



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

ERICK MERENCIO DE LIMA

**ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS EM SITUAÇÃO DE TURNAROUND:
UM ESTUDO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3 QUE PASSARAM
POR RECUPERAÇÃO DE RENTABILIDADE**

**RECIFE
2020**

ERICK MERENCIO DE LIMA

**ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS EM SITUAÇÃO DE TURNAROUND: UM ESTUDO
DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3 QUE PASSARAM POR RECUPERAÇÃO DE
RENTABILIDADE**

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

Orientador: Prof. Dr. Adilson Celestino de Lima.

**RECIFE
2020**

L732emlc LIMA, ERICK
ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS EM SITUAÇÃO DE TURNAROUND: UM ESTUDO DAS EMPRESAS
LISTADAS NA B3 QUE PASSARAM POR RECUPERAÇÃO DE RENTABILIDADE / ERICK LIMA. - 2020.
154 f. : il.

Orientador: ADILSON CELESTINO DE LIMA.
Inclui referências e apêndice(s).

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal Rural de Pernambuco, Programa de Pós-Graduação em Controladoria,
Recife, 2020.

1. Turnaround. 2. Estratégias. 3. Financeiras. 4. Declínio. 5. Retomada. I. LIMA, ADILSON CELESTINO DE,
orient. II. Título

ERICK MERÊNCIO DE LIMA

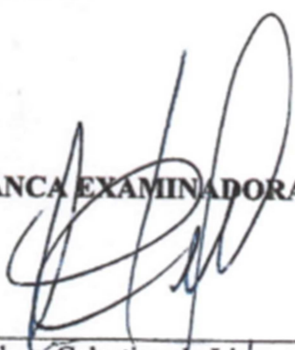
**ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS EM SITUAÇÃO DE TURNAROUND: UM
ESTUDO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3 QUE PASSARAM POR
RECUPERAÇÃO DE RENTABILIDADE**

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

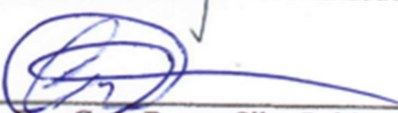
Linha de Pesquisa: Planejamento, Controle e Análise Financeira.

Aprovada em: 17 de fevereiro de 2020.

BANCA EXAMINADORA



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



Profa. Dra. Carla Renata Silva Leitão
Universidade Federal Rural de Pernambuco



Prof. Dr. Marcos Roberto Gois de Oliveira

A minha mãe, com amor, MÉRCIA MARIA MERÊNCIO e a minha filha, com imensa saudade, ÉLIDA TAYSA MERÊNCIO (*in memoriam*).

AGRADECIMENTOS

Naturalmente, agradeço de partida ao nosso Deus, provedor das forças que foram necessárias para somar mais esse milagre na vida, pois só este ser de luz tem o poder de falar as palavras certas, por meio das pessoas importantes, e causar o estímulo crucial para essa realização "Porque para Deus nada é impossível" (Lucas 1:37).

À minha mãe Mércia pelo apoio incondicional aos meus ideais, sempre estimulando meu crescimento em todos os aspectos e a Marcos por ter, espontaneamente, me apoiado como um verdadeiro Pai e torcedor. À minha esposa Fernanda, meus filhos Safira e João Carlos e minha neta Melissa Vitória por entenderem os motivos de minha ausência e suportarem as ocasiões de estresse motivadas por esse processo. À minha família Merêncio pelas manifestações de reconhecimento deste singelo ato de contribuição intelectual. Que este trabalho formiguinha um dia possa servir de inspiração para maiores conquistas no futuro.

Aos todos os meus colegas de cursos pelo privilégio de realizar essa viagem ao lado de pessoas diferenciadas, inspiradoras e, sobretudo, solícitas de verdade.

Ao meu orientador, Professor Dr. Adilson Celestino de Lima, pela atenção inestimável e a gentileza de compartilhar seus valiosos conhecimentos financeiros, o que contribuiu para a assertividade do presente estudo.

Ao Professor Dr. Antônio André Callado Cunha, pela cobrança incessante de resultados, acreditando sempre nos bons frutos que foram colhidos ao fim dessa imersão, como também, a todos os professores das disciplinas cursadas por seus valiosos ensinamentos.

RESUMO

O objetivo dessa pesquisa foi investigar quais as estratégias financeiras de eficiência (contenção de gastos, *downsizing*, redução de ativos e investimentos internos) e de reorientação empresarial (redução ou expansão do tamanho do negócio) que concorreram para o sucesso dos casos de recuperação de rentabilidade de empresas em situação de *turnaround*, listadas na B3 no período de 2014 a 2018. Formou-se uma amostra, por meio da análise das empresas de capital aberto inseridas na B3, com ações negociadas no mercado nacional no intervalo de 2014 a 2018 (não participantes dos setores financeiros e de utilidade pública), com publicação de informações financeiras disponíveis em todos os exercícios do intervalo pesquisado e histórico de declínio nos exercícios de 2015 e 2016. A presente pesquisa caracterizou-se como de natureza quantitativa e descritiva. No que se refere a obtenção dos dados, o trabalho se desenvolveu como pesquisa documental, onde se utilizou o portal da B3 para realizar a coleta dos dados divulgados nos demonstrativos financeiros e relatório de administração. O exame da solvabilidade apresentou 19 empresas (após a exclusão de uma organização patrimonial) listadas na B3 com comportamento de solvabilidade classificável no contexto de situação de declínio e o desembarque de 4 delas do grau de insolvência iminente (saindo do Z'Score < 1,23). Foi instrumentalizado o teste de *Mann-Whitney U*, com significância estabelecida em $p\text{-valor} < 0,05$, o que resultou na escolha estatística de 8 variáveis dentre as compreendidas no total, sendo as mesmas ligadas aos focos estratégicos: orientadas a eficiência e de reorientação empresarial, e avaliadas sob as perspectivas: companhia, setor econômico e segmento de listagem. No que tange aos resultados obtidos na análise das variáveis, todas as relações esperadas foram confirmadas, conferindo a presença de direcionamento estratégico financeiro de acordo com os focos estratégicos inqueridos, evento que fortalece o viés financeiro dos casos de sucesso de recuperação da rentabilidade anterior verificados. No que concerne avaliação por setor e seguimento de listagem, evidenciou-se a divisão equânime dos casos sucesso de retomada entre setores: de bens industriais e de consumo cíclico, bem como, a localização da maioria dos casos no segmento tradicional. Os achados também foram confrontados com as informações publicadas pelas companhias, o que resultou em um framework robusto de combinações entre as perspectivas testadas, as relações encontradas, os focos estratégicos trabalhados e os eventos descritos nos relatórios da administração das empresas *turnaround*. Portanto, é plausível admitir o entendimento de que, ambientes econômicos em recessão, tendem a ser mais propício ao uso de estratégias financeiras frequentes em situação de *turnaround*, sobretudo aquelas orientadas a eficiência e de reorientação empresarial, podendo tais estratégias figurar como um importante recurso de acomodação para organizações inseridas em ambientes econômicos instáveis, com a possibilidade de servir à orientação de instrumentos de planejamento, controle e análise financeira, entre outros artefatos da administração corporativa.

Palavras-chave: *Turnaround*. Estratégias. Financeiras. Declínio. Retomada.

ABSTRACT

The objective of this research was to investigate which financial strategies of efficiency (containment of expenses, downsizing, reduction of assets and internal investments) and of corporate reorientation (reduction or expansion of the size of the business) that contributed to the success of the profitability recovery cases of companies in a turnaround situation, listed on B3 in the period from 2014 to 2018. A sample was formed, through the analysis of publicly traded companies included in B3, with shares traded on the national market in the period from 2014 to 2018 (no participants from the financial and public utility sectors), with the publication of financial information available in all years in the surveyed period and history of decline in the years 2015 and 2016. The present study was characterized as quantitative and descriptive. With regard to obtaining the data, the work was developed as documentary research, where the B3 portal was used to collect the data disclosed in the financial statements and management report. The solvency examination showed 19 companies (after excluding an equity organization) listed on B3 with solvency behavior classifiable in the context of a declining situation and the landing of 4 of them with imminent insolvency (leaving Z'Score <1, 23). The Mann-Whitney U test was instrumentalized, with significance set at $p\text{-value} < 0.05$, which resulted in the statistical choice of 8 variables among those included in the total, which are linked to strategic focuses: oriented to efficiency and business reorientation, and evaluated from the perspectives: company, economic sector and listing segment. Regarding the results obtained in the analysis of the variables, all the expected relationships were confirmed, conferring the presence of strategic financial direction in accordance with the strategic focuses investigated, an event that strengthens the financial bias of the successful cases of recovery of the previous verified profitability. Regarding the assessment by sector and the follow-up of the list, the equitable division of the successful cases of recovery between sectors was evident: industrial goods and cyclical consumption, as well as the location of most cases in the traditional segment. The findings were also compared with the information published by the companies, which resulted in a robust framework of combinations between the tested perspectives, the relationships found, the strategic focuses worked on and the events described in the management reports of the turnaround companies. Therefore, it is plausible to admit the understanding that, economic environments in recession, tend to be more conducive to the use of frequent financial strategies in a turnaround situation, especially those oriented to efficiency and corporate reorientation, and such strategies may appear as an important resource of accommodation for organizations inserted in unstable economic environments, with the possibility of serving as guidance for planning, control and financial analysis instruments, among other artifacts of corporate management.

Keywords: Turnaround. Strategy. Financial. Decline. Resumed.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Eventos comuns a Fase de Diagnóstico do Declínio.....	30
Figura 2 – Ciclo de Vida X Momento da Reversão do Declínio.....	34
Figura 3 – Plano de <i>turnaround</i> Financeiro.....	44
Figura 4 – Percurso da Classificação dos Casos de <i>Turnaround</i>	66
Figura 5 – Gráfico: Agrupamento do ROA por Setor (C1, C2, C4 e C5).....	68
Figura 6 – Gráfico: Demonstração do ROA das Empresas <i>Turnaround</i>	73
Figura 7 – Gráfico: Demonstração do ROA das Empresas NÃO <i>Turnaround</i>	73
Figura 8 – Gráfico: Evolução da COBJUR (<i>Turnaround</i>).....	78
Figura 9 – Gráfico: Evolução da COBJUR (não <i>Turnaround</i>).....	80
Figura 10 – Gráfico: Evolução da MAROP (<i>Turnaround</i>).....	82
Figura 11 – Gráfico: Evolução da MAROP (não <i>Turnaround</i>).....	85
Figura 12 – Gráfico: Evolução da MARLIQ (<i>Turnaround</i>).....	86
Figura 13 – Gráfico: Evolução da MARLIQ (não <i>Turnaround</i>).....	89
Figura 14 – Gráfico: Evolução do Ativo Tangível (<i>Turnaround</i>).....	95
Figura 15 – Gráficos da Variação de TATAN por Setor e Situação <i>Turnaround</i>	96
Figura 16 – Gráfico: Evolução do Ativo Livre por Setor.....	98
Figura 17 – Gráficos: da Variação de ATLIV por Setor e Situação <i>Turnaround</i>	99
Figura 18 – Gráfico: Evolução do Cobertura do Ativo por Capital de Terceiros por Segmento.....	105
Figura 19 – Gráficos da Variação de GCACT por Segmento e Situação <i>Turnaround</i>	106
Figura 20 – Gráfico: Evolução do Capital Próprio por Segmento.....	108
Figura 21 – Gráficos da Variação de EVOLCP por Segmento e Situação <i>Turnaround</i>	109
Figura 22 – Framework de combinações (perspectiva, relações, focos e relatório).....	114

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – ROA percentual por Setor Participante da Amostra.....	67
Tabela 2 – Formação da Amostra (C1 e C2) e Distinção dos Casos C4 e C5).....	68
Tabela 3 – Avaliação do Grau de Solvência das Empresas Declinantes (C3 e C6).....	71
Tabela 4 – Evolução do ROA das empresas Turnaround e não Turnaround.....	72
Tabela 5 – Desdobramento da Frequência da Amostra	74
Tabela 6 – Estatística Descritiva por Situação de <i>Turnaround</i>	75
Tabela 7 – Teste de <i>Mann-Whitney U</i> por Situação de <i>Turnaround</i> (SIM e NÃO).....	76
Tabela 8 – Análise da Capacidade de Cobertura dos Juros – <i>Turnaround</i> (%).....	78
Tabela 9 – Decomposição do Indicador COBJUR - <i>Turnaround</i> (R\$ Mil).....	79
Tabela 10 – Análise da Capacidade de Cobertura dos Juros - não <i>Turnaround</i> (%).....	80
Tabela 11 – Rentabilidade por Margem de Lucro Operacional - <i>Turnaround</i> (%).....	81
Tabela 12 – Decomposição do Indicador MAROP - <i>Turnaround</i> (R\$ Mil).....	83
Tabela 13 – Rentabilidade por Margem Lucro Operacional – não <i>Turnaround</i> (%).....	84
Tabela 14 – Rentabilidade por Margem Lucro Líquida - <i>Turnaround</i> (%).....	86
Tabela 15 – Decomposição do Indicador MARLIQ - <i>Turnaround</i> (R\$ Mil).....	87
Tabela 16 – Rentabilidade por Margem Lucro Líquida - não <i>Turnaround</i> (%).....	88
Tabela 17 – Distribuição da Amostra por Setor.....	90
Tabela 18 – Estatística Descritiva por Setor Econômico.....	91
Tabela 19 – Teste de Mann-Whitney por Setor Econômico.....	93
Tabela 20 – Comportamento da Variável TATAN por Setor.....	94
Tabela 21 – Comportamento da Variável TATAN por Setor e <i>Turnaround</i>	95
Tabela 22 – Comportamento da Variável ATLIV por Setor.....	97
Tabela 23 – Comportamento da Variável (ATLIV) por Setor e <i>Turnaround</i>	98
Tabela 24 – Decomposição do Indicador ATLIV - <i>Turnaround</i> (R\$ Mil).....	99
Tabela 25 – Distribuição da Amostra por Segmento de Listagem.....	101
Tabela 26 – Estatística Descritiva por Segmento de Listagem.....	102
Tabela 27 – Teste de <i>Mann-Whitney U</i> por Segmento de Listagem.....	103
Tabela 28 – Comportamento da Variável GCACT por Segmento.....	104
Tabela 29 – Comportamento da Variável GCACT por Setor e <i>Turnaround</i>	105
Tabela 30 – Decomposição do Indicador GCACT - <i>Turnaround</i> (R\$ Mil).....	106

Tabela 31 – Comportamento da Variável EVOLCP por Segmento.....	108
Tabela 32 – Comportamento da Variável EVOLCP por Segmento e <i>Turnaround</i>	109
Tabela 33 – Formação das Medianas dos ROAs por Setor, livres de <i>outliers</i> (método baseado na amplitude interquartil).....	134
Tabela 34 – Relação de Valores por Componente Financeiro Utilizado no Cálculo do Indicadores Significantes (Reais Milhões).....	141

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Medidas de Declínios mais Utilizadas.....	37
Quadro 2 – Estratégias de <i>turnaround</i> Financeiro.....	46
Quadro 3 – Relação de casos de <i>turnaround</i> avaliados pelo ROA.....	53
Quadro 4 – Relação de indicadores operacionalizados em estudos de <i>turnaround</i>	54
Quadro 5 – Relação das variáveis do Estudo.....	62
Quadro 6 – Identificação nominal das empresas participantes da amostra.....	69
Quadro 7 – Síntese dos resultados por Perspectiva, Foco Estratégico e Categoria.....	111
Quadro 8 – Relação Presente entre Variáveis e Menções Correspondentes.....	112
Quadro 9 – Escore das Estratégias por Categoria (relatório de administração).....	114

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

DOAR	DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS
DRE	DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO
EBIT	<i>EARNINGS BEFORE INTEREST AND TAXES</i>
EBITDA	EARNINGS BEFORE INTEREST, TAXES, DEPRECIATION AND AMORTIZATION
NCG	NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO
PC	PASSIVO CIRCULANTE
PIB	PRODUTO INTERNO BRUTO
PL	PATRIMÔNIO LÍQUIDO
PNC	PASSIVO NÃO CIRCULANTE
ROA	<i>RETURN ON ASSETS</i>
ROE	<i>RETURN ON EQUITY</i>
ROS	<i>RETURN ON SALES</i>
TMA	<i>TURNAROUND MANAGEMENT ASSOCIATION</i>

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	14
1.1.	JUSTIFICATIVA.....	16
1.2.	PROBLEMÁTICA.....	23
1.3.	OBJETIVOS.....	24
1.3.1.	Objetivo Geral	24
1.3.2.	Objetivos Específicos	24
2.	REFERENCIAL TEÓRICO	25
2.1.	<i>TURNAROUND MANAGEMENT</i> E A CONTABILIDADE.....	25
2.1.1.	<i>Turnaround ou Turnaround Management: Conceito</i>	25
2.2.	DECLÍNIO	29
2.2.1.	Avaliação do Declínio	37
2.3.	<i>TURNAROUND</i> FINANCEIRO.....	40
2.3.1.	Estratégias Financeiras Orientadas à Eficiência	46
2.3.2.	Estratégias Financeiras de Reorientação Empresarial	49
2.3.3.	Análise via Indicadores Econômicos e Financeiros	50
2.4.	ESTUDOS ANTERIORES.....	55
3.	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	58
3.1.	TIPOLOGIA DA PESQUISA.....	58
3.2.	ESCOPO/UNIVERSO/AMOSTRA.....	59
3.3.	VARIÁVEIS DA PESQUISA.....	60
3.4.	COLETA DE DADOS.....	64
3.4.1.	Determinação dos Casos de <i>Turnaround</i>	65
3.4.2.	Seleção dos (<i>Turnaround</i> e não <i>Turnaround</i>)	67
3.4.3.	Tratamento Estatístico	70
4.	RESULTADOS E DISCUSSÃO	71
4.1.	ANÁLISE DA SOLVABILIDADE (ZSCORE DE ALTMAN).....	71
4.2.	ANÁLISE LONGITUDINAL DA RENTABILIDADE DAS EMPRESAS DECLINANTES.....	72
4.3.	ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS POR SITUAÇÃO DE <i>TURNAROUND</i>	74
4.3.1.	Estatística Descritiva	74
4.3.2.	Estatística Inferencial	75
4.3.3.	Análise das Estratégias Financeiras de <i>Turnaround</i>	77
4.3.3.1.	Análise da Saúde Financeira de Curto Prazo (COBJUR)	77
4.3.3.2.	Análise da Rentabilidade e Eficiência (MARLIQ e MAROP)	81
4.4.	ANÁLISE DAS ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS POR SETOR.....	89
4.4.1.	Estatística Descritiva	90
4.4.2.	Estatística Inferencial	92
4.4.3.	Análise das Estratégias Financeiras por Setor Econômico.....	93
4.4.3.1.	Análise da Dimensão da Empresa (TATAN) por Setor	93
4.4.3.2.	Análise dos Investimentos/Desinvestimentos (ATLIV) por Setor	96
4.5.	ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS POR SEGMENTO DE LISTAGEM.....	100
4.5.1.	Estatística Descritiva	101
4.5.2.	Estatística Inferencial	103
4.5.3.	Análise das Estratégias Financeiras por Segmento de Listagem.....	104

4.5.3.1. Análise da Estrutura de Capitais (GCACT e EVOLCP) por Segmento de Listagem.....	104
4.6. SÍNTESE DOS RESULTADOS X RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO.....	110
5. CONCLUSÃO.....	115
REFERÊNCIAS.....	117
APÊNDICE A.....	134
APÊNDICE B.....	141

1 INTRODUÇÃO

Turnaround ou *Turnaround Management* trata-se de um tema que, por muito tempo, vem despertando a atenção de empresas e gestores preocupados em antever ou corrigir problemas causadores de crises financeiras que ameaçam a sobrevivência das corporações. A investigação dos fatores determinantes e as medidas de respostas obtiveram bastante enfoque na literatura estratégica, sendo crescente o debate do assunto no campo das finanças (SCHENDEL ET AL., 1976; HOFER, 1980; ROBBINS; PEARCE 1992; SUDARSANAM; LAI, 2001; FRANCIS; DESAI, 2005; ABEBE, 2012; PANICKER; MANIMALA, 2015; ABEBE; TANGPONG, 2018).

O *Turnaround* pode advir da recuperação da performance econômica, posterior a um cenário agravante de declínio da situação que implique no risco de sobrevivência do negócio (BALGOBIN; PANDIT, 2001).

Zimmerman (1989), fez demonstrar a longevidade da prática de *turnaround* no ambiente corporativo através da investigação de casos emblemáticos, para o qual autor empregou o um profundo exame (registros financeiros, manuscritos, histórias, entrevistas e dados), em 15 casos sucedidos no intervalo de 1897 a 1987, ocorridos nos setores agrícola e automotivo (Cadillac, Buick, Jeffery, Maxwell, Packard, Deere & Co., American Motors, Chrysler Corporation, Willys Overland, Hudson Motor, Studebaker-Packard e International Harvester, Allis-Chalmers, Kaiser-Frazer e Amer Motors/Renault).

O estudo técnico da temática progride fortemente na literatura global e conquista a atenção dos mais diversos setores empresariais, tais como, fabricantes de automóveis e equipamentos agrícolas (ZIMMERMAN, 1989), setor bancário (HSIAO et al., 2010), tecnologia (BALGOBIN; PANDIT, 2001) e de varejo (MANN; BYUN, 2017). Da mesma forma, a academia promove grandes esforços para aumentar o volume teórico tentando testar e catalogar as mais ecléticas experiências de retomada financeira (PEARCE; ROBBINS, 1993; FLETCHER, 1993; SUDARSANAM; LAI, 2001; TRAHMS; NDOFOR; SIRMON, 2013).

Não obstante, eventos como a globalização das economias também figuram como propulsores para o aumento dos estudos e da prática de *turnaround*, haja vista que essa nova realidade tornou-se um grande desafio para os negócios. Gupta e Wang (2004), afirmam que os desafios advindos da globalização transformaram o panorama de ascensão das organizações, introduzindo um novo contexto de modificações significativas no ambiente que

sobrepesaram nas dimensões produtivas e na necessidade de diferenciação, exigências essas capazes de provocar a instalação de uma crise.

No mercado interno, os estudos sobre *turnaround* despontaram com maior frequência na década de 1990, a partir de produções acadêmicas de importantes contribuições a exemplo da obra representativa de ALMEIDA (1994) sobre “Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos 80” que conduz aos tópicos *turnaround* e crise econômica, situação análoga ao quadro contemporâneo nacional, bem como outras relevantes produções científicas (DOS SANTOS, 1999; LARANGEIRA, 2001; MARQUES; ROBLES, 1998).

Neste sentido, Borges Júnior et al. (2017) falam que é importante analisar as repercussões de ambientes econômicos em recessão nas empresas, bem como seus impactos na produção e nas decisões financeiras, que de acordo com os efeitos provocados na redução das vendas pelo desempenho econômico encolhido, abalam substancialmente as fontes de financiamento destas entidades. Ademais, os mesmo autores comentam que o prolongamento da recessão econômica dificulta, por deveras, a sobrevivência das empresas, de modo que essa queda no consumo acarreta reduções diretamente nas receitas, lucros e no capital de giro.

Desse modo, as estratégias de expansão perdem a preferência para estratégias de matriz financeira, assim como é a contenção, tendo como exemplo a substituição de pessoal por novas tecnologias ocorridas no setor bancário (ALMEIDA, 1994, p. 311). Sendo assim, na contextualização mencionada, as estratégias de contenção desenvolvidas por meio de processos de liquidação, desinvestimento, eliminação de produtos e redução de funcionários entre outros, objetivam a moderação da conjuntura financeira negativa, de forma célere, a partir da otimização de suas principais estruturas: patrimonial e operacional (CHATHOTH Et al., 2006).

Por conseguinte, o advento da recuperação financeira torna-se uma tendência em momentos de estagnação econômica, na medida em que o empenho empregado na contenção de gastos voltados ao melhoramento da operação possibilita uma adequada ambientação da organização em tempo de retração (MANN; BYUN, 2017). Não obstante, outros autores (HALL, 1980; BIBEAULT, 1982; HEANY, 1985; MOORE, 1987, CHATHOTH et al., 2006; FURRER et al., 2007; MANN; BYUN, 2017; BARBERO et al., 2017) corroboram para o entendimento de haver influência maciça da gestão e monitoramento das práticas de contenção, correlacionando-os ao sucesso da retomada do desempenho financeiro da entidade, confirmando assim, a importância dada ao viés financeiro do *turnaround*.

Portanto, o presente estudo dedica-se a verificação da presença de estratégias de *turnaround* ligadas expressamente às medidas de eficiência e reorientação, ambas

determinadas neste trabalho como estratégias de *turnaround* financeiro, empregadas nas empresas participantes da B3 (Brasil Bolsa Balcão), no período de 2014 a 2018, excetuando-se os setores: financeiro e de utilidade pública.

A amplitude de setores da B3 utilizados na composição da amostra é justificada pela abrangência da crise econômica nacional a qual alcançou, de forma geral, a maioria dos setores econômicos, os quais foram impactados pelos efeitos danosos da prolongada recessão econômica hospedada no período investigado, de sorte que essa amplitude almejada sirva para proporcionar uma visão global dos casos positivos de *turnaround*, desvelando suas estratégias determinantes.

Quanto às limitações, primeiramente, este trabalho de dissertação não sugestionará capturar as sensações dos decisores das entidades investigadas, por compreender que a grandeza do volume de informações que poderá ser alcançado a partir da observação da totalidade das empresas ativas, listadas na B3, dificulta a coleta de percepções por meio de questionários ou entrevistas. Outras limitações estão relacionadas à ausência de investigação dos demais elementos chaves, levantados por Bibeault (1998) que correspondem ao comportamento dos recursos humanos durante o processo, além dos fatores ligados a competitividade.

1.1 JUSTIFICATIVA

No que tange a relevância do tema, salienta-se que diante do momento de recessão econômica nacional revelada em 2014 e plenamente percebida no período de 2015-2016 (SERVIÇO DE APOIO A MICRO E PEQUENAS EMPRESAS – SEBRAE, 2017), os quais apresentaram o Produto Interno Bruto (PIB) em níveis inferiores aos da capacidade industrial do país, e que apesar dos resultados reanimadores alcançados no ano de 2017, ainda assim, está sendo considerada como a maior recessão vivida pela economia brasileira nos últimos tempos (MATOS, 2016).

A recessão econômica é explicada por Faria (2013), como um ciclo de queda nas atividades comercial/industrial de uma nação (por mais de dois trimestres), perceptível por meio do declínio no indicador de crescimento econômico Produto Interno Bruto – PIB. Cruz (2009), relaciona a influência direta da crise de 2008 aos motivos de enfraquecimento do desempenho do PIB, a qual se desvelou com mais força a partir do exercício 2014.

Complementarmente, Lima, Oliveira e Rodrigues (2017) destacam que alguns setores, como é o caso da construção civil, sentiram fortemente os reflexos do momento

aludido, amargando diminuição de receita por conta do alto grau de sensibilidade às modificações do cenário econômico. Da mesma forma, o setor industrial, considerado como termômetro do crescimento interno, sofreu forte recuo (6,3% no primeiro semestre de 2015), regredindo ao nível superado de 2013 (GERBELLI; PAPP, 2015).

Ademais, a instabilidade ocasionada pela crise conjuntural política (embora não seja o único fator motivador da crise econômica), tem contribuído fortemente para o prolongamento do momento desfavorável, amplificando o declínio de indicadores macroeconômicos do triênio 2014 a 2016 (BERNARDELLI; BERNARDELLI, 2016), espelhando aumento na volatilidade do mercado em consequência da interrogação acerca da realização das estimativas de longo prazo traçadas pelas companhias.

Outro aspecto negativo é que, apesar de alguns setores como o agronegócio demonstrarem resiliência com o suporte da melhora do mercado internacional (SERIGATI, 2013; BARROS, 2016), a maioria empresas continuam amargando perda de rentabilidade e de acordo com Lima, Oliveira e Rodrigues (2017), esta realidade de crise econômica não deve mudar até que problemas conjunturais e de gestão da máquina pública sejam resolvidos, e para isso é preciso alinhar a competitividade do país ao desempenho das empresas.

A situação se agrava quando o número de falências e pedidos de recuperação judicial atinge proporções epidêmicas e todo o sistema - ou subsistema, como todo um setor industrial - é ameaçado.

Em síntese, Pereira (1998) confirma o entendimento de que “as empresas que sobrevivem são as que respondem adequadamente às mudanças do meio ambiente, sendo rentabilidade um poderoso indicador de boa saúde financeira”.

Sendo assim, neste momento de retração é plausível a introdução de estratégias financeiras emergenciais, como medida de contenção capitaneada via planejamento financeiro de curto prazo, em busca de represar a fuga de recursos, assegurar a manutenção da operação e obter o capital de giro para financiamento da produção.

Não obstante, Nikbakh e Groppelli (1999) ainda asseveram a importância da realização da gestão financeira quando pregam que:

“o sucesso e a solvência de uma empresa não podem ser garantidos meramente por projetos rentáveis e pelo aumento das vendas. A crise de liquidez, isto é, a falta de caixa para pagar as obrigações financeiras sempre põe em perigo uma companhia.”

É razoável que em momentos econômicos corporativos auspiciosos as entidades adotem estratégias cautelosas reservando recursos em ativos de disponibilidade imediata como fundos e aplicações de fácil resgate para minimizar as intempéries que ocasionam falta de liquidez financeira (FUSCO, 1996). Por contraste, os momentos econômicos corporativos

retraídos tendem a restringir a disponibilidade financeira das entidades inibindo a formação do estoque de recursos imediatos.

Todavia, ainda que conjunturas de ambientes econômicos em recessão se desenhem como fases de grandes obstáculos para as organizações, boas políticas financeiras corporativas de reversão das adversidades e recuperação da rentabilidade, podem ser convertidas em uma oportunidade ímpar, abrindo distância considerável na disputa pelo mercado consumidor, tornando o certame totalmente favorável às entidades que se encontram nestas condições (SPIELMANN; ROSS, 2009).

Sendo assim, investigar como empresas ativas na B3 retomam suas rentabilidades por meio de *turnaround* financeiro após amargarem períodos de declínio severos de rentabilidade e quais estratégias coadjuvantes coaduna para o alcance dessa façanha, vem se tornando uma práxis entre pesquisadores, gestores e outros interessados em estratégias financeiras de acomodação a cenários turvos de crise econômica (DALLAVALLE, 2006).

Em ambientes de recessão, o desafio dos negócios consiste no acondicionamento da operação à realidade de mercados desaquecidos provenientes de baixa demanda de consumo, concomitantes com os malefícios de elevada carga tributária e agravos causados pela concorrência externa de empresas com matrizes em mercados mais estáveis (SANCHES, 2015).

Pamplona, Mazzuco e Da Silva (2019), em estudo realizado sobre o comportamento das empresas industriais listadas na B3, observando a relação investimento versus desempenho econômico nos períodos pré-crise e crise econômica, evidenciaram o arrefecimento nas aquisições de ativos fixos ocasionados pelos efeitos da crise econômica nos anos de 2015 e 2016, sinalizando um presságio de turbulência do desempenho das companhias providas de governança. Contudo, o estudo realizado por Freitas et al. (2018) com empresas financeiras não confirmou tal hipótese.

Desta maneira, surge como necessidade urgente das entidades empresariais, mesmo aquelas integrantes de seguimentos de listagem que inspiram maior proteção por ações de governança, discernirem acerca da construção de planos que possa incrementar as chances de “virada do jogo” ao passo que assegurem o bom nível de rentabilidade, o compromisso de preservação da liquidez imediata e a solvência do negócio, quando acometidas por um processo de declínio.

Dallavalle (2006), reforça o argumento de que o diagnóstico da situação financeira da empresa em crise visa a identificar qual é a nova realidade da empresa em fase de *turnaround*, desvendando a intensidade e seriedade do problema que acometeu a mesma.

No Brasil, a estabilidade econômica, a partir da vigência do Plano Real em 1994, provocou aumento vertiginoso no volume de operações de crédito entre empresas não financeiras. Como consequência, o desenvolvimento e a utilização de modelos de classificação de risco de crédito, objetivando minimizar possíveis perdas de fluxos de caixa e do valor presente das firmas, também experimentaram forte evolução.

Altman, Baidya e Dias (1979) já preveniam que ambientes econômicos adversos tendem a resultar em grandes dificuldades às empresas privadas, sobretudo no que se refere à contenção da oferta de recursos e outras fontes de financiamento externas, inibindo a atuação das instituições fornecedoras de crédito e amortecendo os esforços governamentais em favor do crescimento da economia. Assim, os autores acentuam que qualquer empenho no sentido de diagnosticar pressões indesejadas é ansiosamente esperado.

Nesta fase (diagnóstico), contar com indicadores econômico-financeiros como fonte de informação que expresse um panorama sobre a solvência, liquidez e a avaliação do desempenho, possibilita que a entidade possa avaliar, contabilmente, o grau de esforço necessário, bem como a adoção das estratégias acertadas para o sucesso da retomada de sua saúde financeira.

E para alcançar tal proeza devem-se empunhar poderosas ferramentas que provenham o domínio da situação, a exemplo das medidas de planejamento, controle e suas decorrentes análises financeiras (conjunto universalmente contido nas estratégias de contenção dos declínios e cotidianas em processos de *turnaround*).

Em corroboração Ross et al. (1995) orienta que o planejamento financeiro da empresa amplie seu foco para ações imediatas que visem a assegurar a salvaguarda do financiamento da operação e a suficiência de caixa, justificando-se pela preservação do relacionamento com os *stakeholders*, e ainda prescrevem um rigoroso controle das ações de atividades que impactam as finanças e finalizam com a recomendação do emprego de análises voltadas à otimização da capacidade de quitação dos compromissos.

Rosa e Lima (2008) apensam semelhante entendimento expressando que estabelecer indicadores que permitam analisar quais as condições financeiras o negócio se encontra, é um bom parâmetro e serve como um guia de viabilidade do processo. No mesmo caminho, outra ferramenta importante para construção de hipóteses abreviativas capazes de revelar níveis dos riscos de insolvência/falência em forma de equações (reconhecida sua limitação e compreendida sua aplicação), diz respeito aos modelos vocacionados de aferição, tendências e dificuldades financeiras, usados para subsidiar as tomadas de decisão (LOWENKRON, 2010).

Neste caminho, Andrade e Lucena (2018) destacam que os modelos preditivos que possam versar sobre insolvência ou falência, paramentados por cálculo de indicadores financeiros, que funcionam para antever dificuldades financeiras por meio das pontuações reveladas, tornaram-se mais populares no campo acadêmico e no mercado.

Dessa forma, Kassai e Kassai (2003) argumentam que tendo em vista o enorme repertório de indicadores e coeficientes, é oportuno proceder-se o agrupamento destes atores ou sua modelagem para facilitar a avaliação da empresa sobe variadas perspectivas.

No ambiente econômico atual, muitos provedores de crédito buscam minimizar o grau de risco por meio da utilização de modelos de previsão de insolvência formado por grupos de indicadores, amparando suas decisões de aprovação com base na saúde financeira da empresa tomadora (BRITO, NETO; 2008).

Ademais, a realização de um diagnóstico prévio por parte das empresas a partir de modelos que antecipem hipóteses de situações de risco de insolvência e, possa favorecer a introdução de estratégias financeiras que possibilite aos gestores promover ações prognósticas, de maneira eficaz, ministradas na dose certa, pode servir para frear o esvaziamento do caixa e a amenizar o risco de falência.

Não obstante à assimilação da conjuntura de insolvência por meio do modelo apropriado ao quadro, surge a necessidade de implantação de medidas que possam, primeiramente, estabilizar os efeitos nocivos que originam a quebra de caixa. Queiroz (2004) intitula esta fase como emergencial, considerando-a primordial para que se possa aspirar qualquer tentativa de *turnaround* da empresa, admitindo certo sincronismo com a fase de diagnóstico.

Dessa forma, Dallavalle (2006) anota a existência de medidas de *turnaround* voltadas à recuperação da rentabilidade, rotuladas como emergenciais para a estabilização da situação financeira mediante ações que ocasionem o represamento da fuga de caixa, garantam a manutenção da operação, assegurem o capital de giro compulsório para continuidade da produção, priorizem a liquidez da empresa e revelem ativos em situação de desuso.

Além disso, Bristot (2019), implementa também que a perda de rentabilidade das empresas pode ser ocasionada pelo alto nível de alavancagem e declínio na lucratividade das empresas, fato que ocasiona o crescimento dos encargos da dívida e diminuição dos investimentos, aspecto esse mais perceptível na economia brasileira, na segunda metade de 2014 e nos exercícios de 2015 e 2016.

O autor explica ainda que, ao passo que a alavancagem cresce, por consequência da mecânica de expansão natural do ciclo de crescimento dos negócios, a demanda da produção

aumenta e ocasiona um incremento direto na dívida e nos investimentos, levando a rentabilidade e a lucratividade das empresas ao declínio em virtude da fragilidade do ambiente econômico em recessão.

Bastos (2015), ainda adiciona fatores econômicos ligados a taxa de câmbio e o “custo Brasil”, juntamente com a alavancagem dos negócios, como agentes determinantes que afetam negativamente a rentabilidade e dos lucros das empresas instaladas no Brasil.

Neste íterim, afirma-se que contar com projeções baseadas em dados contábeis firmadas em indicadores de rentabilidade, por exemplo, podem auxiliar no processo de tomada de decisão dos gestores acerca das entradas e saídas de recursos das empresas, considerando, por conseguinte, as questões relacionadas com a temporalidade para o retorno dos resultados de curto, médio e longo prazo, bem como a distribuição dos fluxos de caixa e sua aplicação.

Assim, conforme Lemes, Rigo e Cherobim (2005), na administração financeira de curto prazo, também denominado de administração do capital circulante (ou do capital de giro), o gestor ocupa-se conjuntamente dos planejamentos financeiro e tributário.

Contudo, é perspicaz lembrar que em algumas das empresas há um desprestígio do planejamento e das projeções de receita e lucratividade, até o ocorrer do embarque no declínio organizacional, sobretudo o que concerne aos problemas de cumprimento de prazos com pagamento de fornecedores e colaboradores, gastos/investimentos nos processos de produção, venda e circulação de mercadorias.

Desse modo, Hofer (1980) argumenta que o enfraquecimento financeiro pode ser originado de complicações estratégicas que requeiram o emprego de todos os esforços para o redirecionamento estratégico como solução apresentada pelos gestores no fito de recuperar o norte da entidade. Sendo assim, os gestores e os responsáveis pelo planejamento estratégico devem ajustar o curso da empresa de modo que seus objetivos e metas sejam reposicionados no sentido da recuperação da viabilidade e posterior crescimento da organização.

Por conseguinte, o redirecionamento do plano estratégico da empresa que se encontre em situação de crise de solvência, traz consigo a obrigação de satisfazer as condições previstas na política de recuperação de suas dívidas perante credores e instituições de crédito, fugindo ao *script* estratégico convencional proposto em situação de normalidade (DALLAVALLE, 2006).

Neste cerne, Mintzberg, Ahlstrand e Lampel (2000) vem resumir que:

As situações acabam mudando - ambientes se desestabilizam, nichos desaparecem, oportunidades se abrem. Então tudo aquilo que é construtivo e eficaz a respeito de uma estratégia estabelecida passa a ser uma desvantagem. É por isso que, apesar de

o conceito de estratégia estar baseado em estabilidade, grande parte do estudo de estratégia focaliza mudanças.

Este processo de reengenharia não é nem um pouco fácil, visto que os participantes da empresa tendem a empregar suas colaborações e acreditar no plano estratégico que foi elaborado sobre perspectivas favoráveis ou ao menos otimista, de ampliação da racionalização dos processos. Contudo, com o ajuste de rota, os mesmos, agora, são estimulados a escudar a sobrevivência da organização.

Acrescente-se também, que Pereira (2004) atribui ao controle interno um foco dominante sobre sua responsabilidade em evitar atos fraudulentos que envolvem escândalos, lobbies, propinas e manipulação das informações financeiras, referindo-se a negligência dos controles empresariais, o que pode colocar *in check* a credibilidade do processo de *turnaround* perante seus financiadores (acionistas e stakeholders). Em virtude disso, contar com um controle interno que funcione de forma eficiente, gerenciando as estratégias e cumprimento dos pactos firmados em momentos de *turnaround*, torna-se extremamente importante para assegurar a credibilidade da entidade que se encontra nessa posição.

Diante das razões expostas, entende-se que a análise de casos de sucesso de empresas com recuperação de rentabilidade, rotuladas neste estudo como empresas em situação de *turnaround*, no apreciado panorama de crise econômica (2014-2018), torna-se relevante tendo em vista que a observação das estratégias financeiras, o controle dos fatores de contenção e a avaliação das medidas aplicadas, podem contribuir para o desvelamento das melhores práticas de neutralização de declínios financeiros empresariais nestas circunstâncias.

Como relevância pessoal, destaca-se o desejo do pesquisador em questão em aprofundar-se na temática com vistas a melhor desempenhar suas funções como consultor e enquanto escritor sobre o tema. Como relevância social do trabalho, ressalta-se que a pesquisa possibilitará que sejam identificadas práticas de *turnaround* financeiro que favoreçam a assertividade quanto à construção de planos, controles e análises voltados às finanças empresariais, realização de agrupamento das práticas em ferramentas de reação ou previsão, verificação dos reflexos das ferramentas na situação financeira, bem como realização e comparação dos indicadores financeiros.

Já no que concerne à relevância acadêmica, pondera-se que por se tratar de um tema originário de experiências técnicas profissionais, (ou seja, excepcionalmente explorado no campo científico), possa-se despertar e instigar outros pesquisadores a realizarem estudos semelhantes à temática debatida ao longo do trabalho, além de buscar testar a aplicabilidade dos conceitos levantados através da consecução de estudo exploratório/descritivo com vistas a

mostrar como os debates podem ser aprofundados sob a ótica da aplicabilidade, fazendo surgir, assim, avanço teórico sobre o que se propôs a estudar.

1.2 PROBLEMÁTICA

Instituir estratégias responsivas a estes momentos de crise econômica carece da construção de um bom plano de *turnaround* financeiro que concorra para a estabilização das finanças da empresa. Ocorre que o processo de reestruturação de uma empresa não é tarefa de fácil desenvolvimento e requer uma avaliação das empresas e a adoção de medidas voltadas a restauração do valor e a salvaguarda dos ativos, em respostas as expectativas dos *stakeholders* (PEREZ, 2007).

Nesta visão, a iniciativa de implantar processo de *turnaround* causa uma boa impressão perante todos os interessados (*stakeholders*) na solvência da empresa. Todavia, quando a situação de crise advém de prerrogativas econômicas de mercado, como pode ocorrer no período delineado, isto se torna menos relevante (DELLAVALLE, 2006). Este entendimento sucede da reflexão de que os problemas internos demandam soluções mais simples, enquanto que ambientes econômicos em recessão, por exemplo, são variáveis incontroláveis que influenciam o mercado como um todo.

Além disso, Adizes (1990) aborda a perspectiva de que com o passar do tempo, empresas declinam, progressivamente, percorrendo as etapas de desaceleração natural batizadas como Estágios de Ciclo de Vida, as quais entram no processo de adaptação ao ambiente em busca da permanência de suas atividades. Contudo, cenários de crise econômica tendem a comprometer o processo natural do ciclo de vida das entidades inseridas em alguns setores como é o caso do setor de construção civil interno, antecipando o estágio de declínio e exigindo uma rápida adaptação à realidade adversa.

Da mesma forma, Perez (2007) ressalta que uma vez identificado o cenário de dificuldade, deve-se acionar as estratégias colocando todos os mecanismos de vigilância em atividades com fito de perceber os sinais preliminares e os riscos potenciais, favorecendo a antecipação de ações corretivas. Todavia, quando a dificuldade já se encontrar instalada será necessário contar com o sucesso na escolha dos mecanismos de combate da insolvência da organização, de modo que a ausência de mecanismos ou seu emprego de forma ineficaz poderá comprometer o *turnaround*.

Desse modo, torna-se necessário que o plano estratégico de *turnaround* contemple em sua composição questões ligadas a inovações gerenciais que suportem o ambiente adverso,

com parâmetros contábeis propícios para avaliação financeira de negócios em fase de *turnaround* tais como: DRE; Balanço Patrimonial; Necessidade de capital de giro (NCG); Análise da capacidade de gerar caixa; Margem EBIT; Fluxo de caixa; Ponto de Equilíbrio Financeiro; DOAR; Coeficiente de *overtrading*; Análise dos indicadores financeiros (DALLAVALLE, 2006). E ainda, há a necessidade de revitalização do planejamento estratégico ajustando-o aos objetivos e metas definidas no *turnaround*.

Sendo assim, elencou-se a seguinte questão problema: **Quais as estratégias financeiras de *turnaround* que concorreram para o sucesso dos casos de recuperação de rentabilidade ocorridos nas empresas listadas na B3, no período de 2014 a 2018?**

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral

Investigar, por meio de indicadores, quais estratégias financeiras orientadas a eficiência (contenção de gastos, *downsizing*, redução de ativos e investimentos internos) e de reorientação empresarial (redução ou expansão do tamanho do negócio), que concorreram para o sucesso dos casos de recuperação de rentabilidade de empresas em situação de *turnaround*, listadas na B3, no período de 2014 a 2018.

1.3.2 Objetivos Específicos

- I. Analisar a solvabilidade das organizações no período determinado;
- II. Realizar análise longitudinal da rentabilidade (ROA) das empresas;
- III. Investigar as estratégias financeiras (por meio de indicadores) consideradas significantes, analisadas de forma: individual, setor e segmento de listagem e realizar a comparação dos casos de sucesso (*turnaround*) e insucesso (não *turnaround*).
- IV. Suceder o confronto dos resultados com informações publicadas nos relatórios da administração das entidades em situação de *turnaround*.

Sendo assim, espera-se que a resolução destas incógnitas possa contribuir para a construção de planejamentos, controles e análises de caráter financeiro, servindo de *drivers* voltados a impulsionar, positivamente, o sucesso de *turnaround* no cenário adverso interno.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 *TURNAROUND* DE EMPRESAS E A CONTABILIDADE

A navegação em busca de respostas convincentes acerca das causas de declínio, bem como a retomada financeira dos negócios, tem sido um motivo de inquietação na vida de importantes corporações como: BUNGE (SERRA; FERREIRA; CONTRIGIANE, 1990), IBM (GERSTNER, 2002), Ducati Motors (GOLEMME, 2003), LEGO (ZOCCHI, 2005), FIAT (DI MAGGIO, 2007), GRADIENTE (TORRES; SERRA; ALMEIDA; FERREIRA, 2013), SIEMENS (FONSECA, 2015), GOL (PEPE, 2019).

Neste cerne, Hasniza Haron, Kamal Abdul Rahman e Smith (2013) consideram que a contabilidade gerencial está inserida na trincheira do processo de *turnaround*, dada sua atuação no desenvolvimento de estudos, indicadores e ferramentas de contabilidade gerencial vocacionadas ao apoio da gestão corporativa, participando de maneira importante no processo gerencial dos negócios a partir do fornecimento de informações úteis à manutenção e ao planejamento futuro destes.

Fletcher (1993), já relatava registros de pesquisas sobre *turnaround* sendo realizadas no âmbito da ciência contábil, mesmo reconhecendo a necessidade imperiosa de metodologias mais consistentes e tão amadurecidas quanto as investigações que versam sobre gestão estratégica, no que tange a instrumentalização dos construtos elementares subjacentes ao tema.

2.1.1 *Turnaround ou Turnaround Management: Conceito*

Ao longo da literatura, diversos autores conceituam uma situação de *turnaround* associando-a de forma habitual (porém ainda não consagrada) a cenários movidos por declínios financeiros, declínio esse comumente tachado como um resultado de gerenciamento rudimentar, julgado como o impulsionador das ações de *turnaround*, juntamente com outros anseios estratégicos reportados no campo acadêmico e no meio ambiente corporativo.

Queiroz (2004), explica o significado do termo *turnaround* em português tem o sentido de “mudar o curso ou a direção”, ou até mesmo, “reverter a crise”. O autor aventa relacionar-se a uma nomenclatura mais comum a ambientes corporativos, empregada normalmente para fazer menção aos procedimentos aplicados por gestores e partes

relacionadas da organização, no enfrentamento de uma situação de declínio seguida de recuperação da solvência, sem distinção do âmbito judicial ou extrajudicial.

Langabeer (2008) completa que um *turnaround* empresarial se configura a partir de uma retomada da situação financeira de uma empresa, por meio de uma expressiva transformação política ou prática, ao nível histórico (ou acima deste), após uma conjuntura de baixo desempenho ou até mesmo um colapso financeiro.

A *Turnaround Management Association* (2011), conceitua *turnaround* corporativo relacionando-o com a capacidade de gestão (*Turnaround Management*) por meio da “abordagem vigorosa para tirar a organização da rota da liquidação ou falência”, usando como bússola o instante do reconhecimento da situação angustiante.

Na mesma linha, Barker III e Duhaime (1997, p. 18) argumentam que um *turnaround* se realiza:

quando uma empresa sofre um declínio no desempenho de uma ameaça de sobrevivência ao longo de anos, mas é capaz de reverter o declínio do desempenho, acabar com a ameaça à sobrevivência e alcançar lucratividade sustentada.

A retomada e declínio são reconhecidos na literatura como fases consecutivas e extensivas de um processo de *turnaround*, onde recebem a qualificação de estratégias (ROBBINS; PEARCE, 1992 ; AROGYASWAMY et al. , 1995).

De modo semelhante, Francis e Desai (2005) defendem que o sucesso do *turnaround* decorre de uma sequência complicada de eventos e do arranjos de diversos aspectos circunstanciais, recursos internos e táticas institucionais, considerados significativos nas diversas etapas da crise, como também da recuperação.

No mesmo contexto, Khandwalla (1992), qualifica o declínio organizacional como um acontecimento duradouro de baixo desempenho financeiro e a retomada corresponde ao resgate (*break even*) ou superação do desempenho financeiro anterior a perda.

É comum a engenharia de *turnaround* se dividir nos estágios direcionados ao represamento visando uma pronta resposta aos gargalos urgentes (passíveis de ocasionar falências) e intervenções de retomada lançadas para reestabelecer a vitalidade da entidade (AROGYASWAMY et al. , 1995 ; BRINKLEY, 2002 ; ROBBINS; PEARCE, 1992).

Em contraposição, Bachmann (2009) defende que o progresso assegurado da reversão da situação declinante ultrapassa a contenção dos gastos defendida como critério soberano e vital.

De maneira análoga, Abebe (2010, tradução nossa) amparado por diversos estudos empíricos de *turnaround*, empreendidos para captar e clarificar as espécies de estratégias

(contenção e/ou reorientação) relacionadas ao tema, os quais aventaram a existência de dois estágios orientados a regressão do tombo da performance da empresa (HOFER, 1980 ; ROBBINS; PEARCE, 1992 ; HAMBRICK; SCHECTER, 1983 ; BARKER; DUHAIME, 1997), que são classificados da seguinte maneira:

1. “Estratégia de “redução do fluxo”, como corte de custos e / ou redução de ativos que estabilizam a posição financeira da empresa; e
2. ações estratégicas ou “empreendedoras” destinadas a revigorar a posição de mercado da empresa (SCHENDEL et al. , 1976; HAMBRICK; SCHECTER, 1983 ; PEARCE; ROBBINS, 1993 ; AROGYASWAMY et al. , 1995).”

Seguindo esse raciocínio, um *turnaround* empresarial consiste, basicamente, na regeneração econômica resultante do empenho da organização acometida em busca da inversão de marcha após um prolongado cenário de falência iminente (PANDIT, 2000; WALSHE et al. , 2004 ; YANDAVA, 2012; PANICKER e MANIMALA, 2015).

Assim, o *turnaround* realiza-se na ocasião em que “o desempenho econômico da empresa outrora ameaçada retorna a um nível lucrativo que é [...] sustentado por um longo período” (AROGYASWAMY *et al.* , 1995 , p. 497, tradução nossa) e a corporação se faz rejuvenescida ou “restaurada para uma vitalidade anterior ou trazida a uma nova vida (CRANDALL, 1995 , p. 9, tradução nossa).

Bachmann (2009) adiciona um olhar estratégico na conceituação do *turnaround*, assumindo como motivador do *turnaround* a diminuição da vantagem competitiva e o convencimento da necessidade de promover uma reviravolta no modelo de negócio existente.

Por esse prisma, o *turnaround* concerne as "ações tomadas para evitar a ocorrência de [...] desastre financeiro" (SLOMA, 1985 , p. 11, tradução nossa), a "uma situação que está sendo alterada" (GOODMAN, 1982 , p. XIX, tradução nossa) e a "processos que transferem a organização de um nível inaceitavelmente baixo de desempenho para um nível aceitável de desempenho” (MCDANIEL; WALLS, 1998 , p. 145, tradução nossa).

Complementarmente, Faulkner e Campbell (2003) aduzem que as empresas experimentam momentos de agravamento completos ou parcial, mas sempre há sobreviventes. Logo, o autor sugere uma fórmula alternativa de sobrevivência composta por estratégias apropriadas, atuação de comandantes coerentes e uma habilidade diferenciada de adequação do negócio. Isso pode conduzir as organizações ao restabelecimento das finanças.

Além disso, Kumalo e Scheepers (2018) afirmam que alguns teóricos reconhecem o *turnaround* com um movimento de restauração equilibrada que vai da fronteira declínio até um trajeto de maior solvabilidade, mediante a administração de crises, reorganização de

recursos e atuação com stakeholders comprometidos em uma emergência (HARVEY, 2011; KANTER, 2003).

Ademais, Pretorius (2008, p. 4, tradução nossa), em seu estudo sobre estratégias complementares para situação de reviravolta, define a existência de *turnaround* a partir da reflexão de que uma empresa alcançou a retomada quando se reestabeleceu de um *distress* financeiro visando a recobrar os padrões operacionais aceitáveis e pretendendo atingir os resultados almejados pelos sócios, via o ajustamento dos elementos: “posição, estratégia, estrutura, sistemas de controle e distribuição de energia”.

No que tange aos aspectos econômicos e patrimoniais, Hofer (1980) confirma que as experiências de *turnaround* identificadas com maior regularidade são aquelas que implicam em quedas nos lucros corporativo, bem como as que compreendem a diminuição das vendas ou da sua presença no mercado, experiências estas relacionadas na otimização de ativos enquanto estratégia (em menor escala), além dos eventos citados por Chan (1993), correspondentes à queda nos preço de ações ou sequências de prejuízos contínuos. Com isso, o autor adverte que se torna crucial que a gestão saiba detectar tais sintomas, diferenciando-os daquelas variações costumeiras às corporações.

Isto é, Harker (1996) afirma que as dinâmicas das *turnaround* são peculiares a cada organização afetada, sendo inapropriado a utilização de metodologias generalizadas.

Além disso, Monroe (1992) aduz que o pensamento concentrado no *turnaround* é capaz de animar e renovar a organização atacada, impulsionando-a para a recuperação. Todavia, a mesma autora alerta que há casos em que a mentalidade não é suficiente para reverter o quadro de falência.

Braun e Latham (2012) advogam que o *turnaround* é conseguido por meio da conciliação das ações de contenção e as estratégias de crescimento. A retenção dos gastos da corporação estimula o comportamento comedido, a ampliação do capital e a acumulação de outros recursos, provendo o suporte essencial para financiar as medidas de crescimento.

Noutro cerne, os mesmos autores relatam que teóricos no assunto descrevem o *turnaround* associando-o a competência de acomodação demonstrada pelas empresas em resposta aos cenários de incertezas, o que tende a produzir ajustes substanciais na propositura de valor da entidade.

Por fim, Donald Hopkins (2008) sustenta que o *turnaround* de triunfo tem como requisito basilar o reconhecimento exato da anomalia e seu agente motivador, para só então caminhar para a escolha das estratégias de reestruturação apropriadas para o tratamento do agente causador.

2.2 DECLÍNIO

Antes de iniciar o tratamento do assunto declínio, faz-se importante identificar os diversos conceitos relacionados a estas situações de gravidade financeira que, de forma particular, aparecem em superioridade na literatura como “a mola propulsora” dos processos de *turnaround*. Osório (2014, p. 5,6) relacionou em seu estudo algumas das formas de definição referenciadas ao insucesso financeiro, demonstradas a seguir:

- “Declínio Empresarial: É um precursor natural do processo de fracasso empresarial (Castrogiovanni, Justis, & Julian, 1993), na medida em que um dado negócio encontra-se neste estágio quando o seu desempenho começa a deteriorar-se em períodos temporais consecutivos independentemente do comportamento do setor onde se encontra inserido (Chowdhury & Lang, 1996) levando ao aumento do seu nível de endividamento e da perda de quota de mercado, com a consequente redução de recursos disponíveis (D’Aveni, 1989, Probst & Raisch, 2005). Tem categorias de gravidade que em geral dependem do ambiente macroeconómico (capacidade de suporte do crescimento) e do seu dinamismo (variabilidade de fatores externos chave), do alinhamento estratégico da empresa (adaptação), e da folga de recursos disponível (Lohrke, Bedeian, & Palmer, 2004).
- Fracasso Empresarial: Uma empresa falha quando se torna incapaz de obter financiamento próprio ou alheio para promover a inversão do declínio e, consequentemente, não pode continuar a operar e entra em falência (Liao, 2004) com a inerente perda para credores, acionistas e todos os outros stakeholders (Keasey & Watson, 1991).
- *Distress* Financeiro: De acordo com Lin & Lee and Gibbs (2008), o *distress* financeiro ocorre quando uma empresa incorre em mais dívidas do que sua dimensão, rentabilidade e composição dos ativos pode sustentar, juntamente com um inadequado *cash flow* gerado a partir das sua atividade.”

Outro termo usado para especificar o declínio organizacional foi relatado no trabalho de LIN, LEE e GIBBS (2008. p. 542, tradução nossa):

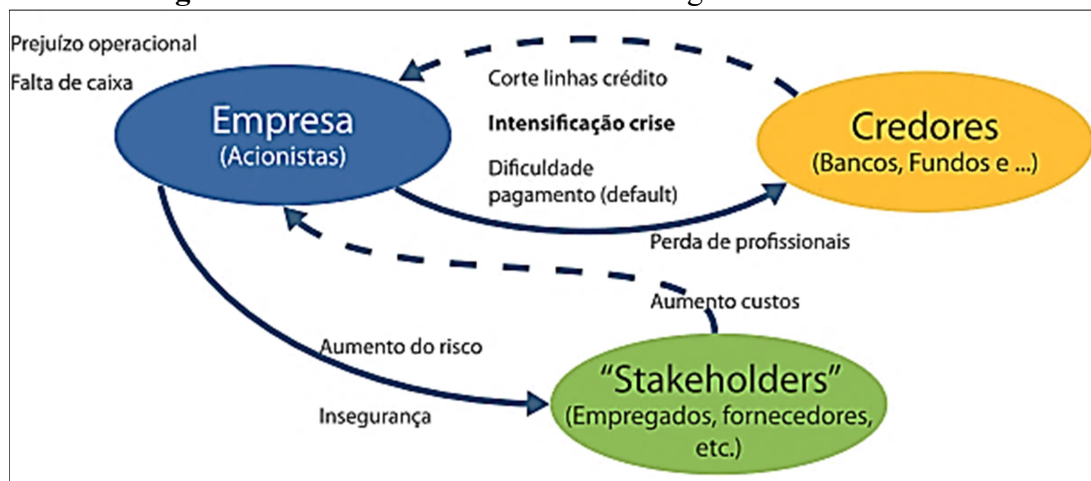
- “*Recessão econômica*: Os pesquisadores mostraram que as reestruturações corporativas tendem a se concentrar em tempos de recessão econômica (por exemplo, Geroski e Gregg, 1994). Recessões ameaçam a sobrevivência das empresas. Segundo Pearce e Michael (2006), os dados sobre o desempenho da indústria mostram que mais de 500.000 empresas fracassaram na recessão de 1990 e na recessão de 2001 nos EUA.”

Em apoio, o estudo de Tangpong, abebe e Li (2015) usa a definição de declínio organizacional (ou declínio empresarial), pautados na conceituação de Cameron et al. (1987, p. 224), especificando-o como "uma condição na qual ocorre uma diminuição substancial e absoluta na base de recursos de uma organização durante um período de tempo especificado".

De maneira geral, independente da denominação dada a situação de agravo financeiro, para que haja um diagnóstico preciso é necessário percorrer os diferentes ramais e interpretar todos os fatores considerados como possíveis de ocasionar crises financeiras empresariais.

De acordo com a *Turnaround Management Association* (2011), o sufoco ocasionado pelo insucesso da administração dos compromissos financeiros, a inaptidão de constituição de recursos, bem como a decomposição da situação patrimonial, são acontecimentos registrados nas empresas em crise conforme demonstra a figura 1, fato que tende a prejudicar a relação entre a organização e seus stakeholders. Nesse contexto, ocorrem desorientações de ordem estratégicas, financeira, recursos humanos e tecnológicos, que afetam a paridade com o mercado.

Figura 1 – Eventos comuns a Fase de Diagnóstico do Declínio.



Fonte: Adaptado de *Turnaround Management Association* (2011)

O posicionamento de Slatter e Lovett (2009), é que na administração de uma crise financeira são realizados inúmeros esforços para eliminar as causas motivadoras do declínio. Porém, é necessário entender a definição de crise financeira na literatura gerencial para melhor compreendê-la, sendo ela:

[...] uma situação que ameaça as metas de alta prioridade da organização (ou seja, ameaça à sua sobrevivência), demanda pouco tempo para reagir, e cuja existência pega de surpresa os tomadores de decisão, portanto levando a altos níveis de stress. As crises têm sua origem em eventos ameaçadores no contexto da empresa e em falhas organizacionais. (SLATTER e LOVETT, 2009, p.55)

É nesse estágio, segundo Perez (2007), que a sensibilidade da degeneração da empresa, conforme seus reflexos, torna-se perceptível internamente e acende uma luz de

alerta para acionistas e stakeholders. Os efeitos financeiros negativos, por vezes, são ocultados pela dinâmica de caixa em curto prazo, guardando a revelação de tal complicação para a fase de consolidação da crise.

Liu (2004), de acordo com sua pesquisa, assinala diretamente as variações de taxas de juros, como um grande peso na saúde financeira de curto prazo das empresas que tentam fugir da situação de falência, compreendendo, inclusive, que taxas de juros altas podem influenciar fortemente na descontinuidade de uma organização.

No que se refere ao dinamismo das entidades como resposta ao enfrentamento das aflições financeiras, Andrade e Kaplan (1998) reconhecem que as contribuições de consultorias com expertise em *turnaround* para preservar a reputação da entidade, corroboram com o que Helwege (1999) cita a respeito das chances de êxito em renegociar seus compromissos, pois o amparo de pessoal especializado pode combater o antagonismo das expectativas.

Do mesmo modo, um maior lastro financeiro, realidade comum às empresas de maior dimensão, ajuda a criar melhores previsões de receitas otimistas por conta da capacidade financeira da empresa (OPLER; TITMAN, 1994), e em contraste, no caso das pequenas empresas (GRUBER; WARNER, 1977), a preocupação consiste na tendência em controlar a redução das vendas da empresa.

Além disso, a prolongação do estado de crise financeira tende a intensificar os efeitos adversos na solvência da empresa, de modo que seu agravamento aumenta gradativamente a cada período negativo. A nível nacional, constata-se que o tempo médio estimado para solução dos gargalos motivadores de crises financeiras nas empresas ultrapassa o tempo razoável na esfera global, mesmo considerando os avanços alcançados após a instituição da nova Lei de Falências (GONSALVES, 2015).

Assim, de acordo com as considerações de Araújo e Funchal (2005), este tipo de liquidação (por insolvência) de empresa carrega impressões inequívocas de ineficiência e a falta de dinâmica das reorganizações em momentos de recessão, que são fatores que revelam a deficiência em prover saídas para uma reabilitação corporativa significativa.

Coelho (2011) complementa que quando há uma compressão substancial dos negócios (panorama semelhante ao vivido de 2014 até 2018) o efeito ocorre em cadeia, generalizando as adversidades em seguimentos, setores e até mesmo em empresas de forma individual.

Ainda nesta linha de pensamento, segundo Opler e Titman (1994), as empresas que investem de forma considerável na especialização de seus produtos, por meio de P&D, são

mais vulneráveis a tais circunstâncias, o que as tornam mais indefesas a momentos de instabilidades da economia. Ocorre que este perfil de empresa, normalmente, emprega estratégias ousadas de alavancagem e assim sente muito mais as intempéries destes períodos de recessão.

Liu e Wilson (2002) adicionam que o fechamento de empresas está intimamente relacionado com a dinâmica empresarial, a falta de competência empresarial e a competitividade da economia. Os autores imputam à taxa de mortalidade das empresas aspectos como a participação de fatores específicos ligados ao setor incorporado, a maturação do ciclo dos negócios, e as conjunturas políticas e econômicas.

Complementarmente, Andrade e Kaplan (1998) discorrem que elementos como a queda da margem operacional ou margem abaixo do setor inserido, bem como estratégias de alavancagem financeira e aumento nas taxas de juros de curto prazo figuram como as principais razões que concorrem para os declínios financeiros. Nota-se que, de acordo com os resultados encontrados pelos autores, foi possível discernir sobre o agravamento da crise nas empresas com estas características nos Estados Unidos América.

Por outro lado, Baird (1997) afirma que existe um vasto repertório de problemas passíveis de desencadear crises financeiras corporativas, sobretudo, em quadros instalados de crise econômica. O pesquisador comenta que esses acontecimentos se massificaram a partir da década de 1970, período em que as crises econômico-financeiras das empresas tornaram-se costumeiras, com direcionadores voltados à incompetência, imprudência, ignorância ou má-fé dos empresários ou administradores, repercutindo nos inúmeros setores da economia em inúmeras nações, com interferências ligadas as empresas e ao mercado.

Ademais, torna-se perceptível que quando se trata de insolvência das empresas, abre-se um leque de possibilidade para determinar seu principal motivador, que normalmente contempla um conjunto de causas das mais variadas que, sinergicamente, cominam para a existência do declínio organizacional.

Dallavalle (2006), por exemplo, em sua tese sobre *turnaround* Empresarial, a qual investigou o conteúdo da cronologia de grandes ações gerenciais e mudanças do ambiente durante a fase de recuperação, argumentando que os altos custos foram a causa de maior frequência ligada ao declínio, conseqüentemente o aumento dos salários não foi possível de ser comportado pelo aumento dos preços, e quando somado ao aumento de matéria prima e insumo, simbolizaram as maiores causas de falências em 17 diferentes companhias. O mesmo trabalho ainda pontua outras causas anotadas como responsáveis pelo *distress* financeiro, a

saber: diminuição da demanda, receitas mais baixas, greves, aumento da pressão competitiva, problemas de administração e marketing.

O autor também resume em suas conclusões o declínio como:

1. “geralmente, uma combinação de eventos e ações é requerida para como causas de declínios severos na renda em firmas de produtos manufaturados. Uma interação de decisões de gerenciamento pobre (ou a falta das mesmas), juntamente com uma resposta de eventos ambientais desfavoráveis reside por trás da maioria dos casos;
2. devido às combinações ou composições de eventos e ações que estão por trás do caos financeiro, sistemas de controle ou monitoramento que examinam somente um sinal de uma mudança maior, ou examinam sinais em série, são ferramentas falhas para prever problemas, não importando se eles são de natureza estratégicas ou operacionais;
3. pobres previsões de eventos externos não controláveis, especialmente quando somados com um pobre planejamento de ações gerenciais controláveis, podem levar a severos declínios. As firmas da amostra aparentaram falhar em ambas as previsões de seu ambiente externo, mudando a natureza e seu impacto. Além disso, elas parecem incapazes de planejar estes fatores que elas controlam, especialmente sobre os prazos mais longos e em resposta a fatores que eles não controlam;
4. existem muitos fatores que contribuem para a erosão da margem de lucros: custos, preços e volume, e, todos os fatores que os influenciam, são considerados simultaneamente sérias dificuldades de ganho;
5. para bater de frente com a natureza complexa da mudança de diferentes fatores afetando a firma, um sistema amplamente baseado em controle, que reconhece uma composição de diferentes fatores, é indispensável para monitorar o andamento saudável de uma firma industrial”.

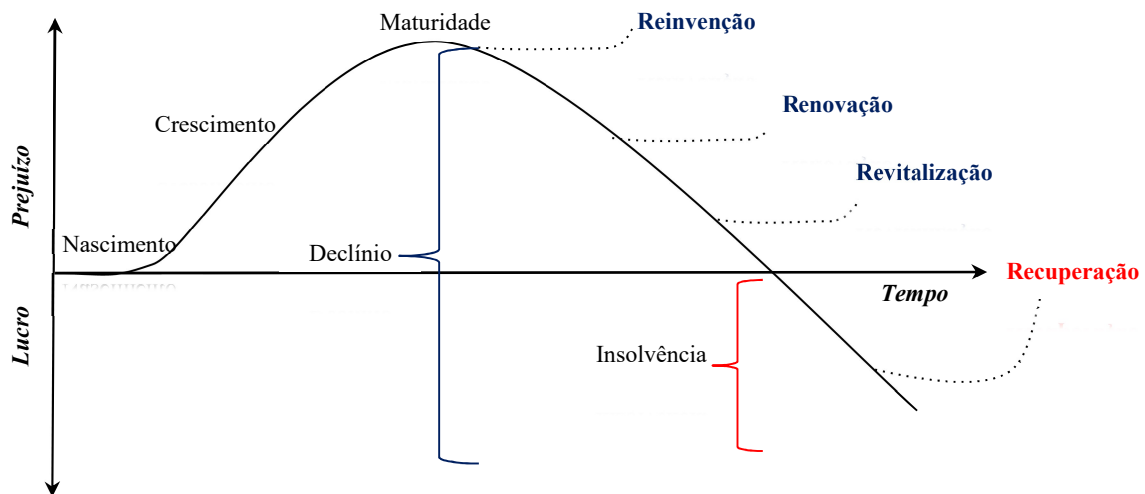
Apesar dos *distress* financeiros estarem frequentemente localizados em causas internas ligadas a gestão, não se pode duvidar de que ambientes turbulentos de crise econômica possam exercer influência na saúde financeira das entidades. Desse modo, Garcia e Gambiagi (2010) citam a crise de 2008-2009 como um exemplo em que a economia de um país voltada a recuperar-se de uma crise financeira, que afetou consideravelmente o Produto Interno Bruto - PIB, emprega esforços à reorganização e recuperação do sistema financeiro, afirmando que quanto mais rápida essa reestruturação, mais rápido a crise pode ser superada.

Outra razão para ao declínio organizacional apontada por Koh et al.(2015), diz respeito o ciclo de vida das empresas, no qual, o ciclo inicial (nascimento), apresentam-se estruturas de poder altamente centralizadas (MILLER; FRIESEN, 1984), com admissão da dualidade das funções de gestores e proprietários, o que prejudica a mudança de comando. No entanto, o autor ainda considera uma aceleração no ciclo de vida das pequenas e médias empresas, repercutindo inclusive na substituição do gerenciamento existente.

Deste modo, a teoria do ciclo de vida indica a aderência de estratégias adequadas que ponderem a dissociação do crescimento e a capacidade de capital nos estágios do ciclo de vida de uma empresa (ANTHONY; RAMESH, 1992), relacionados como: nascimento, crescimento, maturidade e insolvência. As citadas alternâncias ocorridas a cada estágio carregam divergências sensíveis em termos de situação declinante e o momento de *start* da recuperação (ADIZES, 2004; MILLER; FRIESEN, 1984; PASHLEY; PHILIPPATOS, 1990).

A título de ilustração, De Souza (2013) exhibe na figura 2, o Ciclo de Vida das Empresas.

Figura 2 - Ciclo de Vida X Momento da Reversão do Declínio.



Fonte: Adaptado de Queiroz (2004, p. 80)

A interpretação da figura 2 demonstra as opções de reversão do declínio (momento a momento) demonstradas no percurso do ciclo de vida das empresas, acompanhando o pressuposto de que ações de recuperação empreendidas no presságio da situação declinante elevam as chances de sucesso da recuperação (PEREZ, 2007).

Sudarsanam e Lai (2001) esclarecem que, a queda de uma empresa de uma posição de desempenho superior para uma posição extremamente ruim, em qualquer critério de desempenho apropriado, normalmente aponta para problemas fundamentais no gerenciamento das estratégias. No entanto, os autores interrogam que dado que a empresa está com fraco desempenho, como a administração deve responder? sentar-se firme na esperança de uma recuperação em suas fortunas ou reestruturar-se financeiramente para se recuperar rapidamente do mau desempenho. Assim, a inércia arbitrária pode ocasionar o agravamento do mau desempenho da entidade (SCHENDEL; PATTON; RIGGS, 1976; WEITZEL; JONSSON, 1989).

Ademais as razões já elencadas, Almeida (1994) incrementa neste rol de motivadores de declínios, o tópico crise econômica, exemplificando ocorrências assinalada no período de 1979 a 1983, ocasionada pelo déficit primário do setor público, o qual reverberou prejudicialmente sobre o setor empresarial. Visto que, naquela época, o déficit primário atingiu níveis alarmantes, trazendo à discussão da recessão econômica que ameaçava as empresas pelo aumento do risco do endividamento e o problema de desaquecimento do mercado exigiu o reequilíbrio de estoque de recursos.

Nesta perspectiva, Kang, Lee e Na (2010) argumentam que em momentos de recessão econômica, quadro onde a liquidez econômica é acometida, as empresas estão mais vulneráveis a optar por estratégia de *turnaround*, apresentando, substancialmente, aspectos incomuns àqueles integrantes do cotidiano de situações particulares de declínio de performance financeira. Os autores esclarecem que em fase econômica de endurecimento horizontal a oferta de crédito às empresas diminui drasticamente. Consequentemente, ainda asseveram que o clima de insegurança e instabilidade financeira, além de enfraquecer a situação financeira da entidade, também tende a reduzir a possibilidade de captação de novos empréstimos visando o entrincheiramento das dívidas e aos novos investimentos.

Na atualidade, Cury e Cavallini (2015) revisitam o tema “aumento dos gastos públicos” para tecer considerações sobre a recessão econômica instalada, expondo como motivador principal o quadro internacional, destacando sua atuação no arrefecimento do crescimento econômico da nação, conjuntamente com a política de aumento de juros com o fito de controlar o quadro inflacionário, como políticas incapazes de assegurar a manutenção do consumo.

Conforme Almeida (1994), em momentos de ajuste a cenários de recessão que influem fortemente no nível de investimento, e que espelha uma perspectiva de perda de vendas, como reflexo da política de austeridade a qual não considera os investimentos realizados pelas empresas com vistas a ampliação da capacidade produtiva, entre outros, estes percalços tendem a acometer empresas e até setores inteiros levando-os ao declínio da lucratividade, da liquidez e ao endividamento.

Não obstante, Cury e Caoli (2016) descrevem que em 2015 o país amargou índices para o PIB já superados em mais de duas décadas e meia, computando a queda vertiginosa para -3,8% (2015) em comparação com os 7,5% alcançado em 2010, com consequências diretas no setor de construção (infraestrutura e imobiliária) que suportou queda de 8%, acompanhada do setor industrial (6,2%), além dos setores de serviços e comércio que registram os indesejáveis recuos de 2,7%, e 8,9% respectivamente.

Tais implicações reforçam o diagnóstico encontrado por Garcia e Gambiagi (2010), na análise da crise 2008-2009 ao comprovarem que sistemas financeiros estáveis, fortes e saudáveis promovem o aumento da performance interna propiciando o crescimento de longo prazo. Assim, asseveram que o bom combate de uma crise financeira se consolida a partir da reorganização e restabelecimento do sistema financeiro.

Desse modo, de acordo com o panorama apresentado, fica claro que os reflexos danosos que a crise instalada no ambiente econômico em questão exerce sobre a economia nacional, têm seus efeitos negativos facilmente perceptíveis na atividade empresarial, gerando uma desaceleração em toda cadeia de circulação de bens e serviços com diminuição agravada pela fuga dos investimentos estrangeiros (O GLOBO, 2015).

Portanto, é relevante atentar para o processo de identificação das causas e realizar o agrupamento das medidas de recuperação da saúde financeira, por meio de ilhas estratégicas (eficiência e reorientação, por exemplo), para que se possa dispensar os esforços mais eficientes ao combate da intempérie, abastecendo a coordenação da empresa com visões oportunas que revelem o grau de insolvência e o desempenho das medidas implantadas.

Além disso, com a identificação de um futuro cenário de insolvência apoiado nos escores produzidos com os modelos designados à análise, a empresa pode encontrar subsídios para implantação de medidas corretivas que estabilizem as dificuldades financeiras emergentes, e possibilitem a tomada de decisões estratégicas com a finalidade de superar o desequilíbrio atravessado no ambiente econômico retraído.

Pires e Rodrigues (2004), por exemplo, admitem haver uma ampla e variada discussão sobre as causalidades determinantes para o insucesso corporativo. Deste modo, *turnaround* tem sido um tema explorado por diversos autores por meio da construção de modelos e conjuntos de estratégias que possam desvendar os aspectos relacionados aos fracassos empresariais, bem como a intervenção oportuna da reestruturação financeira voltada à recuperação dos níveis de rendimento das empresas acometidas.

Em resumo, qualquer que seja a fase, e ainda seja qual for o conjunto de medidas introduzidas para contenção e reestabelecimento da saúde financeira da empresa, não se deve desprezar a importância de realizar uma profunda investigação dos fatores determinantes que concorreram para a situação de insolvência, pois dessa forma o *turnaround* tratará o problema certo, com o remédio certo, na dose certa.

2.2.1 Avaliação do Declínio

No caminho da avaliação da situação financeira de uma empresa em declínio, é comum brotarem dúvidas acerca da eleição dos aspectos primordiais para o diagnóstico preciso do abalo. Nesse sentido, Shaughnessy e Rudie Harrigan (2009, p. 39, tradução nossa), categorizaram em trabalho as situações de tormento financeiro do seguinte modo:

1. “situações sem esperança; que nenhuma quantidade de tempo, dinheiro ou esforço pode-se economizar;
2. vencedores óbvios que ressuscitarão quando o atual congelamento de crédito der certo; e
3. situações problemáticas que exigem um cuidadoso processo de *due diligence* para classificar os sobreviventes medíocres daqueles negócios que melhor responderão ao gerenciamento qualificado de recuperação.”

Mesmo assim, o emprego da melhor medida de avaliação da situação declinante não é uma tarefa simples, haja vista haver uma carência de consenso de tal escolha, como demonstra o quadro posterior:

Quadro 1 – Medidas de Declínios mais Utilizadas.

MEDIDA DE DECLÍNIO	AMOSTRA	AUTORES
Indicadores Econômicos e Financeiros (ROE, ROA e ROI e ROS), Custo do Patrimônio, Total da Receita de Vendas; Z de Altman, Lucro por Ações (EPS), Produto Interno Bruto – PIB, Taxa de Desemprego.	Empresas (Compustat e US Departamento de Comércio, Moody's Industrials, F & S Index, Business Week e Wall Street Journal), Construtores navais (bolsa Tóquio e Osaka), Empresas participante do S & P, Produtores familiares de Azeite da Espanha, Empresas Têxteis Listadas na Bolsas (USA), Empresas do Mercado de Capitais da Bacia do Pacífico, Indústrias de alta tecnologia, Indústrias de Alimentos, Indústria de Algodão, Empresas de Serviços, Empresas Navais (Lloyds Fairplay) e Empresas de Softwares.	Winn (1997); Audia & Greve (2006); Chen e Hambrick (2012); Gomez-Mejia, Haynes, Nunez-Nickel, Jacobson e Moyano-Fuentes (2007); Barker, Patterson, & Mueller (2001); Barker & Mone (1994); Bruton, Ahlstrom & Wan (2003); Morrow, Johnson, & Busenitz (2004); Bolton (1993); Bruton, Oviatt, & Branco (1994); Wiseman & Bromiley (1991); Barker e Duhaime (1997); Greve (2011); Ndofor, Vanevenhoven, & Barker (in press);

Continuação.

MEDIDA DE DECLÍNIO	AMOSTRA	AUTORES
Falências, Anúncios ou Pedidos de Falência.	Empresas listadas na bolsa, Empresas de Software (SIC), Empresas Canadenses, Empresas norte americanas (Dun and Bradstreet, SEC e Scott's index), Empresas inseridas no Predicast's F&S Index, Empresas inseridas na Base Compustat e Empresas de Contabilidade da Holanda.	Davidson, Worrell & Dutia (1993); Latham & Braun (2009); Thornhill e Amit (2003); Sheppard (1994); Daily & Dalton (1994a); Daily & Dalton (1994b); Daily (1995); Daily & Dalton (1995); Daily (1996); Moulton, Thomas & Pruett (1996); Pennings, Lee e Van Witteloostuijn (1998) e Moulton e Thomas (1993).
Outras medidas (Indústria em declínio, Exame Texas de Habilidades Acadêmicas, Sacudida Ambiental, Declínio do setor, Taxa de Ocupação de Leitos, Taxa de Mercado e Número de Aquisições).	Empresas Israelenses, Empresas auditadas, Distritos escolares do Texas, Fabricantes Suecos de Tecnologia, Empresas Hospitalares participantes do Guia da American Hospital Association, Empresas de Manufatura (Compustat), Aquisições Industriais.	Carmeli e Schaubroeck (2006); Schick & Ponemon (1993); Filatotchev e Tom (2003); Boyne & Meier (2009); Bradley, Aldrich, Shepard e Wiklund (2011); Wan e Yiu (2009); Ketchen e Palmer (1999); Morrow, Sirmon, Hitt & Holcomb (2007) e Anand e Singh (1997)

Fonte: Adaptado de Trahms, Ndofor e Sirmon (2013).

Todavia, o resumo do quadro acima demonstra que entre os 40 artigos pesquisados por Trahms, Ndofor e Sirmon (2013), a maioria usou indicadores econômicos e financeiros na verificação dos casos de declínios, computando 35% dos artigos que adotaram medidas baseadas em indicadores e modelos econômico-financeiros (ROE, ROA e ROI e ROS, Custo do Patrimônio, Total da Receita de Vendas; Z de Altman, Total de Lucro por Ações, PIB e Taxa de Desemprego), acompanhado de 30% das pesquisas que empregaram medidas ligadas a informações de falência (anúncios, pedidos e constatação), enquanto que 22,5% das pesquisas apoiaram-se em outros padrões de medição (Indústria em declínio, Exame Texas de Habilidades Acadêmicas, Sacudida Ambiental, Declínio do setor, Taxa de Ocupação de Leitos, Taxa de Mercado e Número de Aquisições), finalizando com 20% das inquirições relacionadas a outros tipos de medidas.

Buscando melhorar a assertividade das predições de insolvência das entidades, diversos autores debruçaram esforços para construção de modelos (VINTEN, SMITH E GRAVES, 2005) com a função de traduzir a análise da saúde financeira das empresas a partir da expressão em um único parâmetro, responsável por identificar a possibilidade de falência/insolvência do negócio.

Todavia, Perez (2007) adverte que os termos “dificuldades financeiras” e “insolvência” são equivocadamente utilizados como sinônimos, sem considerar as diferenças de cada momento.

Neste sentido, Wruck (1990, p. 421, tradução nossa) define que uma situação de dificuldade financeira acontece “quando seu fluxo de caixa é insuficiente para cobrir as obrigações correntes”. Doutro lado, o conceito de insolvência é um estágio posterior ao das dificuldades financeiras (de curto prazo), no qual a sua habitual incapacidade de cumprimento das obrigações serve apenas como um indício da insolvência, pois tais riscos se tornam mais perceptíveis aos olhos dos gestores na falta ou baixa liquidez.

Nesta linha, Altman (1993) também esclarece que a insolvência técnica está configurada no estágio de falta de liquidez do empreendimento, fato que dificulta a liquidação das obrigações, gerando o descumprimento dos compromissos e o prolongamento do cenário adverso, quando não se configura em apenas uma ocasião momentânea. Em contraposição, existe a ocasião de insolvência de estoque, que na visão de Wruck (1990), ocorre quando é constatado o valor econômico negativo da empresa, e através da demonstração da insuficiência do valor presente dos fluxos de caixa futuros para arcar com o total de suas obrigações, se apoia tal compreensão. Nesse instante, Altman (1993) aponta o surgimento de uma situação crônica, não momentânea, diante do comprometimento econômico do montante total dos ativos.

Segundo Nascimento et al (2010), é possível encontrar na literatura sobre o assunto diversos modelos de predição de insolvência/falência, baseados em dados econômicos e financeiros, apresentados por autores como Elizabetsky (1976), Matias (1976), Kanitz (1978), Altman, Baidya e Dias (1979), Pereira (1982) e Altman (2000). Com o suporte destes modelos de conjugação de indicadores, respeitadas suas limitações, é possível tecer uma análise do comportamento financeiro da entidade, e o analista pode antever resultados que aponte para a sua insolvência (PINTO, 2008).

Entretanto, a literatura apresenta como principais modelos de falência/insolvência, as equações de Altman, Baidya e Dias (1979), Pereira (1982) e Altman (2000), considerando volume de publicação fundamentada nestes modelos, com a atualização de suas perspectivas, além de ser o único modelo preditivo ilustrado no levantamento bibliográfico realizado por Trahms, Ndofor e Sirmon (2013).

Nesse contexto, Matarazzo (2010) e Silva (2013) descrevem que o modelo de Altman, Baidya e Dias, nasceu de uma parceria entre os autores citados e professores da PUC/RJ, e foi alicerçado na análise discriminante empreendida para apurar potenciais

problemas financeiros nas empresas analisadas, baseando-se em uma amostra realizada com 58 empresas do mesmo porte, compreendendo 35 empresas saudáveis financeiramente e 23 com problemas financeiros.

Em seguida, Altman (2000) empregou esforços na revisão do primeiro modelo de previsão de falência, tornando-o adequado para aplicação, também, em empresas não listadas em mercados financeiros, ampliando a preferência dos usuários na utilização do Z (Score) na investigação da solvabilidade das empresas (BARKER; DUHAIME, 1997, ABEBE, 2010). Por fim, após o percurso da fundamentação teórica de declínio e retomada empresarial, torna-se salutar discorrer sobre os conceitos que definem o *turnaround* financeiro, ilustrando suas diferentes perspectivas, de sorte que seja obtida a almejada compreensão sobre a individualização da interface financeira do *turnaround* empresarial.

2.3 TURNAROUND FINANCEIRO

Entende-se como *turnaround* financeiro (ou de viés financeiro), o processo de mudança que conduz diretamente a empresa em situação de declínio organizacional ao caminho das ações de entrincheiramento ou de reorientação por via de investimentos/desinvestimento, no qual se pode destinar maiores esforços em ações contingenciais, assim como reducionistas/expansivas, visando o restabelecimento das finanças da entidade. Dos Santos (1999) explica que perpassado o processo de identificação dos fatores declinantes, deve-se proceder a direção das ações rumo do *turnaround*.

Segundo Hambrick e D'Aveni (1988), na recuperação de empresas em *distress* financeiro, deve-se investir esforços com vistas à neutralização das ameaças, através da injeção de fundos entre outras reengenharias emergentes de ordem financeira.

Sendo assim, torna-se evidente que o *turnaround* financeiro está amparado no rearranjo da composição do capital com o fito de abrandar a falta de liquidez de curto prazo. Dessa forma, conforme Gilson, John e Lang (1990), os passivos são compreendidos no *turnaround* financeiro pela composição de transações realocadas por via da realização de novos compromissos (contratos) motivados por uma ou mais das seguintes finalidades: (1) redução de juros e capital em dívida; (2) extensão da maturidade da dívida; e (3) conversão de passivos em capital próprio.

No Brasil, a atividade de recuperação (*turnaround*) financeira de empresas encontra amparo legal no regulamento dirigido pela Lei n.º 11.101/05, intitulada como “nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas”, que iniciou o debate, nos últimos anos, sobre os

projetos de recuperação do desempenho das companhias, de forma judicial (DE SOUZA, 2013).

Embora exista um grande viés jurídico nos processos de recuperação financeira favorecido pela legislação (quando executado por meio de recuperação judicial), cabe acentuar, que este tipo de recuperação ocasiona a empresa nesta situação, condições especiais legais para renegociação de seus compromissos, em conformidade com a propositura financeira aprovada e acolhida pelo juízo de direito.

De acordo com Perez (2007), o *turnaround* (de característica financeira) se dá diante da necessidade imperiosa de gerenciar o colapso (crise), restaurar a liquidez do negócio e prover a continuidade das atividades operacionais. Essa conjugação de fatores concorre para o restabelecimento da rentabilidade anterior, independente da interface das estratégias empunhadas (financeira, operacional ou organizacional).

Segundo, Koh et al. (2015), o processo de *turnaround* financeiro interage perfeitamente com as estratégias de ordem gerencial, operacional, patrimonial, somando-as àquelas genuinamente financeira. Esta soma de forças confere a chancela do caráter financeiro ao processo de *turnaround*, em virtude de tais classes de estratégias interagirem nas etapas e informações do plano de reestruturação financeira proposto por Dos Santos (1999, p.186 a 188):

- Previsão das quantidades e preços dos produtos a serem vendidos, a partir do estudo do mercado.
- Estabelecimento de metas para índices de produtividade.
- Previsão de preços e do comportamento de fontes de suprimento de insumos.
- Identificação de investimentos a realizar, para atender às vendas projetadas.
- Dimensionamento do capital de giro.
- Quantificação das fontes de recursos.
- Realização de projeções financeiras.

Em reforço, Perez (2007, p.119) contribui exemplificando algumas estratégias de cunho operacional ou organizacional que refletem positivamente no fluxo financeiro:

a atualização tecnológica, a venda de ativos, o fechamento de unidades estratégicas de negócios, de filiais, de lojas ou de centros de distribuição deficitários, a rescisão de contratos, o corte de benefícios adicionais, a terceirização de atividades não essenciais, as políticas de combate a retrabalhos e desperdícios, uma gestão rigorosa de estoques, dentre outras.

O autor respalda que estes tipos de estratégias quando convertidas em resultados financeiros, muitas vezes são considerados expressivos, sobretudo, tratando-se de venda de ativos em desuso que é algo que não causa reflexo na produção da empresa, assim como

afasta os custos de manutenção dos mesmos. Nos casos em que os valores levantados nestas transações são considerados substanciais, essas estratégias podem servir de alavanca ao processo de *turnaround*, refletindo positivamente na liquidez da empresa.

A *Turnaround Management Association* (2011), denomina tal folga como *Early Turnaround* (retorno antecipado), visto que apesar de notar as manifestações de dificuldades financeiras na empresa, perceptíveis normalmente nos aspectos rentabilidade, resultado financeiro, gastos com vendas e administração e endividamento, contar com um respiro financeiro diminui a propensão de decisões abruptas. No entanto, tal condição ainda que atenua a gravidade da situação, não afasta a necessidade de manter a vigilância nas questões de caixa e capital, concomitante com o emprego de outras estratégias de *turnaround* financeiro como:

- “Adequação da dívida à capacidade de pagamento da empresa: atrasos no pagamento de obrigações ou inadimplência junto aos credores financeiros representam fortes obstáculos ao *Early Turnaround*, pois minam a confiança dos mais diversos agentes na empresa e podem trazer inconvenientes para as operações, na medida em que os bancos comecem a, eventualmente, executar suas garantias ou pressionar nessa direção [...].
- Análise criteriosa de projetos e investimentos: da mesma maneira que o item anterior, este não é um exercício que deve ser feito somente quando a empresa apresenta os primeiros sinais de crise aguda. [...] investimentos e projetos de maior risco precisam ser suspensos, abandonados ou nem sequer iniciados;
- Revisão da política de distribuição de lucros: em um ambiente de maiores restrições financeiras, deve ser avaliada a necessidade de alteração na política de distribuição de lucros, abrindo espaço para a constituição de reservas adicionais de lucro visando a preservar uma fonte de financiamento de longo prazo para a empresa.”

Todavia, Pearce e Robbins (1993) recomendam que a implementação estratégica aludida, só deve ser acionada após a adoção das medidas iminentes de redução e otimização dos custos, caso contrário, a redução da planta de ativos envolvidos na produção, por exemplo, pode consolidar o risco de insolvência da entidade.

Para O'Neil (1986b), medidas de contenção como o corte nos custos está presente entre as estratégias essenciais para obter o triunfo do *turnaround*. A visão de Pearce e Robbins (1993), de forma similar, realça novamente o enredo contenção financeira, como ação elementar no processo de *turnaround*. De modo semelhante, Balgobin e Pandit (2001) atribuem às medidas de represamento e assentamento das finanças a missão de garantir a continuidade e retorno da suficiência de caixa. Em acautelamento, autores como Bruton et al.

(2001) e Slatter (1984) advertem que ações exageradas de cortes de custos e diminuição de ativos não são de fácil introdução e devem ser feitos com destreza.

Da Silva Cavaleiro (2017) alerta que aspectos do *turnaround* financeiro seguem uma distribuição de acordo com a finalidade esperada, intitulando-se normalmente sob: reestruturação da dívida ou aumento da liquidez (SUDARSANAM ; LAI 2001; GILSON et al. 1990). Nestes termos, Bowman et al. (1999), reconhecem o *turnaround* financeiro como a estratégia mais contundente no caminho da recuperação da liquidez da organização.

Em conformidade, Perez (2007) pondera que o caráter financeiro da estratégia evidencia o ponto medular da recuperação da empresa em crise que deve ser atacado com maior ênfase, pois além de gerenciar a liquidez e assegurar sua sobrevivência, ele ainda tem papel de capitanear o diagnóstico e o monitoramento do *turnaround* de forma generalizada.

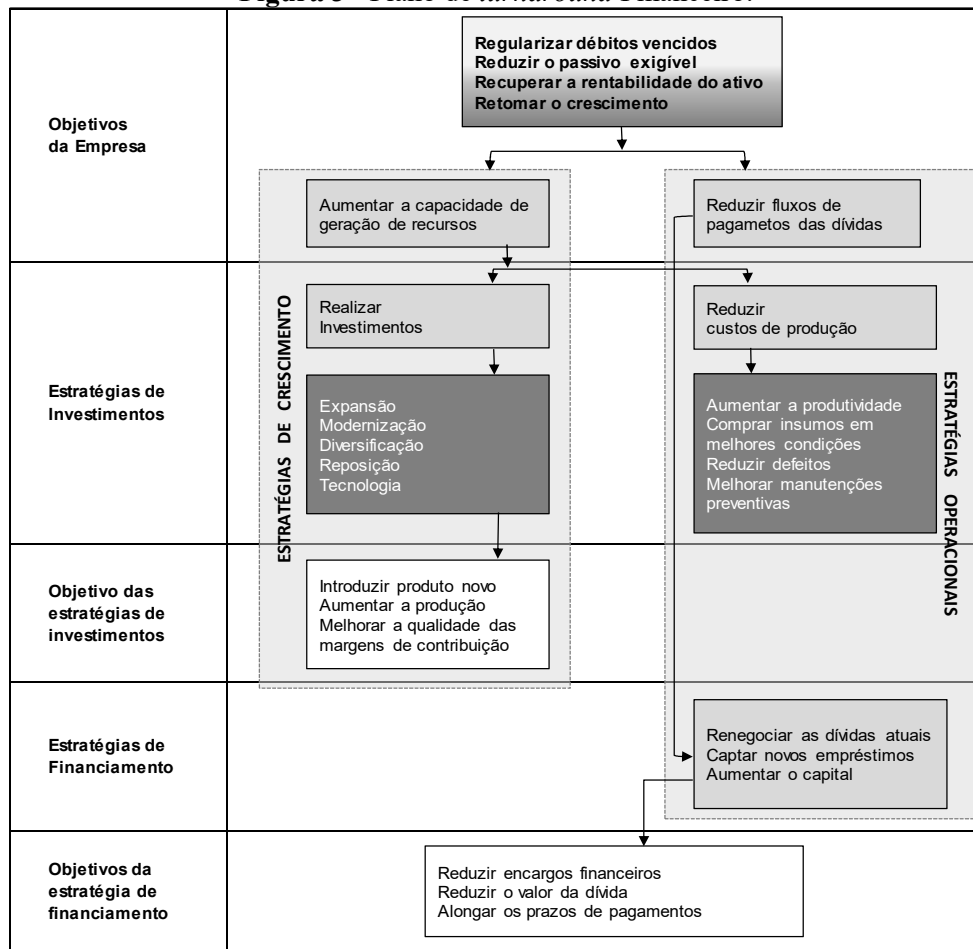
Doutra forma, Robbins e Pearce (1992) indicam que existem medidas de contenção de custos que são aceitáveis para suavizar as situações financeiras menos críticas, ou, em contrapartida, a racionalização dos ativos para atenuar situações mais complicadas. Nesse caso, Castrogiovani e Bruton (2000) mencionam que a racionalização é um fato que deve ser encarado com bastante cuidado, pois estas ações severas poderão custar à sobrevivência da entidade.

Ademais, conforme complementa Schendel et al. (1976), considerando a ênfase da crise no caixa e desconsiderando suas causas, o *turnaround* financeiro desponta como as primeiras providências da análise e formulação, percorrendo a reestruturação com um todo.

Para Slatter e Lovett (1999), o *turnaround* financeiro se desdobra em duas fases estratégicas a saber: planejamento financeiro de curto prazo e reorganização financeira de longo prazo.

Objetivando promover um melhor entendimento sobre *turnaround* financeiro, Dos Santos (1999) orienta a constituição de um plano estratégico com objetivos voltados a regularizar débitos vencidos, reduzir o passivo exigível, recuperar a rentabilidade do ativo e retomar o crescimento, de sorte que tal plano redesenhe a rota das decisões presentes e possa repercutir no longo prazo, obedecendo a um desenrolar de estágios e informações quantitativas, que devem receber implementações no decorrer de sua execução, conforme modelo apresentado na figura 3.

Figura 3 - Plano de *turnaround* Financeiro.



Fonte: Adaptado de Dos Santos (1999).

A ilustração da figura 3 distingue os estágios do *turnaround* financeiro pelas ações relacionadas a contenção, assim como, as operações relacionadas ao crescimento. Este panorama é facilmente explicado, pois numa situação de agravamento financeiro as empresas costumam acelerar ações mais exequíveis, por exemplo: redução de custos, em detrimento daquelas que promovem incremento de receitas, e que sofrem com as intempéries do mercado consumidor (BOULTON, 2010; PFEIL et al. , 2003).

Koh (2015), também, destaca a relevância das estratégias de financiamento, as quais incluem um rol medidas aderente o *turnaround* financeiro: emissão de nova garantia, renegociação, aumento de capital e ainda adiciona o corte ou a omissão de dividendos, tudo isso visando a preservação do patrimônio.

Neste limiar, Sudarsanam e Lai (2001) estendem a definição *turnaround* financeiro, comparando-a com uma reorganização da estrutura de capital corporativa destinada a atenuar a tensão causada pelo pagamento da dívida e juros remuneratórios. Estes autores preconizam

o corte e a omissão de dividendos como figuras presentes nessa nova interpretação, acompanhada de questões relacionadas a captação de recursos junto ao mercado financeiro.

Inquirições realizadas por DeAngelo e DeAngelo (1990) e John, Lang e Netter (1992) corroboram com o raciocínio construído em torno da correlação entre o emprego de medidas de redução de dividendos e as crises financeiras empresariais.

Quanto aos componentes do *turnaround* financeiro alusivos a dívidas, Gilson, Jonh e Lang (1990, p. 325, tradução nossa) descrevem a conversão em novos contratos com uma práxis desse tipo de situação, quase sempre envolvendo os seguintes atributos: “(i) os juros obrigatórios ou os pagamentos de principal da dívida são reduzidos; (ii) o vencimento da dívida é prorrogado; ou (iii) os credores recebem valores mobiliários (ações ordinárias ou títulos conversíveis em ações ordinárias)”.

A gestão de dividendos após a crise de 2007-2008 (*subprime crisis*), revelou que as empresas acometidas por crises usam como medida de atenuação as instabilidades, a redução de dividendos, permanecendo durante o cenário de dificuldades financeiras, com a confirmação de que cerca de 50-70% das empresas realizam um corte desta maneira, enquanto que 20-30% praticam o aumento ou mantêm o patamar de dividendos (DEANGELO; DEANGELO 1990; OFEK 1993).

Bibeault (1982) organizou as estratégias em duas partes executadas na empresa, sendo a primeira parte conectada a finalidade emergente à permanência do negócio e obtenção da suficiência de caixa (contenção), suficiência capitaneada no modelo tradicional de retenção de gastos, *downsizing*, redução de portfólio e expansão de mercado. A segunda parte guarda relação com o momento pós-retomada nas quais as estratégias empregadas possuem um caráter de evolução dos resultados, a partir da introdução de medidas voltadas ao crescimento orgânico (fusões e aquisições), lançamento de produtos, inserção em novos mercados e aumento da participação no mercado.

Schendel, Patton e Riggs (1976) e Hofer (1980) simplificaram as estratégias de *turnaround* associando-as pelos tipos eficiência e reorientação, sendo a primeira justificada por declínios ocorridos no mercado ou setor inserido, na qual se busca aplicar medidas de contenção (cortes de custos e despesas, *downsizing* e redução de ativos) e outras ponderações inclinadas a questões de eficiência, enquanto que a segunda (reorientação) visa ao tratamento das dificuldades aspirando alcançar o alinhamento ao crescimento do setor/mercado do participante, devendo ambas, guardar conexão com a causa do sofrimento (OSÓRIO, 2014).

Quadro 2 – Estratégias Financeiras de *Turnaround*.

Orientadas para a Eficiência (Redução de Custos)	Reorientação Empresarial
• Redução de Custos e Despesas • Downsizing • Redução de Ativos Operacionais • Investimentos Internos	• Estratégias de Desinvestimentos de Ativos • Estratégias de Investimentos de Ativos

Fonte: Adaptado de Osório (2014).

Tal organização é contemporaneamente justificada por Teixeira (2019), com a utilização do termo “orquestração de recursos”, aplicável aos ambientes de declínio e *turnaround*, nos quais o autor salienta a necessidade de ordenação das ações e intervenções operacionais e estratégicas, ressaltando que nas empresas os processos de retomada devem dirigir o foco para a obtenção do espaçamento das margens de recursos disponíveis.

Assim, Da Silva Cavaleiro (2017) preconiza que se deve identificar a pluralidade de estratégias e selecionar aquelas reconhecidas como as mais aderentes à resolução de um processo de *turnaround* financeiro, seguindo a literatura sobre o assunto, destacando-se as estratégias de repercussão financeira imediatas (orientadas a eficiência), entre as mais preferidas dos pesquisadores (segundo o autor), as quais são apresentadas como medidas eficazes de enfrentamento de crises financeiras, entre elas: eficiência de custos, reavaliação de ativos e foco nas principais atividades.

2.3.1 Estratégias Financeiras Orientadas à Eficiência

Tão importante quanto conhecer as estratégias cabíveis em um *turnaround* de uma empresa, o ato da escolha das melhores estratégias deve ser fundamentado no diagnóstico fidedigno da situação de crise, atuando sobre suas causas em busca de abreviar a restauração da solvência da organização.

Dallavalle (2006) explica que o ponto de partida da reestruturação nas empresas normalmente está localizado na redução de gastos e ativos (sobretudo inventários e juros), porém, mais adiante estas organizações atingem um desempenho de ascensão no que tange a liquidez e gestão da dívida, se destacando daquelas entidades que não realizaram a gestão adequada dos custos (HAMBRICK; SCHECTER 1983; ROBBINS PEARCE, 1992). Essa etapa faz parte das estratégias de curto prazo, a qual mira seu foco na “virada de caixa”.

Sendo assim, Schoenberg, Collier e Bowman (2013, p. 244, tradução nossa) admitem que as estratégias direcionadas a eficiência tornam-se mais evidente por afetar a disponibilidade imediata da empresa. Os autores acentuam que essa aparente eficiência é patrocinada por uma sucessão eclética de intervenções comumente identificadas como “apertar os cintos” ou “combate a incêndios”, e carregam a missão de produzir consequências imediatas de curto prazo, aguardando surgimento das medidas de efeito prolongado (BIBEAULT, 1982; HAMBRICK e SCHECTER, 1983; SUDARSANAM e LAI, 2001).

Por isso, essa espécie de medida instantânea localiza-se na abertura do processo de *turnaround* financeiro por sua propensão de implementação, além de gerar gastos insignificantes ou até nulos (HOFER, 1980; ROBBINS; PEARCE, 1992).

Braun e Latham (2012, p. 15, tradução nossa), relacionam o termo “entrincheiramento” aos esforços destinados a redução de gastos ou ativos da empresa, visando impulsionar o crescimento da eficiência operacional, a partir de providências que compreendem “demissões de funcionários, vendas de ativos, eliminações de produtos / serviços, desinvestimentos de segmentos de negócios e *outsourcing* e *offshoring*, entre outros”.

De maneira diferente, Pearce e Robbins (1993) definem que no caso do reposicionamento, a carga se posiciona em ações de retomada do crescimento, voltadas à expansão de mercado, lançamento e aperfeiçoamento de produtos, parcerias e agrupamento entre outras iniciativas que conduza ao curso do crescimento.

Nos casos de *turnaround* financeiro, Braun e Latham (2012) advertem ser primordial que os níveis de entrincheiramento ou reposicionamento do negócio estejam balanceados com os objetivos traçados no plano de recuperação e sejam harmônico como a força da gravidade atua no “peso a peso”.

Neste sentido, Dallavalle (2006) arroga o precedente da existência de haver o diagnóstico da situação real para que qualquer medida de implementação seja arrolada dentro do *turnaround* financeiro, promovendo o fortalecimento e a aderência das implementações propostas.

Sendo assim, a literatura revista traz uma abordagem sobre a implementação de estratégias de *turnaround* de empresas, justificando-as de acordo com o momento financeiro e categorizando-as em implementações de estratégias voltadas à eficiência e ao crescimento.

Em linhas gerais, as recuperações felizes tratam os problemas com estratégias de curto prazo (eficiência) e longo prazo (crescimento). Por exemplo, Slatter e Lovett (1999) discorrem que um plano de recuperação financeira versa sobre a redução dos custos mais não

abandona a expectativa de crescimento do faturamento. Nesse contexto, os mesmos autores elencam um conjunto de medidas presentes em *cases* de sucesso de reestruturação que apresentam estratégias de repercussão financeira direta ou indireta, aplicadas nas empresas desta forma:

- trocas na gestão, em especial na presidência e no diretor financeiro;
- utilização de múltiplas estratégias para geração de caixa;
- melhora nos sistemas de controle financeiro e implantação de uma cultura interna orientada para performance;
- compreensão de que as estratégias de redução de custos, embora importantes, são insuficientes para assegurar o sucesso do *turnaround*;
- alterações significativas de viés financeiro, aplicadas na estrutura organizacional e nos processo internos das empresas.

Outras estratégias financeiras correlacionadas com a fase de eficiência, conforme Da Silva Cavaleiro (2017), correspondem às medidas de liquidação, desinvestimento de ativos não produtivos da empresa, melhora da eficiência operacional, eliminação de produtos sem rentabilidade e redução dos gastos gerais (ROBBINS; PEARCE 1992). Não é de se causar estranheza, considerar que aumento da eficiência operacional possa desaguar no aumento dos ganhos com vendas durante a fase de *turnaround* financeiro. Tanto é que tais medidas são mencionadas em estudos que apresentam caso de empresas correlacionados ao feito mencionado (SCHENDEL; PATTON; RIGGS, 1976), em comparação com os caso de insucesso.

No *turnaround* financeiro, por vezes, o combate aos declínios financeiros também passa por táticas de desinvestimentos de ativos e participações, gerando folga de recursos que possam atenuar o nível de inadimplência reduzindo os custos financeiros e suavizando os problemas de tesouraria (SLATTER; LOVETT, 2009).

Assim, mesmo reconhecendo a prioridade da fase orientada a eficiência, um bom plano de implementações estratégicas voltadas ao *turnaround* financeiro ainda abrange medidas de longo prazo, como também pode se estruturar pelo artifício da reorientação empresarial, que podem passar por um processo mais complexo de expansão e redução tais como: aquisição, incorporação, fusão e cisão, estratégias percebidas quando há movimentos relevantes ocorridos na dimensão da organização, sendo artifício que tende a ser mais usados por entidades que buscam o alinhamento com os indicadores setoriais positivos.

2.3.2 Estratégias Financeiras de Reorientação Empresarial

Como consignado no tópico supracitado, o artifício das estratégias de reorientação no plano de *turnaround* financeiro de empresas, ocorre pela instrumentalização das intervenções financeiras com repercussão de longo prazo, comumente localizadas no planejamento estratégico ou nos planos de expansão, ajustadas para novas realidades e contemplando as alterações julgadas fundamentais à neutralização da crise financeira.

Neste raciocínio, Dallavalle (2006) discorre que estratégias dirigidas ao aumento de volume e otimização de custos, ocasionam um crescimento que refletem significativamente na melhoria da capacidade e produtividade da empresa, como é o caso de expansão e modernização da planta, equipamento e máquinas. No caminho do crescimento, investimentos consideráveis como a instalação de uma nova planta fabril criando uma nova produção foi registrada pelo autor positivamente no que tange a saúde financeira e revitalização do negócio.

O mesmo autor também cita como o mais comum esforço reparador empreendido nesta fase: a correção dos volumes e receitas, sugerindo que estes dois objetivos estejam relacionados a partir da implantação de novas estratégias financeiras, direcionadas em momento posterior a estabilização das finanças.

Magalhães (2003) também adiciona a este elenco de estratégias de *turnaround* financeiro, as operações de fusões e aquisições como mais um benefício ligado a diminuição da carga tributária. Financeiramente, *turnaround* com caráter societário potencializam fortemente as questões técnica e de integração das empresas, entretanto, acabam repercutindo na redução dos custos administrativos e otimizando os investimentos empreendidos nas vendas, ocasionando uma redução em cadeia. Não obstante, este tipo de estratégia (fusões e aquisições) suscita na redução dos custos de transações, com a verticalização das empresas, como também aqueles relacionados a investimentos.

Em meio ao reconhecimento das medidas de eficiência e reorientação, mister se faz atentar para a notável função dos indicadores econômico-financeiros no julgamento do sucesso dos casos de *turnaround*. Trahms, Ndofor e Sirmon (2013) realçam essa forte influência dos indicadores destacando o índice de retorno sobre o ativo (ROA) como mecanismo de tendência regularmente utilizado, além de outros padrões contábeis instrumentalizados nos estudos de *turnaround*.

2.3.3 Análise via Indicadores Econômicos e Financeiros

Na análise das estratégias financeiras adotadas pela empresa em *turnaround*, há o emprego de indicadores vocacionados a construir uma visão complementar do negócio através do uso de modelos matemáticos combinados com informações contábeis financeiras, como também, mensurar os resultados econômicos e patrimoniais de maneira padronizada, com transparência e confiabilidade.

A princípio, Kuhn e Lampert (2012) reconhecem a análise financeira como uma técnica de conciliação das informações contábeis e de desempenho da empresa, que visa avaliar a situação da empresa através da leitura de seus contextos operacionais, econômicos, patrimoniais e financeiros, objetivando o exame histórico de decisões realizadas, além de dá assistência a projeções futuras.

Contudo, Muller e Antonik (2008) explicam os obstáculos de discernir no âmbito empresarial sobre assuntos relacionados a predisposição financeira e a conjuntura de financiamento, argumentando sobre as dificuldades de pouca divulgação das informações contábeis e a incerteza da confiabilidade e fidedignidade dos dados, e ainda destaca como exceção as empresas listadas em bolsa de valores, as quais, obedecem a questões normativas de governança, que entre outras proteções legais, fomenta o *disclosure* de suas demonstrações financeiras, uma exigência inexistente no ambiente das empresas não listadas.

Outra ressalva é atribuída ao tema e apresentada pelos mesmos autores, diz respeito ao expurgo dos efeitos da inflação nos resultados contábeis financeiros emitidos considerando o aspecto temporal que os tornam não confrontáveis diante da defasagem ocorrida entre períodos passados e presentes.

Ao longo dos anos, se argumentou o pressuposto de que a maximização da riqueza do acionista seria a finalidade de uma empresa, embora por algumas razões haja uma mudança de foco priorizando as motivações administrativas (ROSS, 2015). Com o passar do tempo este pensamento perdeu força abrindo espaço para a visão de maximização do valor da empresa tratando o lucro do acionista como um coadjuvante neste processo.

Neste sentido, Fernandes et al. (2012, p.26), apresenta motivações para o abandono da reflexão tradicional de maximização do lucro do acionista:

- É ignorado o período em que os fluxos acontecem, não se respeitando um princípio básico das finanças que é o da alteração do valor do dinheiro no tempo, tal que «uma unidade monetária (u.m.) vale mais hoje do que amanhã;
- Não são considerados os fluxos de caixa disponíveis para remunerar os acionistas, os principais responsáveis pela existência da própria empresa;

- Não é considerada a variável risco, decorrente da incerteza relativamente aos acontecimentos futuros.

Em resumo, seguindo o que preconiza a teoria das finanças, no que convém a maximização do valor da empresa como fundamento principal, observam-se dois pontos cruciais: o primeiro em uma perspectiva admite-se a relação rentabilidade e riscos, e em outra perspectiva, a capacidade de caixas à longo prazo.

Acrescenta-se ao exposto, de acordo com Assaf Neto e Lima (2014), a necessidade de entendimento substancial, por parte do analista, acerca da situação econômica e financeira de uma empresa, sendo assim, é primordial que este profissional seja um especialista em negócios, e, sobretudo, profundo conhecedor dos índices econômico-financeiros derivados das demonstrações financeiras e normas contábeis.

Por vezes, a análise de demonstrações contábeis é conhecida simplesmente como análise de balanços, como também, é rotulada como a técnica de análise através de índices. Entretanto, esclarece, Júnior e Begalli (2002, p. 235), que “Índice é a relação entre contas ou grupo de contas das demonstrações financeiras, que visa evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira de uma empresa“. Assim, de acordo com os autores, a análise das informações econômico-financeira, desenhada por meio de índices, vai ao encontro de um dos pressupostos imputados à contabilidade: elaboração de informações úteis aos usuários. Todavia para que esse objetivo seja atingido, pede-se extrema habilidade na seleção dos indicadores apropriados a finalidade da análise.

Neste sentido, Marion (2002) orienta que para uma boa investigação da situação econômico-financeira de uma empresa, deve-se proceder a análise baseada em três níveis: liquidez e endividamento (situação financeira) e rentabilidade (situação econômica). E assim, é possível observar aspectos importantes relacionados a saúde financeira da organização, possibilitando inclusive predizer, entre outras circunstância, o diagnóstico de situações futuras de instabilidade que possam comprometer a continuidade da entidade.

Da mesma forma, Assaf Neto e Lima (2014) apresenta um repertório de indicadores considerados como básicos usados para análise, classificados em quatro grupos: liquidez e atividade, endividamento e estrutura, rentabilidade e análise de ações. Sendo assim, o mesmo autor dispõe que a análise das demonstrações financeiras por meio de coeficientes ou indicadores vem sendo utilizada por credores, investidores, agências de fomento e oponentes, desvelando histórico de informações, bem como, a situação atualizada e previsões, sobre a saúde financeira, performance dos negócios e suas inclinações futuras.

Nesse contexto, o agrupamento de índices na construção de modelos de Análise Financeira, considerados como dinâmicos na forma de abordagem das organizações e sua liquidez, vem figurar como atributo constante a necessidade de reestruturação das demonstrações contábeis, pois permite o reenquadramento de contas do ativo circulante, desenhando uma nova peculiaridade (MARQUES; CARNEIRO JUNIOR; KUHL, 2008).

Como exemplo, Lagioia (2009, p. 181-190), elaborou um modelo para análise de investimentos com orientação na obra de Matarazzo (1998), que se constitui sobre a forma de quatro grupos de indicadores, ligados intrinsecamente: ao mercado, à liquidez, ao endividamento e à rentabilidade, posteriormente considerados de uso significativo para avaliações de empresas inseridas no mercado de capitais.

Para uma melhor compreensão do modelo de indicadores, a autora apresenta o seguinte detalhamento:

- Mercado: distribuição de dividendos (pay out), retorno de caixa (yield), preço lucro e preço valor patrimonial.
- Liquidez: liquidez geral, liquidez corrente e liquidez seca.
- Endividamento: participação de capitais de terceiros e imobilização do patrimônio líquido.
- Rentabilidade: retorno sobre os investimentos, retorno sobre o patrimônio líquido e margem de lucro.

Nesse caso, indicadores de mercado, são bastante conhecidos e servem para abstração (com grande disseminação) da avaliação dos papéis das companhias abertas. A mesma autora explana que tais grupos de índices examinam perspectivas patrimoniais, econômicas e financeiras das empresas.

Conforme Oliveira (2008), indicadores ligados a liquidez, por exemplo, revelam características de solvência relacionadas a credores (terceiros) da exigibilidade iminente de uma empresa, observadas a curto e longo prazo, em confronto com a capacidade de execução de seus ativos e em contraste com os compromissos exigíveis de uma entidade.

No que concerne aos índices de endividamento, Santos e Barros (2005) explicam que eles são capazes de abordar uma visão da vitalidade financeira da empresa, procurando demonstrar o grau de dependência direta da instituição em relação a seus fornecedores ocasionados pelo comprometimento de seus créditos.

Embora, a análise das demonstrações contábeis seja sempre uma ferramenta oportuna, para Miranda (2008), uma análise coerente deve ser empregada na medida certa, sem exageros de complexidade e quantidade de indicadores. Corroborando com esta afirmação elementar, Martins (IOB 26/2005, p. 2), dispõem sobre a essencialidade do processo admitindo que:

É comum [...] vermos alguns textos que se preocupam muito mais com uma quantidade infindável de ‘índices’ do que com a análise crítica da capacidade de dizer de cada um deles. Normalmente uma pequena quantidade desses indicadores é suficiente para a extração das conclusões mais relevantes. Na verdade, pode-se afirmar que, quanto mais indicadores se utilizar, a partir de mais ou menos uma meia dúzia deles, maior poderá ser o risco de perder o conjunto de vista e de se fixar em detalhes sem tanta importância.

Tal concisão também é aludida por Silva (2013), adicionando que a determinação do volume de indicadores escolhidos para a realização da análise de uma empresa, é outra questão relevante, visto que a demasia de índices pode acanhar o avaliador, sobretudo em casos de pouca experiência. Da mesma forma, o autor afirma que o reducionismo desmedido de índices pode afetar a qualidade das conclusões sobre o bem-estar financeiro da empresa avaliada, por exemplo. Deste modo, o analista deve procurar encontrar o equilíbrio ideal no tocante à escolha dos indicadores que proporcionem a descoberta de direcionadores econômico e financeiros que demonstrem objetivamente as tendências de resultados da empresa.

Por isso, o uso de grupos de indicadores ou de modelos matemáticos preditivos vem tomando um lugar de destaque na revelação de cenários de dificuldades, bem como, confirmação de experiências bem sucedidas de *turnaround*, dado seu o potencial interpretativo e seu poder de contribuição às decisões estratégicas, sendo o ROA (*Return On Assets*) o indicador de medida geralmente operado para definição de contextos de declínios e *turnaround*, conforme quadro 3.

Quadro 3 - Relação de casos de *turnaround* avaliados pelo ROA.

Autor	Medida de Declínio	Medida de Turnaround
Winn (1997)	3-5 anos de severamento (16,67%) declínio do ROA	Voltando ao ROA anterior Níveis
Love & Nohria (2005)	Nenhum	Retorno sobre valor de mercado de ativos e retorno sobre ativos com valor contábil
Wiseman & Bromiley (1991)	Pelo menos 4 anos de declínio vendas (inflação ajustada) fora de qualquer período de 7 anos e declínio geral na empresa emprego	ROA, ROE , ROS
Wan e Yiu (2009)	Declínio do setor	ROE e ROA
Ndofor, Vanevenhoven, & Barker (2013)	2 anos consecutivos de declínio após 1 ano com o ROA abaixo de 5%, com uma rede negativa de renda em declínio Ano 2	2 anos de aumento do ROA depois dos 2 anos em declínio de ROA e manutenção ROA positivo em pelo menos o sexto ano após a base ano antes do declínio

Fonte: Adaptado de Trahms, Ndofor e Sirmon (2013).

Em relação à rentabilidade, Morante (2009) afirma que esta percepção aduz a extensão das possibilidades da lucratividade, revelando para os proprietários as expectativas de remuneração sobre o capital investido e subscrito, podendo esta rentabilidade ser mostrada por diversas janelas que vão além do ROA.

Além disso, a instrumentalização de categorias de indicadores financeiros tornou-se praticamente uma convenção nos estudos sobre o tema *turnaround* como se pode observar no quadro 4.

Quadro 4 - Categorias de indicadores operacionalizados em estudos de *turnaround*.

Foco	Categoria	Influências no <i>Turnaround</i>	Fonte Empírica
Categorização	Gravidade do Declínio	A gravidade do declínio tende a influenciar o tempo de recuperação e acentuar a possibilidade de falência.	Altman (2000); Robbins et al. (1992); Sudarsanam et al. (2001).
Estratégias Orientadas a Eficiência	Estrutura de Capitais	O rearranjo da estrutura de capital pode interferir positivamente na restauração financeira da entidade.	Sudarsanam et al. (2001) e Brito e Assaf Neto (2008).
	Saúde Financeira de Curto Prazo	Folga significativa nesse aspecto pode demonstrar melhorias na margem operacional ou amoldamento das despesas financeiras, contribuindo para a viabilidade da reestruturação.	Zeni et. al (2010)), Stüpp (2015), Soares e Rebouças (2014).
	Rentabilidade e Eficiência	Performances positivas caminham coerentemente com a expectativa de <i>turnaround</i> , enquanto que declínios relevantes denunciam os riscos inerentes a solvabilidade.	Robbins et. al (1992); Chowdhury et. al (1996), Brito e Assaf Neto (2008), Martins (2003).
Estratégias de Reorientação Empresarial	Dimensão do negócio	A grandeza dos recursos da entidade pode potencializar ou restringir alternativas de reação de retomada	Smith et. al (2005); Paint (1991).
	Investimentos / Desinvestimentos	Abrangem a capacidade garantidora de financiamentos e acomodação da demanda dando condições para retomada.	Smith et. al (2005); Robbins et al. (2005).
	Capacidade de Gestão	Espelha a capacidade da gestão em captar novos ingressos de recursos e ajustar as condições financeiras, visando a recuperação dos ganhos.	Zeni et. al (2010).

Fonte: Adaptado de Osório (2014) e Tangpong, Abebe e Li (2015).

Sendo assim, Perez (2007) recomenda que primeiro se proceda à investigação dos indicadores que apontem os indícios dos problemas financeiros da empresa, para posteriormente ministrar às estratégias de correções, possibilitando uma análise oportuna e a mensuração real da complicação financeira, de sorte a construção de um plano de recuperação mais assertivo. Todavia, dependendo do nível de agravamento da crise, por vezes, é desejável que a análise e o plano ocorram em concomitância com a inserção das medidas financeiras

corretiva visando o enfraquecimento de seus efeitos, enquanto se procede ao diagnóstico conclusivo.

Desse modo, considerando a hipótese de que em ambientes econômicos acometidos por processos de recessão, as estratégias de contenção e crescimento, sejam constantemente planejadas, acompanhadas e avaliadas, por meio da instrumentalização de indicadores financeiros individuais e categorizados.

2.3 ESTUDOS ANTERIORES

Ao longo da literatura, diversas pesquisas registram casos de *turnarounds* de sucesso ou insucesso, evidenciando o esforço de acadêmicos, gestores e consultores em busca de respostas, bem como, a mineração de informações preciosas ocorridas no âmbito dos processos marcados por recuperação de empresas.

Como exemplo tem-se a investigação realizada por Zimmerman (1989), intitulada por *Managing a Successful Turnaround* (Gerenciando uma reviravolta bem sucedida), que introduziu registros de casos de *turnarounds* realizadas no período de 1902 a 1987 (15 casos), relacionados a empresas participantes dos setores de equipamentos agrícolas e automotivos. Os principais achados da pesquisa sobre *turnaround* (bem sucedidas) foram categorizados em: natureza e severidade das dificuldades econômicas, baixo custo e diferenciação dos produtos, e liderança e a organização da parada.

Em seguida, Pearce e Robbins (1993) elaboraram uma extensa investigação sobre *turnaround* empresarial, diante do pouco interesse dos executivos norte-americanos na resolução de problemas relacionados a declínios financeiros (diminuição de lucros e de margens de lucro), em detrimento do sedutor modismo do crescimento (HEANY, 1985), além de haver naquele momento um volume pequeno de pesquisas acadêmicas direcionadas para tais problemas de declínio empresarial no meio acadêmico em comparação com estudos publicados sobre planejamento estratégico de empresas saudáveis financeiramente (BIBEAULT, 1982).

Além disso, a literatura documentada no mesmo trabalho de Pearce e Robbins (1993), adiciona complementarmente a visão de Altman (1983) e Nystrom e Starbuck (1984) quanto a ineficácia das recuperações tradicionais, fazendo um paralelo com experiências reveladas em estudos de casos realizados na Inglaterra e Estados Unidos.

Os mesmos autores ainda destacaram a ínfima importância dispensada ao assunto por parte dos executivos americanos como um precursor dos casos de insucesso. A ampliação dos

negócios, na época, figurava como uma obsessão dos dirigentes norte-americanos, obscurecendo os indícios sugeridos pela queda nos lucros ou diminuição de suas margens (HEANY, 1985).

Como resultado, o trabalho apresentado por Pearce e Robbins (1992) despontou como proposta de um modelo conceitual de *turnaround* fomentado por experimentos, alicerçado em conjecturas sustentadas pelos achados oriundos de trabalhos passados e pressuposições presentes na bibliografia profissional. Uma das principais contribuições dessa pesquisa foi o reconhecimento dos aspectos financeiros contido na reestruturação de empresas, a partir das medidas voltadas a contenção imediata da sangria de caixa.

O levantamento bibliográfico discutiu também as variações semânticas usadas para intitular o processo de declínio e retomada, asseverando à grafia *Turnaround*, na ampla preferência em si tratando de estratégias orientadas por momentos de desaceleração ou decaída, onde tal preferência consolidou-se posteriormente na literatura usada para referenciar o processo de virada do desempenho econômico declinante.

Em continuidade, Fletcher (1993), empenhou-se em testar um modelo de previsão capaz de identificar casos de negócios que experimentaram um *turnaround* próspero, por meio da aplicação de indicadores externos firmados nos rankings de lucros e dividendos da *Standard and Poor's* para ações ordinárias. A pesquisa realizada em 239 corporações apontou que 20% (48/239) das entidades da amostra alcançaram a recuperação, tendo como fatores significantes: o estoque de ativos livres, tamanho da empresa (nível de vendas) e a interferência dos proprietários.

Em seguida, Pandit (2000), levanta suas recomendações no cerne, *turnaround* corporativo, observando o conteúdo publicado até aquele momento, pendente de uma definição robusta e ao ponto de servir como orientação as empresas postas nessa infortunada situação. Em seu trabalho realizado foram avaliados 47 artigos publicados nas décadas de 1970, 1980 e 1990, onde o autor extraiu a afirmação que diversos contratemplos deram-se ao longo do desenvolvimento das pesquisas direcionadas a temática, por meio de explanações rudimentares ou estudos qualitativos de resultados limitados por questões metodológicas.

A pluralidade de parâmetros usados para determinar o momento de declínio da entidade estudada incitou o levantamento bibliográfico, citado por Pandit (2000, p. 43 a 45) tais como: “indicadores de desempenho, lucratividade e de mercado”, todos de natureza contábil, além do confronto com a opinião de gestores e participantes da administração sobre a situação de reestruturação (THIÉTART, 1988; BARKER; MONE, 1994; ROBBINS;

PEARCE, 1992; GRINYER: MAYES; MCKIERNAN, 1990), tende a confirmar a confusão metodológica arguida pelo pesquisador.

Do mesmo modo, os autores admitiram que, definir precisamente, se uma empresa alcançou sua recuperação demanda profundo entendimento dos critérios que demonstrem, adequadamente, a realidade do negócio. Nesse sentido, o uso de indicadores financeiros em colação a outras medidas de desempenho geralmente aceitas como: PIB (SCHENDEL; PATTON; RIGGS, 1976) e indicadores de desempenho setoriais (O'NEILL, 1986b), ou até mesmo, a paridade com taxas de retorno de capital investido (HAMBRICK; SCHECTER, 1983), inclinam-se a comprovar os préstimos da estabilização da organização durante um processo de reestruturação.

Oportunamente, o ambiente econômico de desaceleração também serviu de *background* para a inquirição de *turnaround* realizada por Yandava (2012), onde foram estudadas sete empresas de posicionamento relevante de acordo com a literatura (Kraft Foods Inc., Chiquita Brands International, Inc., The Talbots Inc., Apple Inc., Tyco Intl . Ltd., Blockbuster LLC e Starbucks Corporation) utilizadas para inferir a experiência de reinvenção de estratégias focadas em objetivos imediatos, mesmo quando inseridas em mercados aquecidos em longo prazo. Assim, os achados indicaram que ações básicas que demonstram a assimilação do ambiente inserido e a manutenção da eficiência primária promovem melhoria no crescimento contínuo dos ganhos.

Reforçando a trilha da procura de orientações consistente sobre a matéria *turnaround*, Trahms, Ndofor e Sirmon (2013) evoluíram um novo exame onde foi possível catalogar 20 anos em pesquisas ligadas ao estudo dos declínios e retomadas, cerzindo os fragmentos da colaboração de 40 artigos no que tange à medidas de declínio e medidas de *turnaround*, objetivando a partir do resultado, edificar um modelo que incluía a participação dos gestores como componente essencial para o sucesso da retomada e a concepção ligada a redução da influência das ações de contenção, premissa assumida na pesquisa de Pearce e Robbin (redução de custos e ativos).

No entanto, a nova propositura de modelo não desprezou o arquétipo de reestruturação responsável por encabeçar estratégias de entrincheiramento voltadas a redução de custos e ativos (modelo de Pearce e Robbins, 1993), reconhecendo assim, a capacidade de assentamento desse tipo de estratégia vocacionada ao resgate da suficiência (financeira) de caixa, fato que conduz a organização a usar a consagrada fórmula de Goodman (1982), ou seja, enfatizar em represar o declínio.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Neste ponto foi disposto o plano metodológico direcionado ao atendimento dos objetivos apresentados no estudo. Os procedimentos desenvolvidos neste capítulo abrangeram: o reconhecimento da metodologia acolhida na pesquisa, o enquadramento do tipo de pesquisa, escopo e universo investigado, as variáveis operacionalizadas, bem como, as formas, ferramentas e tratamentos dos dados coletados.

3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA

A presente pesquisa foi classificada como exploratória-descritiva, considerando que o seu principal objetivo foi: identificar, por meio de indicadores, quais foram as estratégias financeiras que melhor concorreram para a recuperação da rentabilidade das empresas casos de *turnaround*, listadas na B3, avaliadas no período de 2014 a 2018.

Admitiu-se o caráter exploratório a pesquisa diante da possibilidade da mesma oferecer uma melhor familiarização e aprofundamento do tema pesquisado (GIL, 2006), uma vez que a pesquisa nesta etapa inicial busca prover mais esclarecimentos sobre a temática a ser investigada, proporcionando a possibilidade de sua fixação e sua delimitação, tendo em sua maior parte, o formato de pesquisas bibliográficas e estudos de caso.

Desse modo, a abordagem de *turnaround* Financeiro de empresas demandará, de forma exploratória, uma procura acentuada na literatura sobre o tema, fato que tende a fortalecer a argumentação do pesquisador, dada a fragmentação do assunto observada ao longo da bibliografia.

Corroborando com a definição descritiva deste trabalho, foram realizadas observações, registros, avaliações e se construiu relações entre suas variáveis, com o devido cuidado de preservar a integridade dos dados, concernente com Gil (2006), quando afirma que as pesquisas descritivas se destinam ao detalhamento das características de população ou fenômenos, em outra hipótese a descrição das relações entre variáveis, sem que haja interferência dos fatos examinados.

Köche (2011) complementa ainda que em pesquisas descritivas se especificam o conjunto de técnicas, procedimento e recursos utilizados na coleta de dados, bem como suas considerações e hipóteses, esclarecendo ao apreciador os percursos traçados ao longo do trabalho.

No que tange aos procedimentos empregues, creditou-se a tal pesquisa o caráter bibliográfico e documental, abordada de forma quantitativa, motivada pelo desejo de interpretação das informações por meio dos números, submetendo-os em sequência à análise (PRODANOV; FREITAS, 2013).

3.2 ESCOPO/UNIVERSO/AMOSTRA

O escopo desta pesquisa foi a análise das informações financeiras anuais das companhias com ações listadas na B3, dentro do intervalo 2014 a 2018, limitando-se àquelas com presença de informações ininterruptas em todos os exercícios analisados, constituindo-se assim, o perímetro do trabalho, sua delimitação (CRESWELL, 2012). A delimitação do escopo oferece a vantagem de prevenir o pesquisador de sucumbir em abismos não infinitos que podem comprometer o desenvolvimento do estudo. Assim, o uso do escopo pode estar relacionado a diversos atores tais como: locais típicos, fenômeno central, projetos de pesquisa específicos e até mesmo as variáveis (CRESWELL, 2012).

No estudo científico, também se torna necessário determinar os elementos que serão abrangidos no universo escolhido para que seja possível compreendê-los em sua totalidade (Gil, 2006). Sendo assim, assumindo-se que a finalidade da pesquisa foi o estudo das estratégias financeiras que concorreram para a recuperação de rentabilidade (*turnaround*) das empresas listadas na B3, visando compreender o processo de neutralização dos efeitos danosos da crise econômica atual, o universo desta pesquisa englobou as companhias com ações listadas na B3 (excetuando-se as financeiras e de utilidade pública).

Em relação a formação da amostra, utilizando-se das condições descritas acima, determinou-se no tópico 3.4.2 as empresas declinantes, ressaltando a B3 como um ambiente que apresenta importantes atributos relacionados a confiabilidade e transparência no que se refere as demonstrações analisadas, o que simplificou a realização da coleta, observada a importância da fonte de dados (RIBEIRO; DO CARMO, 2015).

De acordo com Gil (2006), quando um subgrupo é derivado do universo analisado caracteriza-se amostra não probabilística intencional, a qual detém o propósito de representação do universo por meio de suas informações.

Neste cerne, este tipo de amostra (não probabilística) tem como foco a comprovação da qualidade e significância de seus dados sobre o universo investigado, sem preocupações com a quantificação final do subgrupo, que neste estudo foi estabelecida considerando a relação de empresas nas condições descritas anteriormente, acometidas por declínios no ROA

e sinalizadas como estando em situação de provável falência ($Z'Score < 1,23$) no biênio 2015/2016.

É importante reiterar a exclusão deliberada dos setores “financeiros e Utilidade Pública”, pautada em aspectos como a diferenciação de regulamento (próprio do setor) e as particularidades contábeis e patrimoniais, fato que as tornam *sui generis* ou incompatíveis com o restante dos setores da análise (PINTO, 2019; BRUNI, 1998), além daquelas que apresentaram dados ausentes ou incompletos dentro do intervalo pesquisado.

Dessa maneira, assentadas as características essenciais à composição da amostra da pesquisa para seleção das organizações interpretadas como aquelas classificadas em declínio, diferenciando-as como em situação *Turnaround* e não *Turnaround*, conforme determinado no escopo, restou proceder a escolha das variáveis pressupostas como explicadoras do objetivo deste trabalho.

3.3 VARIÁVEIS DA PESQUISA

As variáveis definidas a frente estão orientadas nas metodologias desenvolvidas nas pesquisas de Osório (2014) e Tangpong, Abebe e Li (2015), as quais serviram de fonte de apoio ao progresso das análises deste estudo, por compreender variáveis quantitativas de grande potencial de explicação para fenômenos observáveis nos casos de *turnaround*. Entretanto, como distinção, a pesquisa em questão empregou uma ampliação de lentes ao avaliar o sucesso das estratégias financeiras nos casos interpretados como *turnaround*, sob a perspectiva do ambiente econômico de recessão (brasileiro), onde se dispensou a abordagem qualitativa por uma questão de operacionalização.

É por meio da escolha das variáveis da pesquisa que se pode inferir sobre os aspectos, propriedades, características individuais ou fatores, que podem mensurar em uma pesquisa, as relações formuladas no estudo de acordo com os diversos valores por elas assumidos (KÖCHE, 2011).

Deste modo, a abstração de fenômenos por meio de pesquisas científicas, proporcionou o discernimento e entendimento da realidade demonstrada a partir das variáveis das estratégias determinantes de *turnaround* financeiro, onde se considerou também os efeitos da crise econômica nacional no período estudado, sendo seus aspectos ou propriedades expostos ao exame (APPOLINÁRIO, 2002). Assim sendo, pode-se entender variável como qualquer evento, situação ou comportamento que carrega no mínimo dois valores (COZBY, 2003).

Foi utilizada uma variável independente (de grupamento) qualitativa e dicotômica (dummy) denominada por RETOMADA, operacionalizada para classificar situação das empresas em *turnaround* financeiro, onde se admitiu o valor 1 em caso de sucesso (SIM) e 0 caso contrário (NÃO). Hair et al. (2009), descreve que variáveis não métricas (qualitativas) apresentam como característica a mensuração de um valor particular, um contraposto as variáveis métricas. Fachin (2005), ainda adiciona que variáveis do tipo dicotômicas por distinção e separação, diferenciam-se pela capacidade de confirmação ou recusa. Deste modo, a pesquisa projetou demonstrar a relação das variáveis elucidativas (quantitativas) em confronto com a variável acima descrita, considerando o método de qualificação adotado no estudo.

Também com base na fundamentação teórica sobre *turnaround*, em especial, seguindo os estudos modelos que foram adotados para verificação de fatores de contenção e acomodação, as variáveis operacionalizadas foram categorizadas em: gravidade do declínio, estrutura de capitais, saúde financeira de curto prazo, rentabilidade e eficiência e capacidade de gestão.

Usando esta lógica, instrumentalizando as variáveis quantitativas, foi possível analisar o estado econômico financeiro das empresas neste ambiente de estagnação da economia, e, em seguida, verificar o desempenho das medidas orientadas a eficiência (redução de custos, desinvestimentos entre outras) e as de orientação empresarial (incorporação, fusão e cisão), bem como se verificou a existência de correlação dos resultados alcançados com o desfecho da situação de *turnaround*. Segundo Fachin (2005), as variáveis são definidas como quantitativas pela observação dos dados ou de frações numéricas, embora esta determinação não deva ocorrer de forma casual, haja vista que a alternância de uma propriedade não seja quantificada cientificamente.

Atribuiu-se as mesmas, a escala racional (ou de razão) como nível de mensuração, diante das relações ocorridas entre os indicadores escolhidos, que conforme APPOLINÁRIO (2006, p. 110), não apenas a imputação de um valor a qualquer variável, sempre resultará na mensuração de sua propriedade. Ainda segundo Fachin (2005), são consideradas variáveis contínuas, pois assumem essa característica em virtude da possibilidade de atribuir qualquer grandeza numérica ou medidas diversas.

Quanto a análise do estado de solvência ou insolvência das organizações nos anos de 2015 e 2016, no período denominado por declínio, adotou-se o review do modelo de previsão de falência de Altman (2000), batizado de Z' Score e resultado da seguinte equação:

$$Z' \text{ Score} = (0,717 * X1) + (0,847 * X2) + (3,107 * X3) + (0,42 * X4) + (0,998 * X5) \quad (E1)$$

Onde:

$X1 = (\text{ativo circulante} - \text{passivo circulante}) / \text{ativo total}$

$X2 = (\text{reservas} + \text{lucros acumulados}) / \text{ativo total}$

$X3 = \text{lucros antes dos juros e impostos} / \text{ativo total}$

$X4 = \text{patrimônio líquido} / \text{exigível total}$

$X5 = \text{vendas líquidas} / \text{ativo total}$.

A revisão sugere um intervalo de escores com as condições subjacentes:

- Z'Score 1,23 < Zona I (cenário de estado iminente de falência);
- Z'Score 2,90 > Zona II (cenário de estado pleno de solvência);
- Z'Score $\geq 1,23$ e $\leq 2,90$ (zona de insegurança ou alerta)

Resumidamente, o Z'Score Altman (2000) considera que os negócios estão inseridos na zona de possível angústia quando pontuam o Z'Score menor que 2,90, e doutra sorte, asseveram às empresas com contagens de Z-Score abaixo de 1,23, maior probabilidade de insolvência, fato que obscurece a probabilidade de recuperação.

Sendo assim, juntamente com a variável de agrupamento (independente), operacionalizaram-se as variáveis dependentes por meio dos indicadores econômicos e financeiros listados no quadro 5 e o modelo revisado do Z'Score de Altman (2000), interpretados como elementos compatíveis com casos diretrizes (OSÓRIO, 2014; TANGPONG; ABEBE; LI. 2015).

Quadro 5 - Relação das Variáveis do Estudo.

Quadro 3 – Relação das Variáveis do Estudo.

Categoria	Variável	Configuração		Fonte Empírica
VARIÁVEL INDEPENDENTE				
Classificação dos Casos.	RETOMADA	Qualitativa e dicotômica (dummy)		Altman (2000); Robbins et al. (1992); Sudarsanam et al. (2001).
Categoria	Variável	Fórmula	Relação Aguardada	Fonte Empírica
VARIÁVEIS DEPENDENTES				
Gravidade do Declínio	ZSCORE	Z-Score de Altman (2000).	Positiva	Altman (2000); Robbins et al. (1992); Sudarsanam et al. (2001).
Estrutura de Capitais	GCACT	Grau de Cobertura do Ativo por Capital de Terceiros $= \frac{PC+PN}{Ativo\ Total} \times 100$	Negativa	Sudarsanam et al. (2001); Gitman (2010); Assaf Neto e Lima (2014).
	e EVOCP	Evolução do Capital Próprio $= \frac{(PL-Reservas\ (ano\ n))- (PL-Reservas\ (ano\ n-1))}{(PL-Reservas\ (ano\ n-1))} \times 100$	Positiva	

Continuação.

Categoria	Variáveis	Fórmula	Relação Aguardada	Fonte Empírica
Saúde Financeira de Curto Prazo	COBJUR	Cobertura de Juros $= \frac{EBIT}{Despesas Financeiras} \times 100$	Positiva	Zeni et. al (2010); Stüpp (2015); Gitman (2010); Soares e Rebouças (2014)
Rentabilidade e Eficiência	MAROP e MARLIQ	- Margem de Lucro Operacional $= \frac{EBIT}{Vendas} \times 100$ - Margem de Lucro Líquida $= \frac{Resultado Líquido}{Vendas} \times 100$	Positiva	Robbins et. al (1992); Chowdhury et. al (1996); Gitman (2010); Assaf Neto e Lima (2014), Martins (2003).
Dimensão da empresa	TATAN	Total dos Ativos Tangíveis.	Positiva	Smith et. al (2005); Paint (1991).
Investimentos / Desinvestimentos	ATLIV e DSIZI	- Ativos Livres $= \frac{Total\ de\ Ativos\ Tangíveis - empréstimos\ c/\ garantia}{Total\ de\ Ativos\ Tangíveis} \times 100$ - Downsizing $= \frac{Ativos\ Tangíveis\ (ano\ n) - Ativos\ Tangíveis\ (ano\ n-1)}{Ativos\ Tangíveis\ (ano\ n-1)} \times 100$	Positiva	Smith et. al (2005); Robbins et al. (2005).
Capacidade de Gestão	ROE	ROE = $\frac{Resultado\ Líquido}{Capitais\ Próprios} \times 100$	Positiva	Zeni et. al (2010); Gitman (2010); Assaf Neto e Lima (2014),

Fonte: Adaptado de Osório (2014) e Tangpong, Abebe e Li (2015).

Por conseguinte, tal elenco de variáveis dependentes desdobra-se de acordo com as finalidades relacionadas a seguir:

- **Z-Score de Altman (ZSCORE):** a função desse *rating* de risco explica a magnitude do declínio no intervalo de 2015/2018, relacionando-o com as empresas com Z'Score inferiores a 1,23 para situações de insolvência iminente.
- **Grau de Cobertura do Ativo por Capital de Terceiros (GCACT):** a presente expectativa de explicação dessa variável se dá pela construção da fotografia da participação de recursos de terceiros na empresa por via da confrontação de seus passivos (circulantes e não circulantes) com o total do ativo da entidade.
- **Evolução do Capital Próprio (EVOLCP):** como variável explicativa, considera o aumento de capital subsidiado pelos acionistas como estratégia financeira de aprovação, asseverando sua crença na retomada do negócio.
- **Índice de Cobertura dos Juros (COBJUR):** volta-se enquanto variável de explicação, a relacionar a capacidade de absorção dos compromissos financeiros de uma empresa, a partir de seus resultados econômicos operacionais (EBIT).
- **Margem de Lucro Líquida (MARLIQ):** enquanto variável explicativa, aprecia o desempenho da empresa em conter seus gastos influenciando diretamente a disponibilidade de caixa.

- **Margem de Lucro Operacional (MAROP):** explica a correspondência da intensidade das medidas de eficiência no que tange ao entrincheiramento dos custos e despesas da atividade empresarial.
- **Total dos Ativos Tangíveis (TATAN):** a explicação dessa variável, é dada pela suposição de que o tamanho da empresa pode exercer vantagem na captação de financiamentos, raciocínio baseado no porte econômico da organização.
- **Ativos Livres (ATLIV):** essa variável promove explicação acerca da margem disponível de ativos garantidores, apresentada pela empresa (colateralização), o que compreende a reserva de ativos tangíveis que pode ser usado para captar novos financiamentos.
- **Downsizing (DSIZI):** como variável de explicação, o downsizing desvela o comportamento da empresa na acomodação da demanda do mercado evidenciando a variação total dos ativos tangíveis operacionais entre os exercícios.
- **Return on Equity (ROE):** na qualidade de variável explicativa, visa demonstrar a eficiência da gestão, exibindo o retorno dos ganhos gerados sobre o capital investido.

É mister esclarecer acerca da adequação das fórmulas encontradas nos estudos referenciado, diante das adaptações das terminologias usadas no Brasil ou por indisponibilidades de dados como é o caso da despesa anual com depreciação e amortização, componente fundamental na formulação do EBITDA. Sendo assim, utilizou-se o EBIT, indicador que reflete além o resultado econômico as questões de fluxo de caixa, como assegurado por Iotti e Bonazzi (2012), ao preconizar a serventia do EBIT na composição dos indicadores de índices mínimos de cobertura (ICR), comumente utilizada para estimação de risco nos financiamentos bancários.

Portanto depois de relacionar as ferramentas possíveis de indicar os impactos das estratégias financeiras de *turnaround*, de acordo com as dificuldades advindas do atual cenário econômico, perpassa-se para definição da metodologia de coleta dos dados da pesquisa.

3.4 COLETA DE DADOS

O desenvolvimento da coleta de dados se deu a partir da cópia (download) dos demonstrativos financeiros, consultados na opção “informações por período” no conteúdo do site da B3 (<http://www.b3.com.br>), onde foram selecionadas as empresas participantes com negociação de ações em renda variável, no já referido momento de recessão investigado (2014 a 2018).

3.4.1 Determinação dos Casos de *Turnaround*

A determinação da situação de *turnaround* se deu de forma semelhante ao estudo de Osório (2014), juntamente com outras pesquisas direcionadas ao tema (NDOFOR; VANEVENHOVEN E BARKER, 2013; WAN E YIU, 2009; BARKER ET AL. , 2001 ; MUELLER E BARKER, 1997; WINN, 1997; BARKER E PATTERSON, 1996), classificando-os a partir:

- da análise do declínio do ROA dos exercícios financeiros de 2015 e 2016, em comparação com 2014 (ROA a ser retomado), alvitado como momento do aumento da percepção da crise econômica nacional instalada, marcando o desempenho abaixo do padrão do setor para tais exercícios;
- da submissão ao *review* do cálculo da medida de falência de Altman, com expectativa de resultado de Z'Score menor que 1,23 em qualquer dos exercícios da 1ª etapa. Altman (2000) explica que usando um limiar mais rígido possibilita compensar a ausência da determinação do patrimônio pelo valor de mercado, haja vista ser a crise econômica nacional o agravante da solvabilidade, ao invés da volatilidade das ações.
- da verificação dos dois exercícios subsequentes (2017, 2018), seguindo o raciocínio de Abebe (2010) acerca da utilização dos ROAs ascendentes para confirmação dos casos de *turnaround*, e neste caso busca-se a retomada do ROA ao patamar de 2014, conjugadamente, ao ROA mediano do setor do empreendimento. A mediana neste caso destinou-se a demonstração do nível padrão de cada setor (SILVA, 2013) do último exercício da amostra (2018); e
- do emprego de análise comparativa dos caso de empresas que não alcançaram a retomada, ou ainda, se posicionaram abaixo da mediana do setor. Tamanho esforço visou testar a robustez da abstração por meio da confrontação dos resultados classificados como *turnaround* em comparação os casos de insucesso (não *turnaround*), avaliadas pelos mesmos métodos.

Dessa maneira, como demonstra a figura 4 pra que se determine a condição de declínio, deve-se ocorrer nos exercícios aludidos, as seguintes condições nas empresas participantes da amostra:

- Condição 1 (C1) = Declínio do ROA em 2015 (comparação com 2014), classificado abaixo da mediana do setor;
- Condição 2 (C2) = Declínio do ROA em 2016 (comparação com 2015), classificado abaixo da mediana do setor;
- Condição 3 (C3) = Z' Score em níveis inferiores a 1,23 em pelo menos um dos anos (2015 e/ou 2016);

Em seguida, para distinção dos casos categorizados como *turnaround* se faz necessário atender as condições à frente (caso contrário, recebe-se o status de não *turnaround*):

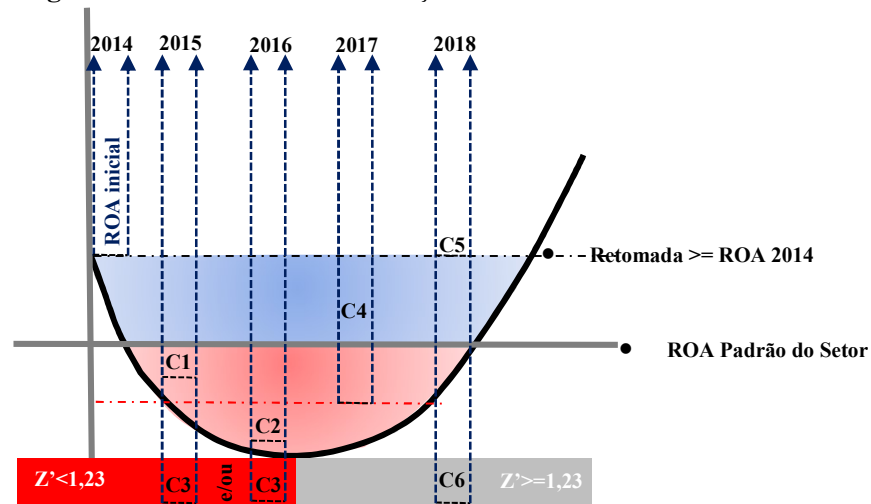
Condição 4 (C4) = Aumento do ROA em 2017 (comparação com 2016);

Condição 5 (C5) = Aumento do ROA em 2018, maior ou igual ao ROA de 2014, bem como, ROA acima da mediana do setor;

Condição 6 (C6) = Saída da situação de falência provável (Z' Score $\geq 1,23$).

Ao final, despontou a formação dos subconjuntos de retomada (SIM e NÃO), após pesada toda a trajetória de zoneamento esperada para o ROA e o Z' Score ao longo dos anos pesquisados, conforme esboço ilustrado na figura 4.

Figura 4 – Percurso da Classificação dos Casos de *Turnaround*.



Fonte: Elaboração Própria.

Também, torna-se necessário explicar a respeito da não consideração da “métrica da taxa de retorno livre” utilizada por alguns autores em conjunto com o ROA para aferir as situações declinantes (BARKER ET AL., 2001; MUELLER E BARKER, 1997; WINN, 1997; BARKER E PATTERSON, 1996), onde tal métrica foi preterida em razão da possibilidade deste indicador sofrer afetação negativa em cenários de recessão econômica (LIMA; OLIVEIRA, 2016).

Dessa forma, buscou-se realizar a análise das empresas por meio da formação da amostra e exposição dos comportamentos de declínio e retomada e, posteriormente, verificou-se o desempenho dos indicadores e medidas financeiras em relação a amostra, comparando os casos de retomada/crescimento com os apontamentos das situações de não *turnaround*.

3.4.2 Seleção dos Casos (*Turnaround* e não *Turnaround*)

A seleção dos casos de *Turnaround* e não *Turnaround* fundamentou-se nos argumentos Silva (2013, p. 325), o qual relata que as empresas buscam, por meio de índices padrões, promover a verificação objetiva do nível de desempenho esperado pelo participante inserido naquele ambiente estandardizado como é o caso de setores, seguimentos e mercados, servindo a padronização referencial como uma espécie de gabarito (SILVA, 2013, p. 325).

Contudo, a divulgação de índices padronizados de forma histórica, mesmo em ambientes regulamentados como é o caso da B3, nem sempre ocorre para todos os tipos de indicadores financeiros/fundamentalistas, por vezes, restando ao pesquisador a construção de índices padrões por meio da utilização de medidas de tendência.

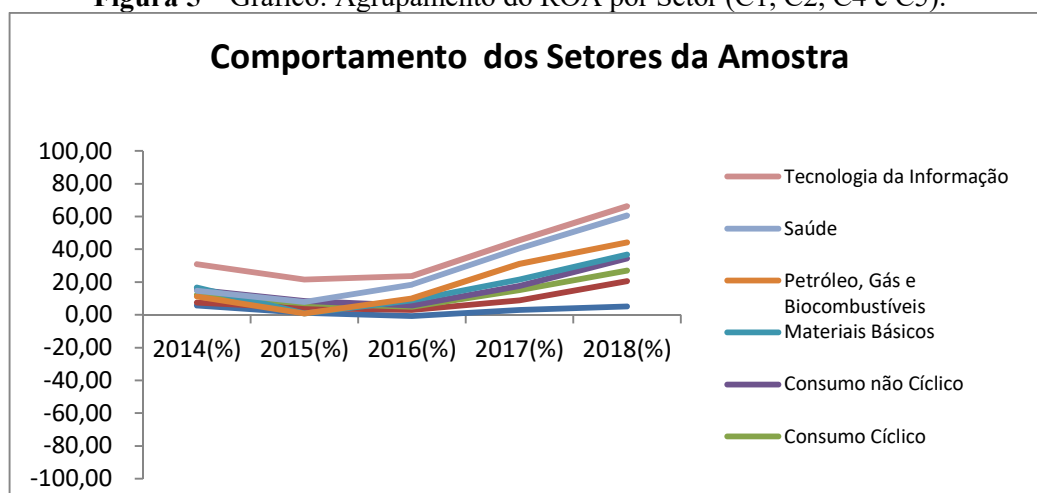
Sendo assim, baseado nas alegações de Devore (2010), acerca do uso da mediana a qual visa a atenuar a interferência de valores dispersos na amostra, sendo esse tipo de medida central encontrado em estudos relacionados a análises de liquidez (CORREIA, 2001) e insolvência (MINUSSI; DAMACENA; NESS JR, 2002), procedeu-se então o cálculo da mediana do ROA por setor econômico (retirando os *outliers* por meio do método baseado na amplitude interquartil, exposto no apêndice A), chegando aos resultados dispostos na tabela 1.

Tabela 1 – ROA percentual por Setor Participante da Amostra.

SETOR	ROA 2014(%)	ROA 2015(%)	ROA 2016(%)	ROA 2017(%)	ROA 2018(%)
Bens Industriais	5,62	1,13	-0,74	2,87	5,20
Comunicações	1,81	2,92	3,61	5,93	15,39
Consumo Cíclico	4,78	3,01	2,07	6,26	6,36
Consumo não Cíclico	2,98	1,47	0,76	2,58	7,40
Materiais Básicos	1,38	-7,61	3,18	3,91	2,35
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-5,44	0	1,15	9,46	7,54
Saúde	3,57	6,89	8,32	9,41	16,28
Tecnologia da Informação	16,15	13,75	5,41	5,17	5,72

Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

Usando a reprodução da tabela 1, é possível perceber os efeitos da crise econômica nacional no movimento da mediana do ROA do setor, de sorte que o movimento de declínio e retomada guardam semelhanças com panoramas de recuperação (figura 5).

Figura 5 – Gráfico: Agrupamento do ROA por Setor (C1, C2, C4 e C5).

Fonte: Elaboração própria.

O próximo passo foi o cálculo da situação de declínio considerando os resultados abaixo do ROA em comparação ao padrão do setor, de acordo com as condições firmadas como C1 e C2, posicionando as empresas em situação de declínio, ou seja, ROA inferior ao padrão do setor inserido nos anos de 2015 e 2016, definindo-se assim as 20 empresas participantes da amostra. Mais adiante, verificou-se o desempenho das entidades com relação ao alcance da retomada ou crescimento (condições C4 e C5), resultando no panorama listado a partir da tabela 2.

Tabela 2 – Formação da Amostra (C1 e C2) e Distinção dos Casos C4 e C5).

Código	2015 (%)	C1	ROA Setor	2016 (%)	C2	ROA Setor	2017 (%)	C4	ROA Setor	2018 (%)	C5	ROA Setor
Bens Industriais												
ROMI	1,03	AT	1,13	-7,32	AT	-0,74	7,00	AT	2,87	13,53	AT	5,20
EALT	0,09	AT		-1,35	AT		24,19	AT		7,06	AT	
JSLG	1,07	AT		-4,13	AT		-0,05	NAT		1,65	NAT	
RLOG	-0,28	AT		-1,79	AT		-0,61	NAT		0,55	NAT	
MILS	-11,94	AT		-13,16	AT		-22,62	NAT		-18,72	NAT	
BDLL	-2,14	AT		-22,4	AT		-23,33	NAT		-23,32	NAT	
Consumo Cíclico												
ECPR	-41,21	AT	3,01	-61,31	AT	2,07	31,59	AT	6,26	19,31	AT	6,36
CAMB	-21,01	AT		-29,78	AT		40,36	AT		15,48	AT	
CEDO	-31,8	AT		-53,21	AT		28,74	AT		13,88	AT	
RDNI	0,79	AT		-9,6	AT		-16,07	NAT		-4,38	NAT	
BTOW	-8,41	AT		-9,49	AT		-6,52	NAT		-6,1	NAT	
HBOR	2,71	AT		-3,85	AT		-12,44	NAT		-16,48	NAT	
ESTR	-40,02	AT		-54,88	AT		-38,7	NAT		-27,35	NAT	
JFEN	-17,54	AT		-33,3	AT		-39,17	NAT		-46,34	NAT	
RSID	-21,22	AT		-21,35	AT		-17,65	NAT		-48,31	NAT	
VIVR	-39,92	AT		-70,53	AT		-29,39	NAT		-60,88	NAT	
PLAS	-62,1	AT		-86,63	AT		-26,98	NAT		-118,75	NAT	
Consumo NAT Cíclico												
MNPR	-10,31	AT	1,47	-12,8	AT	0,76	-29,48	NAT	2,58	-72,83	NAT	7,40

Continuação.

Código	2015 (%)	C1	ROA Setor	2016 (%)	C2	ROA Setor	2017 (%)	C4	ROA Setor	2018 (%)	C5	ROA Setor
Materiais Básicos												
SNSY	-60,21	AT	-7,61	-65,02	AT	3,18	-79,35	NAT	3,91	-81,21	NAT	2,35
Petróleo, Gás e Biocombustíveis												
DMMO	-62,92	AT	0,00	-67,79	AT	1,15	289,99	NAT	9,46	-209,93	NAT	7,54

Fonte: Elaboração própria.

Nota: AT=Atendimento e NAT= Não atendimento.

Por conseguinte, após a determinação da amostra das empresas participantes da pesquisa (20), apuradas as condições (C1, C2, C4 e C5) acima abordadas, procedeu-se a identificação nominal das 20 companhias que foram analisadas em situação de declínio do ROA no decorrer do estudo, distinguindo-se as empresas classificadas na variável RETOMADA (SIM = *turnaround* ou NÃO = não *turnaround*), com se vê no quadro 6.

Quadro 6 – Identificação nominal das empresas participantes da amostra.

Código	RAZÃO SOCIAL	SETOR ECONÔMICO	RETOMADA
EALT	ELECTRO ACO ALTONA S.A.	Bens Industriais	SIM
ROMI	INDUSTRIAS ROMI S.A.	Bens Industriais	SIM
CAMB	CAMBUCI S.A.	Consumo Cíclico	SIM
CEDO	CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	Consumo Cíclico	SIM
ECPR	EMPRESA NAC COM REDITO PART S.A.ENCORPAR	Consumo Cíclico	SIM
BDLL	BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS	Bens Industriais	NÃO
RLOG	COSAN LOGISTICA S.A.	Bens Industriais	NÃO
JSLG	JSL S.A.	Bens Industriais	NÃO
MILS	MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	Bens Industriais	NÃO
BTOW	B2W - COMPANHIA DIGITAL	Consumo Cíclico	NÃO
HBOR	HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	Consumo Cíclico	NÃO
JFEN	JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	Consumo Cíclico	NÃO
ESTR	MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.	Consumo Cíclico	NÃO
PLAS	PLASCAR PARTICIPACOES INDUSTRIAIS S.A.	Consumo Cíclico	NÃO
RDNI	RNI NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.	Consumo Cíclico	NÃO
RSID	ROSSI RESIDENCIAL S.A.	Consumo Cíclico	NÃO
MNPR	MINUPAR PARTICIPACOES S.A.	Consumo não Cíclico	NÃO
SNSY	SANSUY S.A. INDUSTRIA DE PLASTICOS	Materiais Básicos	NÃO
VIVR	VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	Consumo Cíclico	NÃO
DMMO	DOMMO ENERGIA S.A.	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	NÃO

Fonte: Elaboração Própria.

A exposição do panorama acima classificou cinco (5) empresas em situação de *turnaround* considerando as condições (C4 e C5) previstas neste estudo, conforme desempenho obtido pela avaliação longitudinal do ROA das organizações do período apreciado.

3.4.3 Tratamento Estatístico

Acerca da análise dos resultados da pesquisa, Bruni (2013) cita que em casos de amostras curtas e quando a normalidade dos dados do universo é preterida, recomenda-se o uso de testes não paramétricos como solução. Mais além, Martins (2010) esclarece que os testes não paramétricos contribuem relevantemente nas análises voltadas à área das ciências sociais, como é o caso da contabilidade gerencial.

Seguindo essa linha, o trabalho ora elaborado testou variáveis do tipo contínuas de escalas racionais por qualificar-se como um estudo exploratório, e submeteu à prova, amostras independentes *turnaround* e não *turnaround*, agrupadas por períodos de declínio (de 2015/2016) e retomada (2017/2018), sem considerar a distribuição das populações, que apresentem médias idênticas (WILLIAM, 1981), ou desconsidere tal parâmetro (médias iguais). Sendo assim, foi realizado o teste de *Mann-Whitney U*, por também tratar-se de uma amostra pequena (19 observações). Este teste não paramétrico foi instrumentalizado visando examinar a ocorrência de diferenças nas medidas das amostras independentes (STEVENSON, 1981).

De modo suplementar, também se tentou instrumentalizar o teste de Kruskal-Wallis, o qual admite o seu aproveitamento na apreciação de resultados significativamente desiguais com observação de três grupos em diante (POCINHO, 2010), fazendo uso de postos (FIELD, 2009). Contudo, em virtude do baixo número de observações por agrupamento, isso não foi possível.

No que se refere à apuração dos resultados, foi realizada em primeira fase a modelagem e cálculo dos indicadores econômicos e financeiros por meio do aplicativo Excel for Windows, bem como, utilizaram-se as ferramentas integrantes do sistema *Statistica* for Windows versão 10, com o fito de testar as correlações entre as variáveis apresentadas no estudo.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Esta seção está voltada a apresentação dos resultados da pesquisa que serviram a discussão do tema, de acordo com os acontecimentos advindos da composição da amostra das empresas obtidas no portal da B3.

4.1 ANÁLISE DA SOLVABILIDADE (ZSCORE DE ALTMAN)

A apuração da solvabilidade das empresas qualificadas em situação de declínio (condição presente na formação da amostra), baseada no modelo de Z'Score de Altman (2000), buscou verificar se o desempenho do grau de risco guardava conformidade com a performance do ROA, ou seja, situação de declínio do ROA congruente com uma realidade de insolvência, da mesma forma, as empresas com retomada do ROA coerente como afastamento da insolvência, conforme demonstra a tabela 3.

Tabela 3 – Avaliação do grau de solvência das empresas declinantes (C3 e C6).

CÓD.	Z' 2015	Z' 2016	ZSCORE DECLÍNIO (<1,23)	C3	Z' 2017	Z' 2018	ZSCORE RETOMADA (>=1,23)	C6
SOLVENTES								
CAMB	1,19	0,79	Falência Provável	AT	1,23	1,52	Zona de Alerta	AT
CEDO	0,55	0,19	Falência Provável	AT	1,59	1,36	Zona de Alerta	AT
EALT	0,97	0,81	Falência Provável	AT	1,65	1,28	Zona de Alerta	AT
ECPR	0	-0,94	Falência Provável	AT	0,86	1,29	Zona de Alerta	AT
ROMI	1,37	1,22	Falência Provável	AT	1,7	1,55	Zona de Alerta	AT
INSOLVENTES								
BTOW	1,25	1,14	Falência Provável	AT	0,87	0,71	Falência Provável	NAT
BDLL	0,88	0,14	Falência Provável	AT	-0,13	-0,49	Falência Provável	NAT
RLOG	0,29	0,34	Falência Provável	AT	0,46	0,53	Falência Provável	NAT
DMMO	-3,98	-5,06	Falência Provável	AT	-8,46	-18,18	Falência Provável	NAT
HBOR	0,96	0,67	Falência Provável	AT	0,54	0,19	Falência Provável	NAT
JFEN	0,27	-0,34	Falência Provável	AT	-0,81	-1,21	Falência Provável	NAT
JSLG	1,06	0,92	Falência Provável	AT	0,93	0,86	Falência Provável	NAT
ESTR	-1,95	-2,6	Falência Provável	AT	-2,83	-2,77	Falência Provável	NAT
MILS	1,12	1,13	Falência Provável	AT	0,84	1,18	Falência Provável	NAT
MNPR	-1,67	-1,89	Falência Provável	AT	-2,66	-2,94	Falência Provável	NAT
PLAS	-0,52	-1,9	Falência Provável	AT	-1,62	-3,45	Falência Provável	NAT
RDNI	1,18	0,86	Falência Provável	AT	0,79	0,76	Falência Provável	NAT
RSID	-0,18	-0,45	Falência Provável	AT	-0,81	-1,39	Falência Provável	NAT
SNSY	-0,96	-1,53	Falência Provável	AT	-2,18	-2,63	Falência Provável	NAT
VIVR	-1,4	-2,86	Falência Provável	AT	-2,46	-2,99	Falência Provável	NAT

Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

Nota: AT=Atendimento

Avaliando a questão do risco calculado via Z'Score de Altman (2000), confirmou-se que todas as empresas enquadradas como *turnaround* completaram a travessia do grau elevado de insolvência (falência provável) até a zona de alerta (zona cinzenta), fato que

concerne com reestabelecimento da rentabilidade medida a partir do ROA do mesmo intervalo, aspecto tratado no tópico seguinte.

4.2 ANÁLISE LONGITUDINAL DA RENTABILIDADE DAS EMPRESAS DECLINANTES

Assim sendo, após a compilação dos dados e da trajetória das amostra surgiu a coleção de empresas destacadas como casos de *turnaround*, identificadas pelo código EALT (ELECTRO ACO ALTONA S.A.), ROMI (INDUSTRIAS ROMI S.A.), CEDO (CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA), CAMB (CAMBUCI S.A.), ECPR (EMPRESA NAC COM REDITO PART S.A. ENCORPAR), como demonstra o a tabela 4.

Tabela 4 – Evolução do ROA das empresas *Turnaround* e não *Turnaround*.

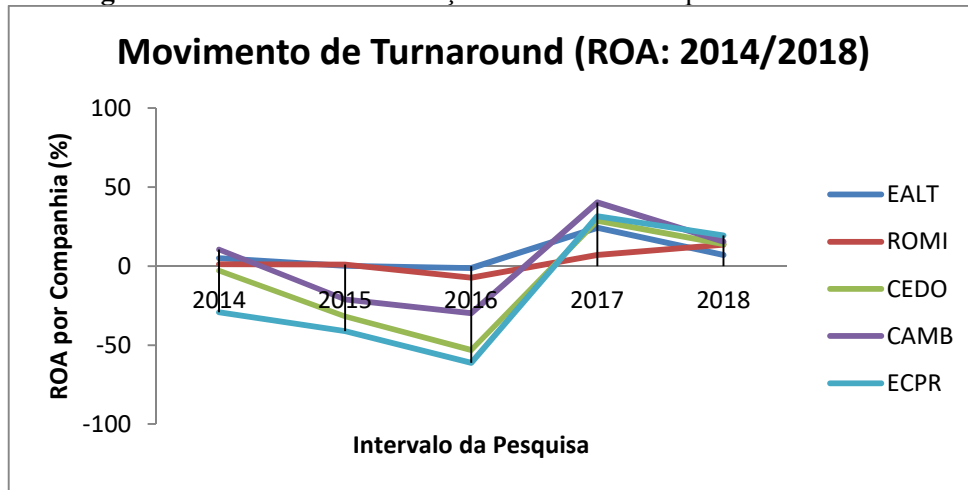
CÓDIGO	SETOR	SEGMENTO	2014	2015	2016	2017	2018
TURNAROUND							
ROMI	Bens Industriais	NM	1,12	1,03	-7,32	7,00	13,53
EALT	Bens Industriais	TD	4,96	0,09	-1,35	24,19	7,06
CEDO	Consumo Cíclico	N1	-2,82	-31,8	-53,21	28,74	13,88
ECPR	Consumo Cíclico	TD	-29,17	-41,21	-61,31	31,59	19,31
CAMB	Consumo Cíclico	TD	10,4	-21,01	-29,78	40,36	15,48
NÃO TURNAROUND							
PLAS	Consumo Cíclico	TD	-18,62	-62,1	-86,63	-26,98	-118,75
VIVR	Consumo Cíclico	NM	-30,53	-39,92	-70,53	-29,39	-60,88
DMMO	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	TD	814,62	-62,92	-67,79	-289,99	-209,93
SNSY	Materiais Básicos	TD	-48,11	-60,21	-65,02	-79,35	-81,21
ESTR	Consumo Cíclico	TD	-22,02	-40,02	-54,88	-38,7	-27,35
JFEN	Consumo Cíclico	TD	-15,74	-17,54	-33,3	-39,17	-46,34
BDLL	Bens Industriais	TD	1,87	-2,14	-22,4	-23,33	-23,32
RSID	Consumo Cíclico	NM	-18,24	-21,22	-21,35	-17,65	-48,31
MILS	Bens Industriais	NM	6,79	-11,94	-13,16	-22,62	-18,72
MNPR	Consumo não Cíclico	TD	-2,12	-10,31	-12,8	-29,48	-72,83
RDNI	Consumo Cíclico	NM	6,92	0,79	-9,6	-16,07	-4,38
BTOW	Consumo Cíclico	NM	-4,28	-8,41	-9,49	-6,52	-6,1
JSLG	Bens Industriais	NM	1,93	1,07	-4,13	-0,05	1,65
HBOR	Consumo Cíclico	NM	8,34	2,71	-3,85	-12,44	-16,48
RLOG	Bens Industriais	NM	8,07	-0,28	-1,79	-0,61	0,55

Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

Nota: NM = Novo Mercado, Nível 1 de Governança Corporativa e TD (tradicional).

Sendo assim, verifica-se na tabela acima que das 20 empresas que demonstraram quedas nos ROAs de 2015/2016 (cumprindo as condições iniciais de declínios), apenas 5 alcançaram o enquadramento de retomada (ocorrida já no exercício de 2017), fato que as manteve dentro ou acima do nível do setor também no ano de 2018, enquanto que 15 entidades não retomaram, conforme trajetória revelada a partir dos gráficos seguintes.

Figura 6 – Gráfico: Demonstração do ROA das Empresas *Turnaround*.



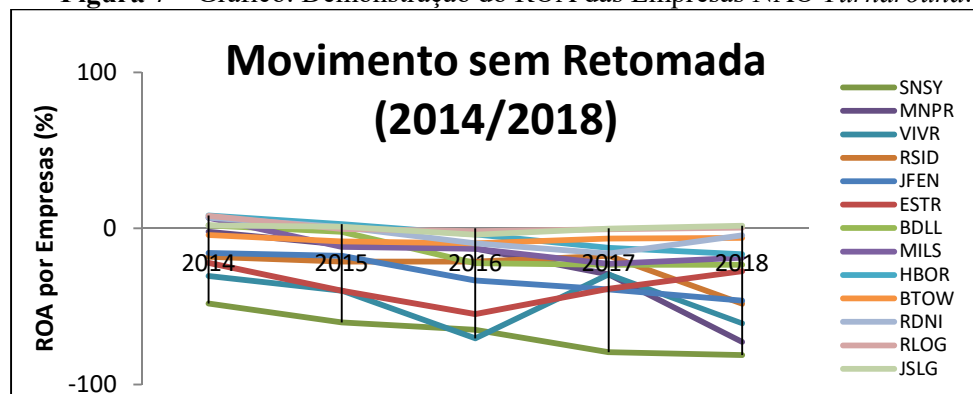
Fonte: Elaboração própria.

Avaliando o grau de recuperação do ROA das empresas acolhidas no gráfico da figura 6, é possível perceber a robustez da retomada das empresas CAMB e CEDO, cujas inclinações do declínio e retomada se acentuaram perante as demais conjunturas de *turnaround*.

Vale destacar que embora a empresa ECPR esteja no rol dos casos classificados como *turnaround*, é providente a sua exclusão da amostra por se tratar de uma empresa patrimonial mantida por ganhos oriundos de dividendos e aluguéis, o que implica incompatibilidade na geração de indicadores que consideram dados de receitas, por exemplo. Sendo assim a amostra total passou a compor apenas 19 companhias.

Nada obstante, da mesma forma, demonstra-se graficamente o comportamento do ROA dos participantes remanescentes da amostra, disposto na figura 7 - livre dos *outliers* e fora do intervalo do ROA apresentado no gráfico seguinte (-100% a 100%).

Figura 7 – Gráfico: Demonstração do ROA das Empresas NÃO *Turnaround*.



Fonte: Elaboração própria.

Nesta reprodução, nota-se que o comportamento do ROA (ano a ano) se assimila, mostrando uma tendência de manutenção de declínio para a maioria das empresas não classificadas na condição de *turnaround*, perfazendo o caminho de baixos resultados pontuados a contar do exercício de 2015, sustentando a queda no decurso dos anos subsequente, motiva pelas estratégias financeiras reveladas a partir do tópico subjacente.

4.3 ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS POR SITUAÇÃO DE *TURNAROUND*

Assim, posteriormente ao processo de enquadramento das empresas nos devidos subgrupos de sucesso e insucesso, evoluiu-se aos resultados individualizados das empresas que ascenderam ao contexto de *turnaround*, por via das técnicas de análise estatística de dados escolhidas, onde se testou as variáveis selecionadas observando-se a significância de cada uma para elucidação dos problemas apresentados no estudo. Desta maneira, foi essencial estabelecer padrões de comparação que possibilitassem verificar as tendências presentes nos ambientes pesquisados, aludidos no tópico à frente.

4.3.1 Estatística Descritiva

Nesta seção é apresentada a análise descritiva de cada variável que foi utilizada na pesquisa. Sendo assim, a tabela 3 expõe os resultados das médias e desvio padrão como parâmetros estatísticos descritivos de comparação.

Dessa forma, considerando o esquema discernido no tópico metodologia, sucedeu-se o desdobramento da amostra por empresas participantes de acordo com o resultado da variável RETOMADA (SIM = sucesso) ou (NÃO = insucesso), quanto a confirmação da situação de *turnaround*, seguindo as frequências relacionadas na tabela 5.

Tabela 5 – Desdobramento da Frequência da Amostra.

SETOR ECONÔMICO	Freq. Universo	DFs Qualificadas	Amostra (declínio)	Retomada (ROA 2014)	Não Retomada (ROA 2014)
Bens Industriais	72	64	6	2	4
Comunicações	6	6	0	0	0
Consumo Cíclico	78	71	11	3	8
Consumo não Cíclico	24	21	1	0	1
Materiais Básicos	30	30	1	0	1
Outros	22	0	0	0	0
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	10	9	1	0	1
Saúde	18	18	0	0	0
Tecnologia da Informação	6	6	0	0	0
TOTAL	266	225	20	5	15

Fonte: Elaboração Própria.

Assim, a partir da tabela 6 foram exibidas as informações estatísticas decorrentes das variáveis operacionalizadas em busca de particularização dos resultados. Nesse sentido, escolheu-se agrupar (variável RETOMADA) as marcações de média e desvio padrão por empresas classificadas em situação de *Turnaround* (SIM e NÃO).

Tabela 6 - Estatística Descritiva por Situação de *Turnaround*.

Variável	Intervalo	Obs.	Média	Desvio Padrão	Obs.	Média	Desvio Padrão
		RETOMADA = NÃO			RETOMADA = SIM		
TATAN (R\$ mil)	2015/2016	15	2.414.591	5.428.748	4	413.732	243.617
	2017/2018	15	2.716.302	6.588.565	4	409.618	223.988
	TOTAL	15	5.130.893	12.008.466	4	823.350	466.476
GCACT (%)	2015/2016	15	231	148	4	150	52
	2017/2018	15	264	203	4	132	43
	TOTAL	15	495	347	4	282	94
EVOLCP (R\$ mil)	2015/2016	15	804.333	1.857.526	4	347.669	479.976
	2017/2018	15	665.189	2.538.199	4	402.205	454.578
	TOTAL	15	1.469.522	4.339.899	4	749.873	934.498
COBJUR (%)	2015/2016	15	-1	2	4	-1	2
	2017/2018	15	-3	4	4	8	9
	TOTAL	15	-4	5	4	8	9
MARLIQ (%)	2015/2016	15	30	479	4	-20	23
	2017/2018	15	-315	583	4	21	3
	TOTAL	15	-284	342	4	1	23
MAROP (%)	2015/2016	15	46	335	4	-3	21
	2017/2018	15	-235	466	4	23	10
	TOTAL	15	-189	277	4	20	25
ATLIV (%)	2015/2016	15	-6.500	11.454	4	-38	186
	2017/2018	15	-6.251	10.892	4	15	94
	TOTAL	15	-12.751	22.138	4	-23	279
DSIZI (%)	2015/2016	15	34	207	4	-13	7
	2017/2018	15	-16	26	4	9	20
	TOTAL	15	18	219	4	-4	23
ROE (%)	2015/2016	15	-16	122	4	-1.044	1.897
	2017/2018	15	-24	147	4	220	328
	TOTAL	15	-40	163	4	-824	1.570

Fonte: Software STATISTICA 10.0

Analisando a estatística descritiva notaram-se alguns aspectos iniciais que pressupõem indícios do comportamento financeiro das empresas nesse panorama específico de desaquecimento econômico.

Nesse contexto prévio, fez-se a marcação de alguns resultados de média apresentados na tabela 6 que mereceram um destaque, como por exemplo, no que tange a dimensão da

empresa (TATAN), juntamente com a estrutura de capital (EVOLCP) direcionador da avaliação da estrutura de capital, como também as percepções de investimentos/desinvestimento (ATLIV), variáveis que aparentemente revelam médias distintas entre os agrupamentos *turnaround* e não *turnaround*.

Sendo assim, aspirando prover pleno suporte das observações iniciais reveladas na tabela 6, foi usado o teste de estatística não paramétrica descrito no tópico adiante.

4.3.2 Estatística Inferencial

De partida, foi processado o teste estatístico de *Mann-Whitney U*, considerando a dimensão reduzida da amostra (19 observações), questão que tende a prejudicar a normalidade e variância pretendida para aplicação de testes paramétricos, como o teste *t*.

Em resposta às suposições levantadas pela estatística descritiva, realizou-se o teste supracitado por meio do *Statistica* Software 9.0, com a rejeição da hipótese nula subordinada a condição de 95% de confiança para o p-valor $< 0,05$, conforme expressa a tabela 7.

Tabela 7 – Teste de *Mann-Whitney U* por Situação de *Turnaround* (SIM e NÃO).

VARIÁVEL / SITUAÇÃO	Rank Sum SIM	Rank Sum NÃO	p-value	Rank Sum SIM	Rank Sum NÃO	p-value
	2015/2016			2017/2018		
TATAN	148,0	42,0	0,881	145,0	45,0	0,653
GCACT	160,0	30,0	0,342	165,0	25,0	0,147
EVOLCP	154,0	36,0	0,726	150,0	40,0	0,960
COBJUR	149,0	41,0	0,960	122,0	68,0	0,006
MARLIQ	140,0	50,0	0,342	120,0	70,0	0,003
MAROP	144,0	46,0	0,582	126,0	64,0	0,019
ATLIV	139,0	51,0	0,294	139,0	51,0	0,294
DSIZI	145,0	45,0	0,653	130,0	60,0	0,051
ROE	160,0	30,0	0,342	130,0	60,0	0,051

Fonte: Software STATISTICA 10.0

Como é possível observar na tabela 7, as medidas operacionalizadas no momento de declínio do ROA (2015/2016), apresentaram uma similaridade nas médias dos dois grupos (sim e não), evidenciando um poder preditivo muito semelhante (HAIR et. al., 2009), fato que caracteriza a não rejeição da hipótese nula para todas variáveis no intervalo denominado como “declínio” (2015/2016) e ainda insinua coesão no movimento de arrefecimento de todos os participantes da amostra, o que contribui para análise do retorno em condições equivalentes.

Entretanto, também se analisou a unidade amostral nomeada como “retomada” (2017/2018), onde as empresas se distinguiram em casos de sucesso (*turnaround*) e insucesso da retomada (*não turnaround*), buscando verificar as diferenças significantes das medidas de cunho financeiro no desfecho revelado na mesma tabela. Assim sendo, foi demonstrada significância estatística para as variáveis COBJUR, MARLIQ e MAROP, com p-valores abaixo de 0,01, na maioria dos escores o que sugere uma forte relação da capacidade de obtenção da retomada, via manejo das estratégias financeiras destacadas no resultado do teste de *Mann-Whitney U*. Este resultado instigou a um refinamento do comportamento de tais variáveis, realizado a partir dos próximos tópicos.

4.3.3 Análise das Estratégias Financeiras

Este tópico apresenta uma análise aprofundada dos resultados das variáveis designadas (segundo o teste de *Mann-Whitney U*) para capitanear o estudo dos impactos das estratégias adotadas no contexto de *turnaround* financeiro, no qual os resultados foram exibidos por meio dos indicadores e medidas selecionados na metodologia, sob a ótica das categorias e dos quadros de sucesso (SIM) e insucesso (NÃO), comparando os intervalos de declínio (2015/2016) e retomada (2017/2018).

4.3.3.1 Análise da Saúde Financeira de Curto Prazo (COBJUR)

O indicador de cobertura de juros (COBJUR) mede a capacidade que o resultado operacional (EBIT) tem de atender os juros compromissados em contrato, avaliando a capacidade da empresa em abarcar com os prêmios esperados pelos credores financeiros. Desse modo, Gitman (2010) traça uma relação positiva entre o tamanho do índice em contraste com a predisposição de liquidar tal compromisso. Por raciocínio, entende-se que sua variação pode derivar de reflexos positivos no desempenho operacional, como também, diminuição ocorrida nas taxas de juros contratadas (OSÓRIO, 2015).

Sendo assim, com a apreciação das empresas *turnaround* por esse panorama financeiro de curto prazo, buscou-se desvelar a compreensão da reação deste indicador ao longo da situação de retomada, de acordo com o resultado aludido na tabela 8.

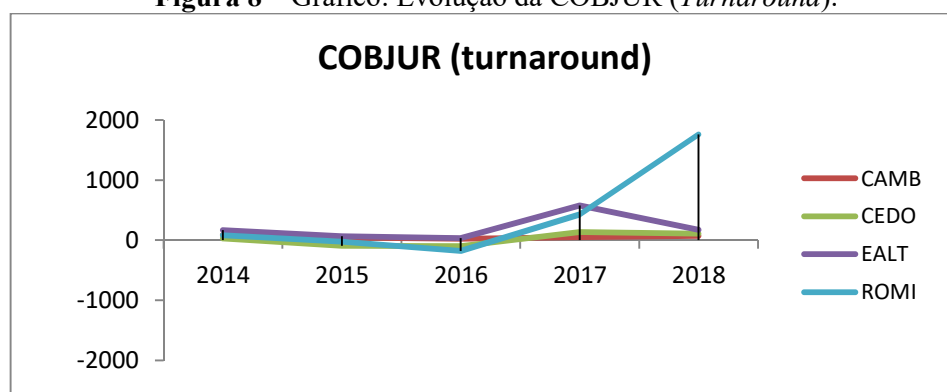
Tabela 8 – Análise da Capacidade de Cobertura dos Juros – *Turnaround* (%).

Código	2014	Declínio		Retomada		Relação
		2015	2016	2017	2018	
CAMB	88,74	44,79	22,63	52,19	71,66	👍
CEDO	27,44	-94,62	-97,31	135,87	110,27	👍
EALT	167,82	67,2	35,76	576,86	170,5	👍
ROMI	82,22	-24,56	-180,95	427,42	1.758,23	👍

Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

Nota: 👍 = Relação Positiva (retomada>declínio); 🚫 = Relação Negativa (inverso)

Os resultados encontrados confirmaram a relação pretendida (positiva) e o apontamento da recuperação de capacidade de COBJUR (ROMI e CEDO) ou ampliação do lastro (CAMB e EALT), garantindo dentro do período de retomada a cobertura dos custos financeiros pactuados, conforme desvenda a representação gráfica da figura 8.

Figura 8 – Gráfico: Evolução da COBJUR (*Turnaround*).

Fonte: Elaboração própria.

Essa ilustração concorre positivamente para clarear o que se revelou na tabela 8, onde a performance do índice traça um alinhamento que vem à acompanhar, tanto o movimento de declínio, quanto o fluxo da retomada.

Nada obstante, a decomposição do indicador em questão ainda possibilitou realizar uma abstração mais acurada do comportamento do Resultado Operacional (ROP) e da Despesa Financeira (DFI), componentes do indicador de Cobertura dos Juros (COBJUR) apreciados na tabela 9.

Tabela 9 – Decomposição do Indicador COBJUR - *Turnaround* (R\$ Mil).

CÓD.	TIPO	2014	Declínio		Retomada		Δ% (retomada vs declínio)
			2015	2016	2017	2018	
CAMB	ROP	45.528	34.654 ▼	11.352 ▼	19.946 ▼	28.937 ▼	6,25
CEDO		12.654	-58.143 ▼	-79.161 ▼	83.712 ▲	63.110 ▲	206,93
EALT		13.328	8.567 ▼	3.046 ▼	48.110 ▲	20.160 ▲	487,88
ROMI		9.583	-2.042 ▼	-44.434 ▼	51.265 ▲	46.048 ▲	309,38
SOMA	ROP	81.093	-126.161		▼ 361.288	▼	386,37
CAMB	DFI	51.305	77.373 ▲	50.168 ▼	38.221 ▼	40.383 ▼	-38,37
CEDO		46.112	61.447 ▲	81.348 ▲	61.613 ▲	57.233 ▲	-16,77
EALT		7.942	12.749 ▲	8.519 ▲	8.340 ▲	11.824 ▲	-5,19
ROMI		11.655	8.315 ▼	24.556 ▲	11.994 ▲	2.619 ▼	-55,54
SOMA	DFI	117.014	324.475		▼ 232.227	▼	-28,43

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Δ%=variação percentual, ▼ = resultado inferior a 2014 e ▲ = resultado superior a 2014.

Baseado no desdobramento exibido na tabela supracitada, percebe-se uma recuperação substancial na maioria dos componentes ROP das empresas turnaround, apresentando uma variação percentual (declínio vs retomada), uníssona de desempenho positivo (6,25%, 206,93%, 487,88% e 309,38%), com uma extraordinária variação agrupada (em turnaround) de crescimento de 386,37% no lucro operacional. Ainda também favorável, o componente DFI no intervalo da retomada assinala um recuo simultâneo (-38,37%, -16,77%, -5,19% e -55,54%), pontuando uma redução de 28,43% no resultado consolidado do conjunto.

No campo visual, utilizando-se da comparação do resultado do exercício analisado em oposição ao escore de 2014 dos componentes da margem COBJUR (%), torna-se observável haver maior zoneamento de resultados superior (▲) a 2014, no que se refere ao ROP das empresas no contexto de retomada (6/8), embora o elemento DFI para os resultados inferiores (▼) a 2014, não tenha alcançado o domínio da área das figuras (3/8).

Esta conjugação de percepções corroborou para o alinhamento das performances dos componentes ROP (ampliação) e DFI (redução) como medida de estímulo a recuperação/incremento da rentabilidade anterior aos ciclos de declínios, semelhante aos achados da pesquisa de Almeida (1994), que constatou nas empresas reestruturadas em ambientes de instabilidade econômica, o evento “queda nas despesas financeiras” concomitantes com a redução de índices de endividamento, aliado ao crescimento significativo das margens do lucro operacional principalmente na etapa de retomada, reações essas classificadas pelo autor no elenco como defensivas (ou de proteção).

Em seguida, usando novamente a balança da comparabilidade com as experiências ineficientes no que diz respeito a situação de retomada, reportaram-se os resultados alcançados pelos mesmos parâmetros matemáticos, expostos na tabela 10:

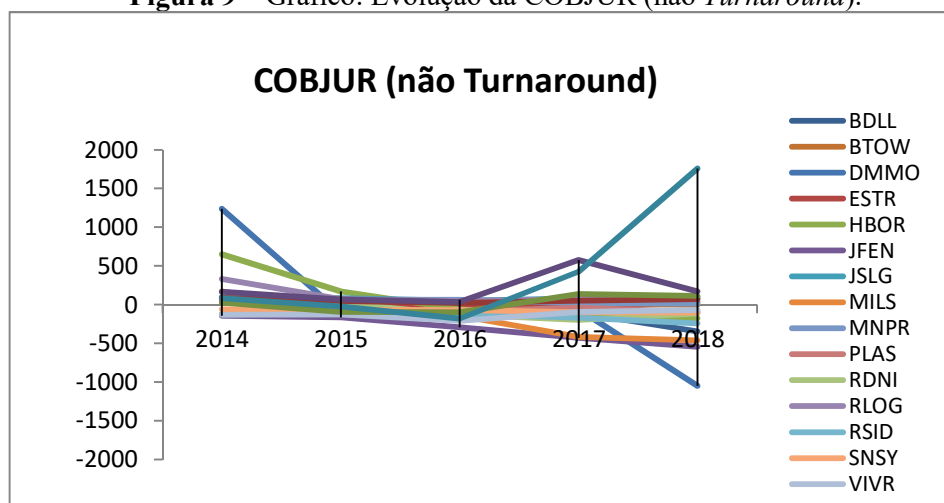
Tabela 10 – Análise da Capacidade de Cobertura dos Juros – não *Turnaround* (%).

Código	2014	Declínio		Retomada		Relação
		2015	2016	2017	2018	
BDLL	77,78	56,2	-141,28	-102,72	-348,25	👎
BTOW	39,25	34,23	23,07	18,1	-2,25	👎
DMMO	1236,1	-111,85	-82,02	-60,18	-1048,22	👎
ESTR	37,53	-18,49	-17,64	-12,24	34,71	👍
HBOR	651,17	169,97	-63,47	-167,96	-177,6	👎
JFEN	-142,41	-163,22	-293,22	-430,91	-544,24	👎
JSLG	100,36	81,63	50,44	80,04	96,17	👍
MILS	170,28	-65,54	-144,39	-416,17	-463,42	👎
MNPR	87,16	62,07	63,52	16,4	12,52	👎
PLAS	54,15	-56	-85,25	-38,86	-95,95	👍
RDNI	160,04	18,4	-128,94	-197,34	-116,21	👎
RLOG	332,74	71,95	44,14	69,64	80,03	👍
RSID	-119,56	-121,92	-123,06	-170,17	-244,89	👎
SNSY	-62,5	-67,78	-69,52	-100,5	-103,94	👎
VIVR	-131,05	-128,68	-210,11	-94,16	-70,37	👍

Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

Nota: 👍 = Relação Positiva (retomada>declínio); 👎 = Relação Negativa (inverso)

Analisando a demonstração da capacidade de cobertura dos juros nas empresas do subgrupo de insucesso, confirma-se a predominância da relação negativa esperada para empresas não *turnaround*, alcançando a contagem de 10 frequências em 15 participações, assinalando o percentual de aproximadamente 67% de empresas do conjunto que apresentaram resultado negativo ou diminuição desta medida.

Figura 9 – Gráfico: Evolução da COBJUR (não *Turnaround*).

Fonte: Elaboração própria.

A observação do gráfico contido na figura 9, vem complementar a abstração do insucesso demonstrando o movimento de maior ocorrência de trajetórias (2014/2018) concentradas de forma decrescente, corroborando com a inversão da relação esperada em comparação com os casos de situação de *turnaround*.

Dessa maneira, findou-se a avaliação da situação financeira de curto prazo das empresas participantes da amostra, confirmando a presença de medidas de redução de custos financeiros, internalizadas nas Estratégias Orientadas a Eficiência, pressupondo-se haver uma explicação aceitável para que as empresas *turnaround* apresentem melhor capacidade de cobertura de custos financeiros.

4.3.3.2 Análise da Rentabilidade e Eficiência (MAROP e MARLIQ)

A rentabilidade é um aspecto primordial contido na tábua de avaliação dos investimentos realizados no mundo dos negócios, seja por necessidade de assistir os tomadores de decisão ou mesmo como ferramenta de comparação de desempenho (KRUGER; PETRI, 2014). Complementarmente, Sanvicente (1997) descreve que as formas de aferição do lucro da organização podem alternar, variando de acordo com a ótica do interessado, liberado para julgar quais das multifaces do lucro atendem seu propósito.

No que se refere à avaliação da rentabilidade operacional, aplicou-se o indicador de margem de lucro operacional, que segundo Gitman (2010), dimensiona o lucro operacional após deduzidos os custos e outras despesas relacionadas a operação, estampando primordialmente, os ganhos a cada unidade monetária trabalhada.

Desse modo, empregou-se a verificação desta medida nas empresas da amostra, avaliando-as pelos exercícios delineados no escopo, como se segue na tabela 11.

Tabela 11 – Rentabilidade por Margem de Lucro Operacional - *Turnaround* (%).

Código	2014	Declínio		Retomada		Relação
		2015	2016	2017	2018	
CAMB	16,04	12,12	4,11	7,69	11,69	
EALT	7,78	5,84	2,59	28,57	8,16	
CEDO	2,24	-14,67	-15,65	13,18	9,71	
ROMI	1,48	-0,34	-7,57	7,62	6,19	

Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

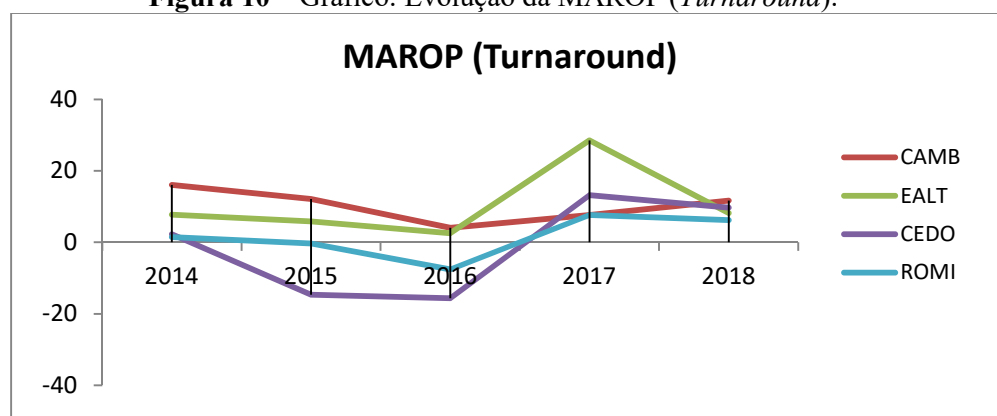
Nota:  = Relação Positiva (retomada>declínio);  = Relação Negativa (inverso)

Seguindo a análise, verifica-se que a rentabilidade apurada pela Margem de Lucro Operacional das empresas classificadas como *turnaround*, além de asseverar a relação esperada (positiva), também exhibe melhoras substanciais no encerramento da trajetória, sobretudo, quando os resultados são contrapostos ao ápice da situação de declínio (2016), onde os ROAs tendem a se deteriorar (ou praticamente deteriorar) antes de iniciar o movimento de retomada, e segundo Bibeaault (1998), inicia-se a fase de estabilização, um passo a frente do objetivo da conservação do negócio, onde o foco perpassa para a regularização da operação e acréscimo nos lucros (expectativas de longo prazo), asfaltando a base para emprego de estratégias de reposicionamento, investimentos, marketing entre outras atividades vocacionadas a potencialização do crescimento.

Outro aspecto relevante diz respeito à prevalência no crescimento das empresas *turnaround* acima do ROA pontuado no instante pré-crise (2014), intuindo uma elevada reabilitação, como pode ser identificado no gráfico mais a frente da figura 10.

O esboço em tela confirma a localização transcendente do ponto culminante das empresas de codinomes EALT, CEDO E ROMI, de sorte que essa revelação encontra argumentação nas medidas de contenção financeira voltadas ao entrincheiramento oportuno em ambientes de demandas represadas. Tal argumentação é reforçada pela pesquisa de Tangpong, Abebe e Li (2015), os quais certificam a alegação de que ações de contenção iniciais promovem um avanço subjacente na esfera operacional da empresa acometida pelo declínio, afetando positivamente o desempenho institucional e melhoria da imagem no mercado financeiro.

Figura 10 – Gráfico: Evolução da MAROP (*Turnaround*).



Fonte: Elaboração própria.

Para melhorar a compreensão deste evento, realizou-se a decomposição do parâmetro MAROP constituído pelos elementos: Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços (RLVS), Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos (CBSV), Despesas Com Vendas (DCV), Despesas

Gerais e Administrativas (DGA), Outras Receitas Operacionais (ORO) e Outras Despesas Operacionais (ODO), dispostos na tabela 12.

Tabela 12 – Decomposição do Indicador MAROP - *Turnaround* (R\$ Mil).

CÓDIGO	TIPO	2014	Declínio		Retomada		Δ% (retomada vs declínio)
			2015	2016	2017	2018	
CAMB	RLVS	283.864	285.919 ▲	276.389 ▼	259.464 ▼	247.489 ▼	-9,84
CEDO	RLVS	563.973	396.435 ▼	505.730 ▼	635.038 ▲	649.693 ▲	42,41
EALT	RLVS	171.325	146.637 ▼	117.687 ▼	168.407 ▼	246.961 ▲	57,14
ROMI	RLVS	648.611	606.632 ▼	586.917 ▼	672.873 ▲	743.462 ▲	18,67
SOMA	RLVS	1.667.773	2.922.346	▼	3.623.387	▼	23,99
CAMB	CBSV	160.528	170.381 ▲	171.275 ▲	156.850 ▼	146.484 ▼	-11,22
CEDO	CBSV	484.607	379.871 ▼	461.757 ▼	518.456 ▲	575.099 ▲	29,93
EALT	CBSV	127.290	109.095 ▼	100.019 ▼	137.902 ▲	196.304 ▲	59,82
ROMI	CBSV	481.184	468.605 ▼	469.921 ▼	483.236 ▲	537.083 ▲	8,72
SOMA	CBSV	1.253.609	2.330.924	▼	2.751.414	▼	18,04
CAMB	DCV	81.158	73.006 ▼	63.741 ▼	59.885 ▼	50.488 ▼	-19,29
CEDO	DCV	44.896	35.908 ▼	39.616 ▼	43.401 ▼	44.287 ▼	16,11
EALT	DCV	14.011	10.707 ▼	10.435 ▼	11.888 ▼	19.957 ▲	50,62
ROMI	DCV	72.738	69.761 ▼	72.846 ▲	67.736 ▼	79.801 ▲	3,46
SOMA	DCV	212.803	376.020	▼	377.443	▼	0,38
CAMB	DGA	27.601	36.003 ▲	27.390 ▼	28.843 ▲	27.293 ▼	-11,45
CEDO	DGA	24.262	22.292 ▼	25.023 ▲	25.064 ▲	29.204 ▲	14,70
EALT	DGA	19.060	15.331 ▼	14.199 ▼	14.499 ▼	18.224 ▼	10,81
ROMI	DGA	90.059	91.674 ▲	89.314 ▼	75.730 ▼	84.525 ▼	-11,46
SOMA	DGA	160.982	321.226	▼	303.382	▼	-5,55
CAMB	ORO	30.951	28.125 ▼	-2.631 ▼	6.060 ▼	5.713 ▼	-53,82
CEDO	ORO	15.683	14.238 ▼	11.244 ▼	60.360 ▲	91.188 ▲	494,73
EALT	ORO	3.449	3.046 ▼	14.850 ▲	63.679 ▲	11.273 ▲	318,82
ROMI	ORO	4.953	21.366 ▲	730 ▼	5.094 ▲	3.995 ▼	-58,87
SOMA	ORO	55.036	90.968	▼	247.362	▼	171,92

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Δ%=variação percentual, ▼ = resultado inferior a 2014 e ▲ = resultado superior a 2014.

A decomposição exposta na tabela 12 demonstra reações de crescimento de receitas no grupo de empresas casos de retomada, com uma variação substancial do componente RLVS em 23,99% e um surpreendente incremento no componente ORO de 171,92%, calculados entre os momentos de declínio e de retomada. Em sincronia, o desempenho dos componentes relacionados aos gastos (CBSV, DVC, DGA e ODO) para o mesmo agrupamento de empresas (turnaround), favoravelmente, retratou um comportamento inequívoco de contenção revelado pela variação ocorrida nas respectivas rubricas (18,04%, 0,38%, -5,55% e -31,13%), mesmo considerando a inevitável elevação do componente CBSV, mas que obteve performance bastante inferior ao componente RLVS.

Pode-se destacar da mesma forma o comportamento do componente DCV, o qual pontuou uma variação insignificante para o mesmo conjunto de empresas, aspecto que reforça a tendência de abandono das ações estratégicas de alavancagem, reconhecidas como indutoras de aumento nas DCV (marketing, posicionamento e entre outras despesas comerciais).

Simplificando resultados percorridos pela perspectiva da ilustração, constatam-se em relação aos resultados superiores a 2014 ($\blacktriangle$), as receitas RLVS (5/8) e ORO (5/8) e custos de bens e serviços CBSV(6/8), como componentes que apresentam maiores frequências de crescimento. No que tange aos resultados inferiores a 2014 ($\blacktriangledown$), as rubricas de gastos DCV (6/8) e DGA (5/8) foram as que obtiveram maior número de observações.

No discernimento acima, sugere-se novamente que os empregos de ações intervenientes voltadas a contenção de gastos, sincronizadas com o melhoramento das receitas operacionais tendem a atuar significativamente nos casos de sucesso de *turnaround* em ambientes econômicos desaquecidos, evento encontrado na pesquisa de Sudarsanam e Lai (2001), com registro de melhoramento das margens operacionais em empresas *turnaround*, contudo não acompanhada por aquelas consideradas como insucesso, sendo tal fenômeno classificado por Hofer (1980), como *turnaround* operacional baseada na eliminação dos gastos (custos e despesas), ampliação das receitas e contração dos ativos ou a conjunção destes, arranjo conectado em prol da reação da margem de lucro operacional.

Seguindo a lógica de comparação aplicada nos tópicos anteriores, avalia-se agora a decomposição da amostra das empresas rejeitadas na classificação *turnaround*, sinalizando a conduta da margem operacional das empresas preterida a conjuntura de *turnaround*, relacionadas na demonstração da tabela 13.

Tabela 13 – Rentabilidade por Margem Lucro Operacional – não *Turnaround* (%).

Código	2014	Declínio		Retomada		Relação
		2015	2016	2017	2018	
BDLL	3,24	4,11	-28,65	-43,65	-83,46	
BTOW	4,6	4,57	4,2	3,48	-0,35	
DMMO	1074,51	-54,84	-120,55	-190,94	-93,69	
ESTR	6,8	-4,62	-7,65	-3,91	13,09	
HBOR	16,92	8,47	-7,3	-48,02	-48,78	
JFEN	-15,91	-36,18	-164,89	-266,4	-409,71	
JSLG	8,31	9,74	7,4	9,71	11,9	
MILS	19,89	-11,38	-29,78	-64,88	-41,56	
MNPR	18,33	10,56	11,93	2,74	4,84	
PLAS	5,84	-10,65	-32,3	-10,71	-36,22	
RDNI	11,19	1,23	-17,57	-29,14	-18,71	
RLOG	24,59	25,87	18,06	23,75	26,57	
RSID	-21,91	-27,18	-58,02	-133,67	-294,8	
SNSY	-9,61	-13,98	-17,08	-21,91	-19,18	
VIVR	-96,44	-140,9	1374,04	-1660	-100,71	

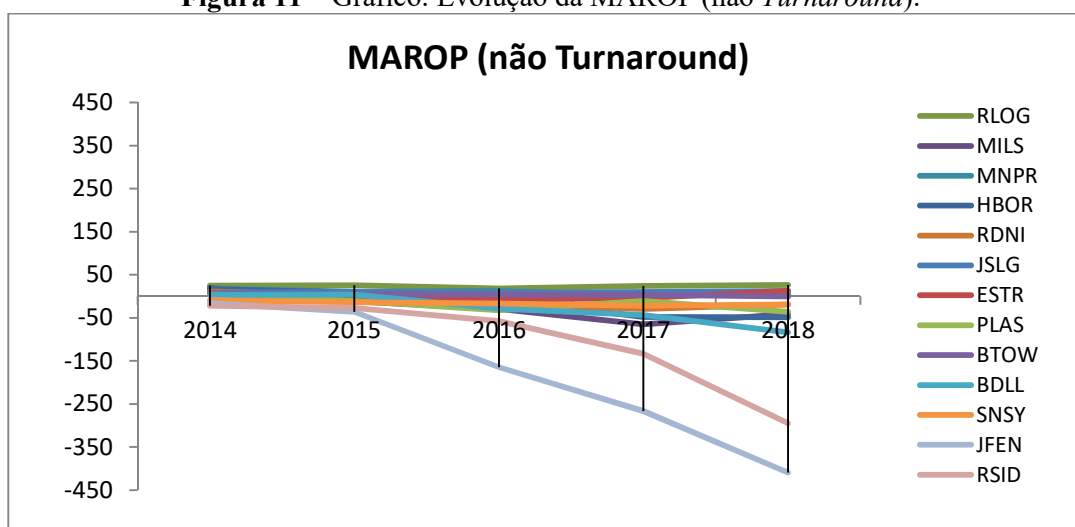
Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

Nota:  = Relação Positiva (retomada>declínio);  = Relação Negativa (inverso)

Os reflexos das margens de lucro operacional negativas denotam o antagonismo conferido às empresas que apresentaram baixos resultados neste indicador (relação negativa), reforçando o poder de contribuição que esse quesito “reestruturação operacional” possui no processo de retomada.

Na avaliação do desenho das empresas de insucesso no que concerne a o indicador margem de lucro operacional retratado a frente, após a exclusão dos resultados dos *outliers* fora do intervalo (-450 a 450), é possível verificar um movimento de queda quase homogêneo avesso a recuperação, observável no gráfico da figura 11.

Figura 11 – Gráfico: Evolução da MAROP (não *Turnaround*).



Fonte: Elaboração própria.

Por fim, ressalta-se que nos desempenhos da figura 11, as empresas JFEN e RSID expressam um movimento de curva descendente acentuada, configurada pela forte queda ocorrida na MAROP.

Noutro prisma de avaliação da rentabilidade, a abstração se deu utilizando o indicador de Margem Líquida (MARLIQ), e sua capacidade de contribuição no quadro de *turnaround*, visto que, seus reflexos propiciam a melhoria da gestão dos custos ocasionando maior performance do caixa da entidade (Robbins & Pearce, 1992).

Experimentos realizados por Casey et al. (1986), Campbell (1996) e Routledge e Gadenne (2000) reforçam acerca da capacidade de contribuição atribuída a lucratividade, no tocante as empresas em ruínas participantes de processos de reestruturação prósperos, em detrimentos daquelas que desmoronaram de forma permanente, por meio de teste que mensuram os ganhos sob o ponto de vista do ROA.

Sendo assim, primeiramente foram avaliadas as margens líquidas anuais de cada empresa, como mostra a tabela 14.

Tabela 14 – Rentabilidade por Margem de Lucro Líquida - *Turnaround* (%).

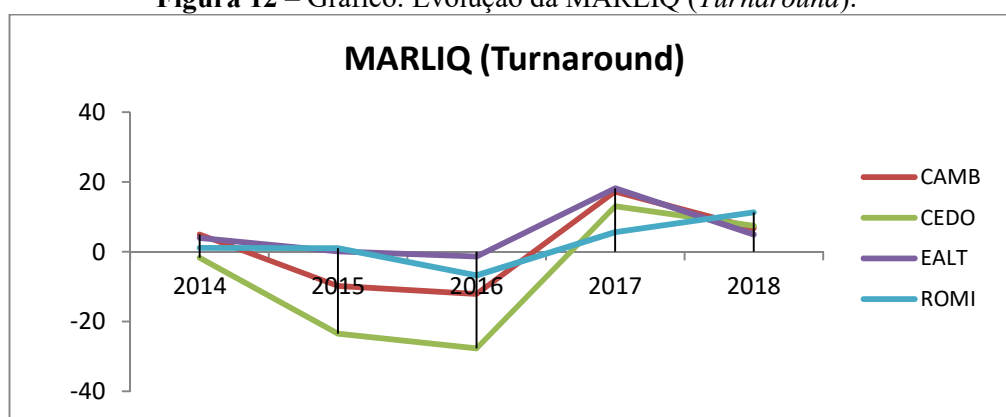
Código	2014	Declínio		Retomada		Relação
		2015	2016	2017	2018	
CAMB	4,98	-9,83	-12,07	17,24	6,72	👍
CEDO	-1,71	-23,49	-27,74	13,02	7,48	👍
EALT	3,95	0,08	-1,4	18,2	4,96	👍
ROMI	1,12	1,03	-6,76	5,6	11,3	👍

Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

Nota: 👍 = Relação Positiva (retomada>declínio); 🚫 = Relação Negativa (inverso)

Analisando o comportamento da margem de lucro líquida do intervalo 2015/2018, após a comprovação da relação positiva, percebe-se um pico elevado de recuperação do indicador no ano de 2017, seguido da manutenção do aumento, ocorrida em 2018, o que sugere uma intervenção robusta no controle dos gastos e melhoria na geração de caixa em confronto com início da recuperação. Black et al. (1998), atribuem essa melhoria substancial como fase de assentamento financeiro da situação da empresa onde os cuidados com a estabilização do caixa e a eficiência da operação recebem maior enfoque, provocando uma imediata maximização da margem de lucro líquida, como é possível verificar no gráfico da figura 12.

Figura 12 – Gráfico: Evolução da MARLIQ (*Turnaround*).



Fonte: Elaboração própria.

O plano visual da figura 12 classifica a companhia CEDO como caso mais inclinado de regeneração do indicador de margem líquida, oscilando em graus notáveis nos momentos de queda, assim como no intervalo de retomada.

No mesmo roteiro, realizou-se a análise da decomposição dos principais componentes (aqueles com resultado relevante na composição da margem líquida de lucros), denominadas por Resultado Operacional (ROP), Receitas Financeiras (RFI), Despesas Financeiras (DFI) e Lucro/Prejuízo do Período (LPP), visando contribuir para assimilação de fatores relevantes explicados a partir da tabela 15.

Tabela 15 – Decomposição do Indicador MARLIQ - Turnaround (R\$ Mil).

CÓD.	TIPO	2014	Declínio		Retomada		Δ% (retomada vs declínio)
			2015	2016	2017	2018	
CAMB	ROP	45.528	34.654 ▼	11.352 ▼	19.946 ▼	28.937 ▼	6,25
CEDO		12.654	-58.143 ▼	-79.161 ▼	83.712 ▲	63.110 ▲	206,93
EALT		13.328	8.567 ▼	3.046 ▼	48.110 ▲	20.160 ▲	487,88
ROMI		9.583	-2.042 ▼	-44.434 ▼	51.265 ▲	46.048 ▲	309,38
SOMA	ROP	81.093	-126.161	▼	361.288	▼	386,37
CAMB	RFI	19.904	16.874 ▼	5.559 ▼	27.246 ▲	20.898 ▲	114,61
CEDO		19.838	18.744 ▼	15.101 ▼	17.818 ▼	45.778 ▲	87,90
EALT		3.679	3.179 ▼	2.483 ▼	2.994 ▼	3.962 ▲	22,85
ROMI		14.403	19.212 ▲	20.773 ▲	15.822 ▲	43.740 ▲	48,96
SOMA	RFI	57.824	101.925	▼	178.258	▼	74,89
CAMB	DFI	51.305	77.373 ▲	50.168 ▼	38.221 ▼	40.383 ▼	-38,37
CEDO		46.112	61.447 ▲	81.348 ▲	61.613 ▲	57.233 ▲	-16,77
EALT		7.942	12.749 ▲	8.519 ▲	8.340 ▲	11.824 ▲	-5,19
ROMI		11.655	8.315 ▼	24.556 ▲	11.994 ▲	2.619 ▼	-55,54
SOMA	DFI	117.014	324.475	▼	232.227	▼	-28,43
CAMB	LPP	14.127	-28.105 ▼	-33.351 ▼	44.731 ▲	16.639 ▲	199,86
CEDO		-9.622	-93.132 ▼	-140.276 ▼	82.704 ▲	48.609 ▲	156,26
EALT		6.770	122 ▼	-1.651 ▼	30.648 ▲	12.249 ▲	2.905,56
ROMI		7.235	6.254 ▼	-39.695 ▼	37.662 ▲	84.001 ▲	463,81
SOMA	LPP	18.510	-329.834	▼	357.243	▼	208,31

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Δ%=variação percentual, ▼= resultado inferior a 2014 e ▲= resultado superior a 2014.

Considerando os substanciais resultados operacionais das empresas exibidos no componente ROP (386,37%) das empresas, juntamente com o desempenho positivo do componente DFI (-28,43%) no que diz respeito a rigidez no controle dos gastos, ora decompostos na ocasião da análise do indicador COBJUR (tabela 5) das empresas turnaround, avalia-se agora o componente RFI o qual apresenta um quadro de progresso nas variações do intervalo de retomada (114,61%, 87,90%, 22,85% e 48,96%), estabelecendo a variação associada por situação de turnaround de 74,89%, significativamente relevante, que ultrapassa o ponto de restabelecimento da rentabilidade anterior ao declínio.

Como resultado, o comportamento das rubricas analisadas acima colaborou para a mudança no panorama do componente LPP, pontuando expectativas animadoras de ganhos nos patamares de 199,86%, 156,26%, 2.905,56% e 463,81 (CAMB, CEDO, EALT e ROMI), resultando na variação somada de 208,31%.

Avaliando o panorama de forma figurada, compreende-se que no tocante aos resultados superiores aos escores de 2014 ($\blacktriangle$), a totalidade dos elementos (ROP, RFI, DFI e LPP) estão situados na zona de crescimento. Contudo, atenta-se novamente para o comportamento favorável relacionado a variação negativa das despesas financeira (DFI) em comparação entre os subgrupos (declínio e retomada).

Sendo assim, o resultado vantajoso promovido pelas medidas de contenção e crescimento no cenário da crise econômica interna atual, é fortalecido pela ampliação do resultado financeiro produzido a partir do confronto entre RFI (receitas financeiras) e DFI (despesas financeiras), corroborando com a descoberta de Almeida (1994), acerca da contribuição dos resultados não operacionais nas experiências de retomada, sobretudo, a influência direta do aumento do resultado financeiro decorrente da equação formada por reduções das despesas financeiras e ampliação das receitas financeiras.

Examinando novamente a perspectiva dos resultados compreendidos como insucesso, empreendeu-se mais uma vez a evidenciação da amostra por empresas rejeitadas na classificação de *turnaround*, obtendo os resultados contidos na tabela 16.

Tabela 16 – Rentabilidade por Margem Lucro Líquida - não *Turnaround* (%).

Código	2014	Declínio		Retomada		Relação
		2015	2016	2017	2018	
BDLL	1,54	-2,01	-38,2	-71,54	-102,31	
BTOW	-2,05	-4,64	-5,65	-5,78	-6,13	
DMMO	1003,09	-129,04	-351,71	-457,87	-124,65	
ESTR	-12,05	-26,56	-44,33	-30,53	-21,11	
HBOR	11,42	5,27	-11,44	-59,66	-53,81	
JFEN	-31,46	-47,56	-186,24	-255,82	-411,44	
JSLG	1,31	0,78	-2,72	-0,04	1,63	
MILS	8,09	-16,98	-25,06	-47,51	-31,22	
MNPR	-1,15	-5,35	-6,79	-13,31	-33,56	
PLAS	-11,57	-41,26	-71,67	-18,49	-74,17	
RDNI	9,57	1,21	-19,62	-32,17	-14,29	
RLOG	11,39	-0,74	-4,12	-1,34	1,13	
RSID	-38,31	-45,51	-95,61	-103,95	-412,88	
SNSY	-23,69	-30,81	-37,53	-39,93	-35,63	
VIVR	-147,69	-232,93	1933,66	-2032,55	-231,94	

Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

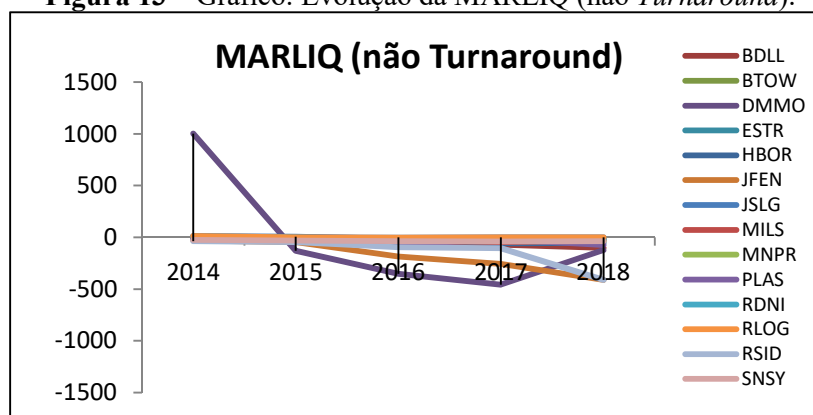
Nota:  = Relação Positiva (retomada>declínio);  = Relação Negativa (inverso)

Após ratificar a ocorrência de relação negativa na maioria das empresas frustradas no que tange a recuperação da rentabilidade, e tomando por base a regularidade (67%) das

empresas NÃO *turnaround* que sofreram diminuição da margem de lucro líquida, determinada em 10 das 15 organizações incluídas nesta subamostra, reforça-se a conexão entre a variável analisada e a conquista da condição de retomada.

Destacam-se ótimos esforços de recuperação pontuado pelas empresas RLOG e JSLG, levando-as a marcações positivas no exercício de 2018, conforme demonstra a plotagem gráfica da figura 13, livre dos *outliers* fora do intervalo do gráfico a frente (-1500 a 1500), muito embora tais resultados tenham sido insuficientes para configurar uma situação de *turnaround*.

Figura 13 – Gráfico: Evolução da MARLIQ (não *Turnaround*).



Fonte: Elaboração própria.

Neste contexto, aduz-se que o comportamento das empresas da amostra em relação a medida de margem de lucro líquida, apresenta considerável relacionamento com as experiências de *turnaround* aferidas na construção da amostra.

Em resumo, por meio da decomposição dos indicadores (MAROP e MARLIQ), constata-se novamente a relevante adoção de medidas ligadas a redução das despesas operacionais (DCV, DGA e ODO), distanciamento ocorrido entre as receitas (RLVS) e os custos de fabricação (CBSV), além da diminuição das despesas financeiras citada no tópico anterior, todas integrantes do rol das Estratégias Orientadas a Eficiência.

4.4 ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS POR SETOR

Assumindo-se naturalmente que, organizações que enfrentem situações angustiantes de queda de rentabilidade e insuficiência de caixa, tendem a buscar no conjunto de estratégias financeiras de *turnaround*, o caminho para neutralização do declínio e o impulso da recuperação dos resultados da organização (HOFFMAN,1989), realizou-se a observação do comportamento da rentabilidade das companhias participantes da amostra, perpassando-se à

demonstração do cenário na perspectiva do setor econômico inserido, retratando o desenho agrupado das 19 entidades selecionadas, de acordo com a classificação setorial estabelecida pela B3, inferindo-se também suas medidas estatísticas e as diferenças significantes apresentadas nos testes realizados por setor.

4.4.1 Estatística Descritiva

Segundo a classificação setorial consultada no site da B3, atualmente, existem 11 setores econômicos, considerados de acordo com os tipos e usos dos produtos e serviços produzidos pelas companhias listadas. Esta classificação visa promover um modo de comparabilidade congênere entre as empresas listadas no mercado interno e no exterior, agrupando-as por cadeias produtivas e/ou produtos e serviços semelhantes com respostas econômicas análogas, independente da igualdade de atividades desenvolvidas por elas (BOLSA BRASIL BALCÃO, 2019). No entanto, seguindo a metodologia adotada, após excluídos os setores financeiro e de utilidade pública, a demonstração por setor econômico listada na tabela 17 ficou assim:

Tabela 17 – Distribuição da Amostra por Setor.

Setor Econômico	Frequência	%	Retomada (ROA 2014)	%	Não Retomada (ROA 2014)	%
Bens Industriais	6	31,6	2	40,0	4	26,7
Consumo Cíclico	10	52,6	2	60,0	8	53,3
Consumo não Cíclico	1	5,3	0	0,0	1	6,7
Materiais Básicos	1	5,3	0	0,0	1	6,7
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	1	5,3	0	0,0	1	6,7
TOTAL	19	100	4	100	15	100

Fonte: Elaboração própria.

Nota-se a partir da tabela acima que o setor de Consumo Cíclico figura como o de maior presença (52,6%) de empresas na amostra o qual está constituído pelo agrupamento subjacente de empresas dos subsetores: Automóveis e Motocicletas; Comércio (produtos diversos); Construção Civil (incorporações); Tecidos, Vestuário e Calçados (calçados e fios e tecidos); e Viagens e Lazer (brinquedos e jogos).

Logo após, aparece o setor de Bens Industriais (31,6%) com desdobramento de participações dos subsetores: Construção e Engenharia (Serviços Diversos); Máquinas e Equipamentos (Máq. e Equip. Industriais); e Transporte (transporte ferroviário). A soma das

frequências destes dois setores representam a grandeza de 84,2% das empresas observadas no estudo.

Logo abaixo, a Tabela 18 reproduz as informações descritivas considerando apenas os setores Bens Industriais (10) e Consumo Cíclico (6), em decorrência dos demais setores pontuarem apenas uma observação.

Tabela 18 - Estatística Descritiva por Setor Econômico.

Variável	Intervalo	Obs.	Média	Desvio Padrão	Obs.	Média	Desvio Padrão
		BENS INDUSTRIAIS			CONSUMO CÍCLICO		
TATAN (R\$ mil)	2015/2016	6	5.504.738	7.935.624	10	313.373	435.784
	2017/2018	6	6.476.967	9.647.282	10	264.155	362.453
	TOTAL	6	11.981.705	17.570.385	10	577.528	797.688
GCACT (%)	2015/2016	6	129	41	10	205	121
	2017/2018	6	123	47	10	223	152
	TOTAL	6	252	85	10	429	269
EVOLCP (R\$ mil)	2015/2016	6	1.074.900	735.018	10	1.067.906	1.911.255
	2017/2018	6	1.426.026	1.372.769	10	908.685	2.409.265
	TOTAL	6	2.500.925	2.081.257	10	1.976.591	4.260.217
COBJUR (%)	2015/2016	6	0	2	10	-1	2
	2017/2018	6	3	11	10	-2	3
	TOTAL	6	3	11	10	-3	5
MARLIQ (%)	2015/2016	6	-16	20	10	103	566
	2017/2018	6	-35	77	10	-372	706
	TOTAL	6	-51	95	10	-269	319
MAROP (%)	2015/2016	6	-1	30	10	87	408
	2017/2018	6	-19	77	10	-300	563
	TOTAL	6	-19	105	10	-213	313
ATLIV (%)	2015/2016	6	28	80	10	-9.783	12.967
	2017/2018	6	18	89	10	-9.430	12.282
	TOTAL	6	46	163	10	-19.213	24.963
DSIZI (%)	2015/2016	6	120	323	10	-26	23
	2017/2018	6	5	32	10	-18	24
	TOTAL	6	125	331	10	-44	41
ROE (%)	2015/2016	6	-20	14	10	-453	1.215
	2017/2018	6	1	46	10	28	293
	TOTAL	6	-19	59	10	-425	974

Fonte: Software STATISTICA 10.0

A análise da composição da tabela 18, demonstra que as empresas de maiores dimensões (mensuradas pela variável TATAN) na amostra encontram-se no setor Bens Industriais, fortemente influenciados pelas RLOG - Cosan Logística S.A. que apresenta uma média (2015/2018) de aproximadamente R\$ 8,8 bilhões em ativos tangíveis, acompanhada pela JSLG - JSL S.A., organização dimensionada na casa dos R\$ 5,5 bilhões (média 2014/2018).

A magnitude da dimensão da Cosan se justifica por ser uma companhia com forte participação societária nas principais empresas de infraestrutura, atuante nos setores

de logística, transporte de cargas, operação portuária de terminais de distribuição, utilizando-se de seus principais ativos: Rumo Logística S.A. pela ALL – América Latina Logística S.A.

De maneira semelhante, a JSL S.A. também opera no setor logístico de modo mais diversificado com negócios voltados as linhas de Serviços Dedicados à Cadeia de Suprimentos, Gestão e Terceirização de Frotas e Equipamentos, Transporte de Passageiros e Transporte de Cargas Gerais.

Em contraposição, tem-se o desempenho do setor Consumo Cíclico, no que se refere a variável ATLIV (margem de ativos livres), indicador responsável pela estimação da capacidade de colateralizar ativos em garantia de financiamento e outras captações de créditos, que apresenta médias negativas influenciadas pelas empresas JFEN - Joao Fortes Engenharia S.A., VIVR - Viver Incorporadora E Construtora S.A., RSID - Rossi Residencial S.A., HBOR - Helbor Empreendimentos S.A. e RDNI - RNI Negócios Imobiliários S.A., todas pertencentes ao seguimento de incorporações imobiliárias e donas das respectivas médias no citado indicador: -18.119,14%, -8.861,10%, -8.779,64%, -6.540,84% e 1.965,20%.

4.4.2 Estatística Inferencial

Seguindo a análise das variáveis orientadas pelos setores econômicos remanescentes, utilizou-se o teste não paramétrico de *Mann-Whitney U*, visto que apenas os setores Bens Industriais (6) e Consumo Cíclico (10) apresentaram um número de observações suficientes impossibilitando a realização do teste de *Kruskal-Wallis* de comparação entre 3 ou mais grupos. A Tabela 19 exhibe os resultados obtidos pela comparação entre as médias dos subgrupos declínio e retomada.

Tabela 19. Teste de Mann-Whitney por Setor Econômico.

VARIÁVEL / SITUAÇÃO	Rank Sum BENS INDUSTRIAIS	Rank Sum CONSUMO CÍCLICO	p-value	Rank Sum BENS INDUSTRIAIS	Rank Sum CONSUMO CÍCLICO	p-value
	2015/2016			2017/2018		
TATAN	72,0	64,0	0,026*	72,0	64,0	0,0262*
GCACT	36,0	100,0	0,116	33,0	103,0	0,0577
EVOLCP	57,0	79,0	0,551	65,0	71,0	0,1431
COBJUR	62,0	74,0	0,255	61,0	75,0	0,3028
MARLIQ	67,0	69,0	0,093	62,0	74,0	0,2548

Continuação.

VARIÁVEL / SITUAÇÃO	Rank Sum BENS INDUSTRIAIS	Rank Sum CONSUMO CÍCLICO	p-value	Rank Sum BENS INDUSTRIAIS	Rank Sum CONSUMO CÍCLICO	p-value
	2015/2016			2017/2018		
MAROP	59,0	77,0	0,416	64,0	72,0	0,1752
ATLIV	73,0	63,0	0,020*	73,0	63,0	0,0197*
DSIZI	67,0	69,0	0,093	66,0	70,0	0,1158
ROE	58,5	77,5	0,448	50,0	86,0	0,9567

Fonte: Software STATISTICA 10.0

Nota: *Significativo a 5% (0,05).

Os resultados da Tabela 19 evidenciam ocorrências de significância estatística na comparação dos setores Bens Industriais e Consumo Cíclico para as variáveis TATAN e ATLIV, sendo ambas as medidas alicerçadas em perspectivas do ativo tangível total, tanto no período do declínio, quanto nos intervalo da retomada.

Dessa maneira, rejeitada a hipótese nula (H_0) nas variáveis mencionadas, verificou-se em seguida o panorama de comportamento das medidas que apresentaram diferenças significativas no teste de *Mann-Whitney U*, a partir da análise das estratégias financeiras e seus posteriores desdobramentos.

4.4.3 Análise das Estratégias Financeiras por Setor Econômico

Nessa etapa, realiza-se uma imersão nos resultados das variáveis TATAN (operacionalizada com o intuito de avaliar a diminuição/crescimento da dimensão da entidade) e ATLIV (empregada para avaliar a capacidade garantidora de financiamentos e o seu comprometimento dos ativos totais existentes), sob a perspectiva dos setores, visando desvelar as repercussões ocorridas nos estágios correspondentes a declínio (2015/2016) e retomada (2017/2018).

4.4.3.1 Análise da Dimensão da Empresa (TATAN) por Setor

Neste ponto, verificou-se os resultados obtidos na análise da categoria Dimensão da Empresa sob a perspectiva dos setores econômicos que de acordo com Rajan e Zingales (1995, p. 31), a maior proporção da participação dos ativos corpóreos na estrutura patrimonial de uma empresa tende a amenizar as ameaças de risco de inadimplemento junto aos fiduciários, por exemplo.

Segundo Perobelli et al. (2005), isso acontece devido a atratividade desse tipo de componente patrimonial, sendo a simplicidade de sua precificação um fato que colabora com o entendimento de ocorrência de correlação com o nível de endividamento do negócio. Nesse contexto, a tabela 20 reporta a evolução dos valores totais dos ativos tangíveis por setor econômico.

Tabela 20 – Comportamento da Variável TATAN por Setor.

Setor Econômico	2014	Declínio		Retomada		Relação
		2015	2016	2017	2018	
Bens Industriais	7.024.509	15.886.950	17.141.480	18.554.509	20.307.292	
Consumo Cíclico	1.649.865	1.645.292	1.488.439	1.385.230	1.256.315	
Consumo não Cíclico	104.278	105.122	107.889	90.456	90.240	
Materiais Básicos	170.409	164.015	154.176	141.953	133.849	
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	518.699	639.917	540.515	179.139	244.023	

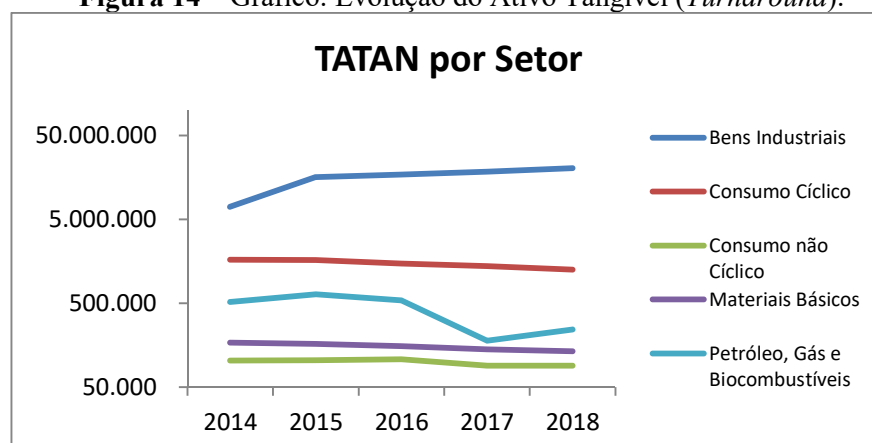
Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

Nota:  = Relação Positiva (retomada>declínio);  = Relação Negativa (inverso)

Conforme demonstrado na tabela 20, avaliada sob a ótica do setor econômico as empresas classificadas como Bens Industriais, segundo critério da B3, apresentam uma relação positiva (crescimento) ao longo da trajetória do estudo (2015/2018) pontuando uma variação em relação a 2014 de 301,75% com uma frequência de 2 casos classificados como *turnaround* (EALT e ROMI).

Este resultado apoia a prescrição de White (1984, 1989), a qual assevera que a dimensão das empresas é um fator relevante na captação de recursos acessórios ao argumentar que o histórico positivo de atração de investimento externos advoga em favor de empreendimentos maiores.

De modo contrário, os demais setores apresentaram uma relação negativa (diminuição) do ativo tangível, mesmo havendo ocorrência de 2 casos classificados como *turnaround* no setor Consumo Cíclico, conforme se verifica na figura 14 com o panorama da medida TATAN por setor.

Figura 14 – Gráfico: Evolução do Ativo Tangível (*Turnaround*).

Fonte: Elaboração própria.

O desenho mostrado no gráfico, reforça o antagonismo das estratégias de repercussão financeira adotadas pelos setores estudados, o que levanta a necessidade de investigação das particularidades por meio das variações sucedidas nos dois setores com ocorrência de situação de *turnaround*, tecendo a comparação de cada exercício e o *start* da análise (2014), segregando-as em casos classificados como sucesso (sim) e insucesso (não) *turnaround*, conforme demonstra a tabela 21.

Tabela 21 – Comportamento da Variável TATAN por Setor e *Turnaround*.

Setor Econômico	TA	Variação em Ano Atual vs 2014				Relação
		2015/2014	2016/2014	2017/2014	2018/2014	
Bens Industriais	SIM	-1,90	-9,11	-8,86	5,32	👍
	NÃO	134,98	154,57	176,05	201,75	👍
Consumo Cíclico	SIM	-5,38	-20,87	-16,81	-20,35	👎
	NÃO	1,70	-5,50	-15,74	-25,21	👎

Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

Nota: 👍 = Relação Positiva (retomada>declínio); 👎 = Relação Negativa (inverso)

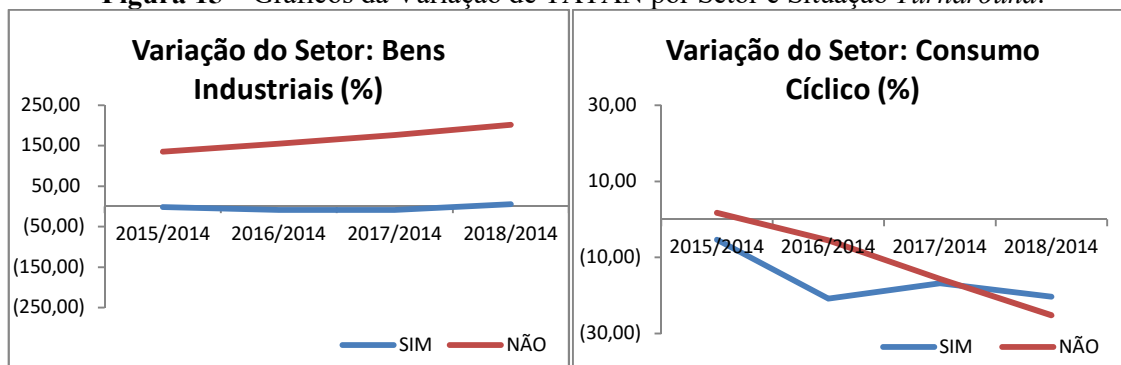
Examinando a princípio as relações esperadas, desponta a observação que não houve um resultado uniforme (Bens Imóveis = positiva e Consumo Cíclico = negativa). Contudo, por meio do desdobramento dos resultados do setor Bens Industriais, é possível perceber na variação dos resultados, maior concentração de forças destinada a estratégia de redução dos ativos tangíveis (-1,90%, -9,11%, -8,86%) das empresas classificadas como *turnaround*, mesmo admitindo-se um leve incremento em 2018 (5,32%). Esse comportamento se apoia no prisma construído por Hannan e Freeman (1984), onde se admite a prostração estratégica como característica intrínseca ao peso (tamanho) da entidade em situação de *turnaround*.

Em relação à visualização do resultado do setor Consumo Cíclico, apesar do movimento uniforme de redução do setor, intui-se que a distinção entre as experiências de

êxito e fracasso (sim e não), amparam-se na maior intensidade de redução de ativos empregada nas empresas classificadas como casos de sucesso. Este resultado vai ao encontro dos achados revelados no estudo de Francis e Desai (2005) que apresentou uma relação inversa (negativa) quanto ao poder contributivo da dimensão da organização por via da maior probabilidade de angariamento de recursos por alienação, estratégia supostamente atenuante em cenários financeiros angustiantes.

Tal conjuntura torna-se melhor observável na coleção de gráficos da figura 15.

Figura 15 – Gráficos da Variação de TATAN por Setor e Situação *Turnaround*.



Fonte: Elaboração própria.

Os gráficos da figura 15, ilustram as variações ao longo dos anos pesquisados corroborando com a relação esperada no setor de Bens Industriais (manutenção x crescimento), bem como, torna inteligível a verificação do antagonismo e a intensidade das variações nas empresas *turnaround* do setor de Consumo Cíclico. Este elenco de medidas de relacionadas a dimensão da empresa, pertencem ao campo das estratégias de reorientação empresarial.

4.4.3.2 Análise dos Investimentos/Desinvestimentos (ATLIV) por Setor

A trajetória de resultados providos por via da percepção da liberdade dos ativos (ATLIV), busca apoio na afirmação de Vinten, Smith e Graves (2005), sobre a influência positiva que a oportunidade de caucionar dívidas suportadas pelo total de ativos corpóreos exerce na contratação de crédito, sugestionando que empresas nestas condições demonstram mais atratividades devido a suas garantias e assim desfrutam de maiores facilidades de captação de recursos para impulsionar uma retomada.

Myers e Majluf (1984), reforçam ainda que empresas consideram essa modalidade de obtenção de crédito bastante proveitosa, sugerindo que as organizações que dispõem de ativos

garantidores, geralmente tomam vantagem nas negociações de assunção de compromissos, fato que tende a reduzir o desempenho desse indicador (ATLIV) ou até torna-lo negativo nas empresas em situação de retomada, considerando o risco de haver casos de assimetria de informações. Doutra sorte, essa margem de liberdade (ativos não comprometidos) também pode representar uma oportunidade de ingresso de novos recursos financeiros por meio de sua alienação (OSÓRIO, 2014). Logo, a tabela 22 busca prover o reporte do comportamento do indicador perante os setores econômicos analisados.

Tabela 22 – Comportamento da Variável ATLIV por Setor.

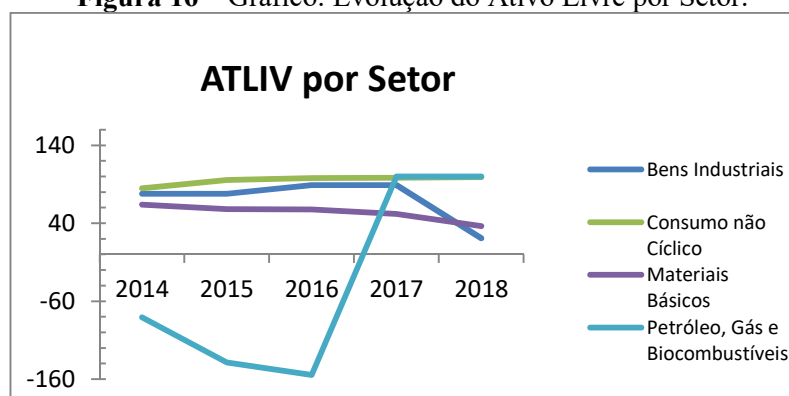
Setor Econômico	2014	Declínio		Retomada		Relação
		2015	2016	2017	2018	
Bens Industriais	77,97	77,65	88,75	88,88	20,65	
Consumo Cíclico	-34618,11	-43679,16	-54150,96	-51078,18	-43222,85	
Consumo não Cíclico	84,72	95,62	97,92	98,37	99,23	
Materiais Básicos	63,87	57,89	57,67	52,09	36,19	
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-80,56	-138,53	-154,51	100	100	

Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

Nota:  = Relação Positiva (retomada>declínio);  = Relação Negativa (inverso)

De modo adverso ao comportamento aludido na variável TATAN, a tabela 22 demonstra que a relação positiva aguardada na variável ATLIV (declínio vs retomada) não foi confirmada para o setor de Bens Industriais (onde há registros de situação de *turnaround*), circunstância que insinua uma possível dinâmica de comprometimento dos ativos por meio da contratação de empréstimos e financiamentos, evento similarmente repetido no setor de Materiais Básicos.

Em contraponto, o setor de Consumo Cíclico (também possuidor de casos de situação de *turnaround*) confirma a relação positiva do indicador, no entanto, demonstra insuficiência na margem de ativos livres, fenômeno que não ocorre nos demais setores que apresentaram uma relação positiva (entre o declínio e a retomada). Sendo assim, a partir da ilustração da figura 16 (excluído o *outlier* Consumo Cíclico) foi possível idealizar a evolução da variável ATLIV por setor.

Figura 16 – Gráfico: Evolução do Ativo Livre por Setor.

Fonte: Elaboração própria.

Com a fotografia posta no gráfico em questão (sem os *outliers* fora do intervalo do gráfico acima), verifica-se um empate no comportamento das relações (positiva e negativa) dos setores analisados nessa etapa, carecendo assim, do desdobramento dos resultados por eventos de sucesso e insucesso, elaborado por meio da tabela 23.

Tabela 23 – Comportamento da Variável (ATLIV) por Setor e *Turnaround*.

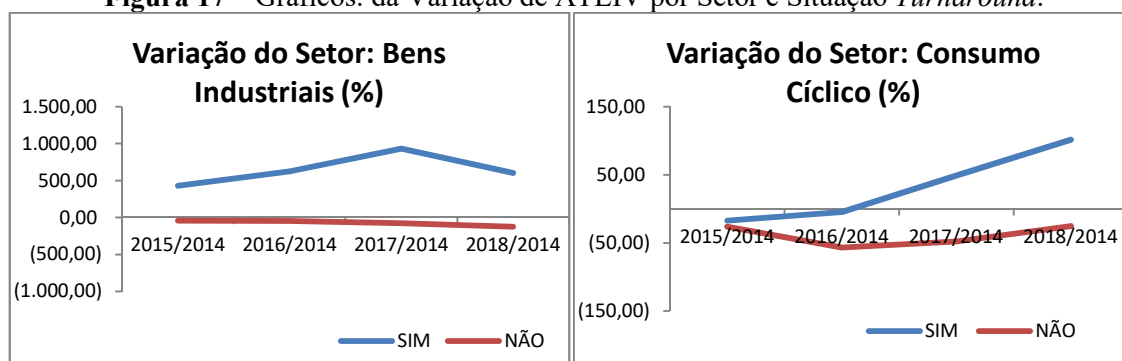
Setor Econômico	TA	Variação em Ano Atual vs 2014				Relação
		2015/2014	2016/2014	2017/2014	2018/2014	
Bens Industriais	SIM	431,37	622,67	933,95	604,17	👍
	NÃO	-41,24	-46,48	-75,82	-123,79	👎
Consumo Cíclico	SIM	-17,47	-4,74	49,08	101,48	👍
	NÃO	-26,20	-56,57	-47,83	-25,22	👍

Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

Nota: 👍 = Relação Positiva (retomada>declínio); 👎 = Relação Negativa (inverso)

A partir dessa nova visão apoiada nos casos de sucesso e insucesso (relações positivas confirmadas), evidenciou-se que os integrantes do setor Bens Industriais classificados na situação de *turnaround* obtiveram variações substanciais positivas relevantes ao longo dos períodos declínio e retomada (431,37%, 622,67%, 933,95% e 604,17%), enquanto que os casos com desfecho inverso alimentaram variações negativas contínuas.

No caso do setor de Consumo Cíclico, houve variações negativas no período de declínio, seguidas de transmutação gradual para variações positivas no período de retomada. Para auxiliar a compreensão, elaborou-se a fotografia conjunta dos resultados aludidos acima, por meio dos gráficos constantes na figura 17.

Figura 17 – Gráficos: da Variação de ATLIV por Setor e Situação *Turnaround*.

Fonte: Elaboração própria.

Nesse novo contexto, os gráficos ilustrados na figura 19 demonstram com inteireza as reações positivas das variações processadas nos momentos de declínio e retomada, apresentando um percurso semelhante nos dois setores (Bens Industriais e Consumo Cíclico). Não obstante, ainda realizou-se a fragmentação dos componentes com o fito de desvelar as razões responsáveis pelo melhoramento do indicador, mostrado na tabela 24.

Tabela 24 – Decomposição do Indicador ATLIV - *Turnaround* (R\$ Mil).

Setor	TIPO	2014	Declínio		Retomada		Δ% (retomada vs declínio)
			2015	2016	2017	2018	
Bens Industriais	IMOB	452.610	444.032 ▼	411.394 ▼	412.493 ▼	476.687 ▲	3,95
Consumo Cíclico		460.153	435.401 ▼	364.102 ▼	382.782 ▼	366.510 ▼	-6,28
Bens Industriais	PC-EF	268.014	154.435 ▼	196.084 ▼	179.491 ▼	221.827 ▼	14,49
Consumo Cíclico		289.965	225.946 ▼	222.135 ▼	182.642 ▼	157.519 ▼	-24,08
Bens Industriais	PNC-EF	281.149	290.332 ▲	175.977 ▼	124.428 ▼	173.970 ▼	-36,01
Consumo Cíclico		150.530	158.193 ▲	149.993 ▼	155.344 ▲	163.679 ▲	3,52

Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

Nota: Δ%=variação percentual, ▼ = resultado inferior a 2014 e ▲ = resultado superior a 2014.

Com o suporte da decomposição do ATLIV demonstrado na tabela 24, identifica-se uma redução contínua no total do ativo imobilizado (IMOB) dos setores investigados, excetuando-se apenas a variação positiva (em relação a 2014), ocorrida no momento da retomada do setor Bens Industrial (3,95%), corroborando com os achados da variável TATAN, mas que tende a influenciar negativamente o resultado deste índice.

A título de comparação, tem-se que o setor Bens Industriais apresentou o ativo imobilizado médio de aproximadamente R\$ 188 milhões, fato que significa uma redução (-29,87%) em relação ao total grafado em 2014 (R\$ 268 milhões), comportamento replicado pelo setor de Consumo Cíclico (-32,04%) o qual registrou em 2014 o valor aproximado de R\$

290 milhões e a média de R\$ 197 milhões nos demais anos. De sorte, essa reengenharia inclina-se desfavoravelmente e contribui para o encolhimento da margem ATIV.

Todavia, em relação ao componente “Empréstimos e Financiamentos” classificado no Passivo Circulante (PC-EF), constata-se uma diminuição substancial e praticamente unânime, o que auxilia positivamente o indicador em apreciação, sobrepondo a redução do componente IMOB, e mantém de forma favorável o total destes gastos abaixo dos resultados de 2014 nos dois setores, tornando a relação positiva novamente.

A mesma tática foi notada no componente PNC-EF (empréstimos e financiamentos não circulantes) do setor de Bens Industriais, o que ocasionou na redução de -32,00%, mas não se reproduziu no setor Consumo Cíclico, o qual manteve uma média de aproximadamente R\$ 157 milhões, análoga ao desempenho aferido no ano de 2014 (R\$ 150 milhões).

Por meio do uso das setas foi possível verificar os padrões de crescimento (▲) e redução (▼), onde se enxergou no zoneamento das figuras, certo domínio da redução (▼) nas variações de todos os componentes do indicador, sendo possível confirmar todas as afirmações transcritas nos parágrafos anteriores acerca dos componentes analisados (IMOB, PC-EF e PNC-EF).

O panorama final ratificou o entendimento de que as empresas em circunstâncias de enfrentamento de declínio organizacional, engajam-se na redução dos resultados dos componentes PC-EF e PNC-EF, com vistas a potencializar a recuperação da rentabilidade antecedente aos momentos de *distress* financeiro. Perez (2007), trata tal fenômeno como a atividade de repactuação dos compromissos desenvolvida por meio da negociação de novos prazos, bem como refinanciamento das dívidas presentes no momento declinante, ressaltando a dificuldade em alcance desse feito diante da necessidade de convencer os credores sobre o cumprimento dos novos pactos.

Adicionalmente, Bhattacharyya e Malik (2019), na abordagem do peso excessivo do custo dos financiamentos assumidos, apresenta a proposição de novos ingressos via capital próprio, como alternativa de assunção do endividamento do declínio. Assim, as medidas de melhoramento da margem de ativos livres, são de reorientação empresarial estratégica.

4.5 ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS POR SEGMENTO DE LISTAGEM

Baseados na premissa de que as práticas diferenciadas de governança corporativa abrangente às empresas negociadas na b3, classificadas por seguimento de listagem, influencia o desempenho econômico das empresas por meio do cumprimento das regras

estabelecidas e os sistemas de *compliance* vigilantes, avaliados a níveis de padronização internacional (SILVEIRA, 2015), busca-se nesse tópico verificar a existência de encadeamento entre as situações de *turnaround* e o padrão de governança das companhias.

Nesse contexto, atentando para ao proceder da rentabilidade das empresas observadas no estudo, inicia-se a consecução do quadro de evidências relacionadas aos seguimentos de listagem, exibindo as 19 empresas designada na amostra da pesquisa por meio da categorização de seus níveis, testando os aspectos estatísticos tais como medidas e diferenças, considerando frequências e grupamentos.

4.5.1 Estatística Descritiva

Conforme resumo publicado no portal da B3, a formação do Seguimento de Listagem se dá, a partir da classificação das empresas que negociam suas ações no citado mercado de capitais. Esta classificação é estabelecida para categorizar as companhias de acordo com as regras de governança corporativa, determinadas pelos níveis: Bovespa Mais (MA), Bovespa Mais Nível 2 (M2), Novo Mercado (NM), Nível 2 (N2) e Nível (N1) e Tradicional (TD) usado nesta pesquisa para classificar as companhias não enquadradas nos níveis anteriores, sendo tal conjunto de segmentos utilizado para promover a estabilidade e ofertar confiança aos investidores (Bolsa Brasil Balcão, 2019). Desse modo, o quadro elaborado das frequências correlatas aos segmentos de listagem foi retratado na tabela 25.

Tabela 25 – Distribuição da Amostra por Segmento de Listagem.

Segmento	Frequência	%	Retomada (ROA 2014)	%	Não Retomada (ROA 2014)	%
N1	1	5,3	1	25,0	-	-
NM	9	47,4	1	25,0	8	53,3
TD	9	47,4	2	50,0	7	46,7
TOTAL	19	100	4	100	15	100

Fonte: Elaboração própria.

Com isso, a tabela 25, demonstra certa equivalência entre as empresas incluídas nos segmentos de listagem NM – Novo Mercado (47,4%), segmento esse conhecido como o topo dos níveis de governança corporativa das empresas de capital aberto na B3 e TD – Tradicional (47,4%), restando apenas uma observação para as organizações classificadas no segmento N1 (5,3%), segmento esse que estimula o acolhimento de práticas voltadas a privilegiar a transparência e a disponibilização de informações aos investidores.

Na etapa posterior, após a associação das empresas ao segmento, calculou-se a média e desvio padrão, reproduzindo informações descritivas tão somente dos segmentos de listagem NM (9) e TD (9) em virtude haver no segmento N1 única observação.

Tabela 26 – Estatística Descritiva por Segmento de Listagem.

Variável	Intervalo	Valid N	Mean	Std.Dev.	Valid N	Mean	Std.Dev.
		TD			NM		
TATAN (R\$ mil)	2015/2016	9	407.400	412.530	9	3.725.310	6.825.471
	2017/2018	9	285.130	241.518	9	4.353.579	8.269.226
	TOTAL	9	692.530	628.736	9	8.078.890	15.085.090
GCACT (%)	2015/2016	9	291	161	9	145	57
	2017/2018	9	346	226	9	137	52
	TOTAL	9	636	384	9	282	106
EVOLCP (R\$ mil)	2015/2016	9	-271.208	984.231	9	1.737.613	1.715.102
	2017/2018	9	-693.669	1.316.915	9	1.944.212	2.391.758
	TOTAL	9	-964.877	2.251.052	9	3.681.825	4.026.172
COBJUR (%)	2015/2016	9	-1	2	9	-1	2
	2017/2018	9	-2	6	9	0	9
	TOTAL	9	-3	7	9	0	9
MARLIQ (%)	2015/2016	9	-116	154	9	163	578
	2017/2018	9	-183	259	9	-335	742
	TOTAL	9	-298	398	9	-171	255
MAROP (%)	2015/2016	9	-49	82	9	128	416
	2017/2018	9	-123	230	9	-261	580
	TOTAL	9	-171	308	9	-133	231
ATLIV (%)	2015/2016	9	-4.324	12.836	9	-6.533	8.661
	2017/2018	9	-3.927	11.849	9	-6.490	8.705
	TOTAL	9	-8.251	24.684	9	-13.023	16.906
DSIZI (%)	2015/2016	9	-14	16	9	67	268
	2017/2018	9	-12	22	9	-12	33
	TOTAL	9	-25	29	9	55	282
ROE (%)	2015/2016	9	-456	1.292	9	-4	87
	2017/2018	9	88	261	9	-39	154
	TOTAL	9	-368	1.072	9	-43	71

Fonte: Software STATISTICA 10.0

Por conseguinte, avaliaram-se os resultados das medidas estatísticas por meio das médias dos segmentos NM e TD, constatando a princípio diferenças entre empresas classificadas nos dois seguimentos, e no que diz respeito a dimensão da organização estimada pela variável TATAN, que demonstrou superioridade absoluta para o segmento NM devido a presença das companhias RLOG - Cosan Logística S.A. e JSLG - JSL S.A., organizações com médias de ativos tangíveis dimensionadas acima da casa dos R\$ 8 bilhões (2014/2018).

De forma oposta, o seguimento TD demonstra que o indicador de Cobertura do Ativo por Capital de Terceiros (GCACT), utilizado para compreensão da estrutura de capital das entidades, apresenta média maior que o seguimento NM, causadas pelo desempenho das companhias ESTR - Manufatura de Brinquedos Estrela S.A., MNPR - Minupar Participações S.A. e SNSY - Sansuy S.A. Indústria de Plásticos, as quais apresentaram maiores médias de

ativos corpóreos (24,6 bilhões e 152,9 bilhões), respectivamente, fenômenos a serem investigados na estatística inferencial.

4.5.2 Estatística Inferencial

Para análise dos resultados obtidos a partir do processamento das variáveis instrumentalizadas sob a ótica dos segmentos de listagem presentes na amostra selecionada, recorreu-se ao teste estatístico de *Mann-Whitney U*, considerando restar apenas os grupos NM (9) e TD (9) com número de observações coerentes (>1), afastando a expectativa de realização do teste de comparação para *K* grupos de Kruskal-Wallis. Isto posto, as respostas que foram obtidas via comparação das médias estão contidas na tabela 27.

Tabela 27 – Teste de *Mann-Whitney U* por Segmento de Listagem.

VARIÁVEL / SITUAÇÃO	Rank Sum NM	Rank Sum TD	p-value	Rank Sum NM	Rank Sum TD	p-value
	2015/2106			2017/2108		
TATAN	94,0	77,0	0,4799	94,0	77,0	0,4799
GCACT	61,0	110,0	0,0341*	59,0	112,0	0,0217*
EVOLCP	116,0	55,0	0,0081*	119,0	52,0	0,0036*
COBJUR	84,0	87,0	0,9296	90,0	81,0	0,7239
MARLIQ	108,0	63,0	0,0521	89,0	82,0	0,7911
MAROP	100,0	71,0	0,2164	84,0	87,0	0,9296
ATLIV	68,0	103,0	0,1333	67,0	104,0	0,1120
DSIZI	83,0	88,0	0,8598	85,0	86,0	1,0000
ROE	84,0	87,0	0,9296	67,0	104,0	0,1120

Fonte: Software STATISTICA 10.0

Nota: *Significativo a 5% (0,05).

Deste modo, após o processamento do teste de *Mann-Whitney U*, constatou-se significância estatística na comparação dos segmentos NM e TD, no que corresponde as variáveis ZSCORE (declínio) que reflete a solvabilidade do negócio, GCACT (declínio e retomada) e EVOLCP (declínio e retomada), que conjuntamente referem-se a composição da estrutura de capital.

Sendo assim, com a presença de significância estatística nas variáveis relacionadas no parágrafo anterior, desenvolveu-se a análise das estratégias financeiras sob a perspectiva do segmento, verificando o tipo de relação presente (positiva ou negativa) e, quando necessário, sobreveio a decomposição de tais índices.

4.5.3 Análise das Estratégias Financeiras por Segmento de Listagem

Neste tópico, empreendeu-se o aprofundamento da investigação das variáveis ZSCORE, GCACT e EVOLCP considerando o prisma do segmento de listagem no que tange aos resultados despontados nos momentos declínio (2015/2016) e retomada (2017/2018), intentando verificar as relações decorridas em confronto com suas expectativas, e quando necessário, elucidar os subjacentes comportamentos desse conjunto de índices.

4.5.3.1 Análise da Estrutura de Capitais (GCACT e EVOLCP) por Segmento de Listagem

No que concerne ao exame da estrutura de capital das empresas em declínio organizacional, almeja-se que corporações acometidas por essas situações empreguem ações fundamentais visando à reengenharia de sua estrutura de capital, como também, a diminuição dos seus compromissos com a cobertura de juros para que possa embarcar em um *turnaround*.

Logo, Sudarsanam & Lai (2001) adicionam que em momentos de recuperação, é comum lançar mão de estratégias financeiras voltadas a renegociação de dívidas, diminuição ou eliminação de juros e até mesmo conversão de obrigações em participações no negócio.

Nesse contexto, Grinblatt e Titman (2005), explicam que a estrutura de capital ideal deve firmar-se na obtenção do equilíbrio proposto que guarde harmonia entre os compromissos advindos do *turnaround* e a nova realidade de desempenho operacional. A verificação da cobertura do ativo por capital de terceiros de empresa é uma das formas adotadas para monitorar os efeitos das ações de *turnaround*, e dessa forma analisou-se o grau de cobertura do ativo por capital de terceiro, conforme demonstra a tabela 28.

Tabela 28 – Comportamento da Variável GCACT por Segmento.

Segmento	2014	Declínio		Retomada		Relação
		2015	2016	2017	2018	
NM	574,27	631,98	670,61	605,34	626,5	
N1	53,51	62,41	85,3	71,68	70,19	
TD	1082,3	1.224,85	1.391,16	1.426,46	1.683,15	

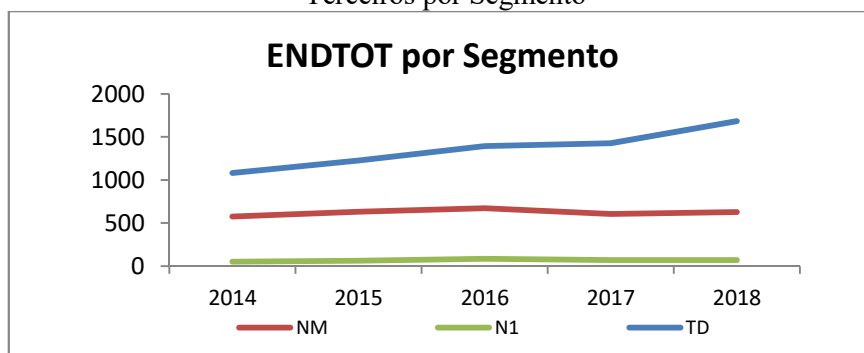
Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

Nota:  = Relação Positiva (retomada>declínio);  = Relação Negativa (inverso)

Neste contexto, com base nos resultados agrupados por segmento listado na tabela 28, confirmou-se a relação esperada (negativa) para o segmento NM apresentando no intervalo da retomada um decremento de -5,43% em comparação com o intervalo de declínio,

acompanhado por N1 (-3,95%), porém a performance do segmento TD não acompanhou tal proeza ampliando sua margem GCACT em 18,87%, conforme ilustra o gráfico da figura 18.

Figura 18 – Gráfico: Evolução da Cobertura do Ativo por Capital de Terceiros por Segmento



Fonte: Elaboração própria.

Observando as trajetórias desenhadas no gráfico do indicador de cobertura do ativo por capital de terceiros por segmento, encontra-se a diferenciação retratada entre os segmentos NM com setas em sentido ascendente e TD que risca um traçado descendente ao longo do percurso de 2014 a 2018. Contudo, visando estabelecer a compreensão sobre o caso de sucesso (1) ocorrido no segmento TD, elaborou-se a tabela 29 sob a perspectiva das variações em relação ao exercício de partida (2014).

Tabela 29 – Comportamento da Variável GCACT por Setor e *Turnaround*.

Segmento de Listagem	TA	Variação em Ano Atual vs 2014				Relação
		2015/2014	2016/2014	2017/2014	2018/2014	
NM	SIM	-10,41	-11,03	-19,73	-12,37	👎
	NÃO	12,00	19,43	7,81	11,14	👎
TD	SIM	7,25	16,17	-2,14	-10,83	👎
	NÃO	14,21	30,71	37,76	67,17	👍

Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

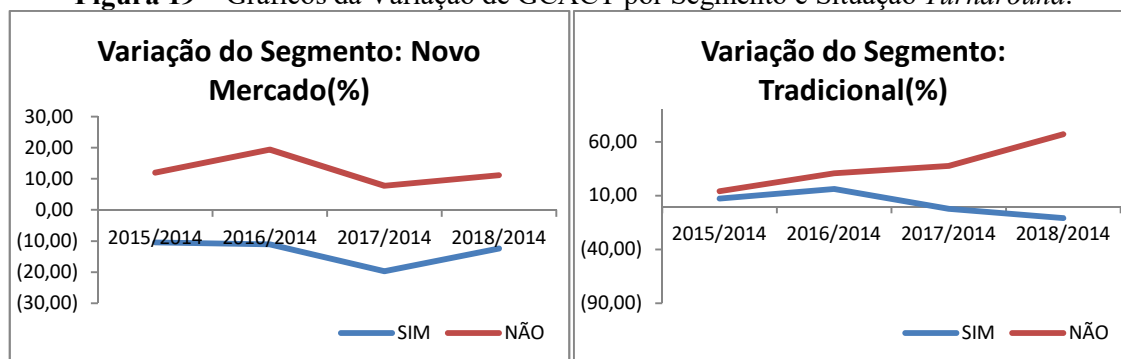
Nota: 👍 = Relação Positiva (retomada>declínio); 👎 = Relação Negativa (inverso)

Analisando as informações concebidas na tabela 29, primeiro confirmou-se a relação negativa aguardada nos casos de *turnaround*, como também se observou a distinção das variações de GCACT de acordo com o segmento inserido e a confirmação ou não da situação de *turnaround* das variações, onde se inferiu curiosamente variações negativas para NM nos anos de retomada (versus declínio) tanto para os casos de sucesso (-49,67%), quanto naqueles classificados como insucesso (-39,70%) levantando uma nova incógnita no estudo.

No caso do segmento TD, as variações reveladas seguiram um padrão de regularidade, onde foi assinalada no período da retomada uma diminuição de GCACT de -

155,37% em contraste com o período de declínio, sucedida por um resultado positivo de 133,60%, produto da diferença entre retomada (2015/2016) e declínio (2017/2018), conforme demonstra o conjunto de gráficos da figura 19.

Figura 19 – Gráficos da Variação de GCACT por Segmento e Situação *Turnaround*.



Fonte: Elaboração própria.

O panorama traçado no conjunto de gráficos acima, tornou observável as diferentes reações reportadas nas variações, revelando para NM uma similaridade de desempenho das setas no circuito da evolução de GCACT (incógnita), e quanto ao segmento TD pode-se confirmar o movimento esperado na relação ocorrida entre o indicador e a situação de *turnaround*. Por conseguinte, com o intermédio da tabela 34 fez-se a decomposição do citado índice intentando encontrar respostas para incógnita levantada em NM e analisar a performance das rubricas Passivo Circulante (PC), Passivo não Circulante e Ativo Total (AT).

Tabela 30 – Decomposição do Indicador GCACT - *Turnaround* (R\$ Mil).

Setor	TIPO	2014	Declínio				Retomada				Δ% (retomada vs declínio)
			2015		2016		2017		2018		
N1		223.068	191.346	▼	275.207	▲	226.953	▲	296.984	▲	12,30
NM	PC	353.379	247.562	▼	290.889	▼	280.526	▼	362.752	▲	19,47
TD		218.248	285.213	▲	268.760	▲	265.324	▲	249.725	▲	-7,03
N1		142.644	174.200	▲	174.493	▲	185.530	▲	194.529	▲	9,00
NM	PNC	291.456	299.159	▲	191.699	▼	151.397	▼	181.732	▼	-32,13
TD		222.289	180.304	▼	166.958	▼	105.016	▼	133.600	▼	-31,29
N1		683.384	585.697	▼	527.224	▼	575.442	▼	700.214	▲	14,62
NM	AT	1.288.996	1.219.716	▼	1.084.120	▼	1.075.423	▼	1.242.087	▼	0,59
TD		544.782	536.945	▼	468.584	▼	475.055	▼	562.051	▲	3,14

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Δ%=variação percentual, ▼ = resultado inferior a 2014 e ▲ = resultado superior a 2014.

Usando a decomposição de GCACT da tabela 30, verificou-se que o componente Passivo Circulante (PC) apresentou comportamento de crescimento (retomada vs declínio)

nos seguimento NM (19,47%) e N1 (12,30%), o que enfraquece o poder de contribuição do componente perante a expectativa do indicador (relação negativa), tendo o seguimento TD alcançado uma retração do PC (-7,03%) no ambiente da retomada.

Nota-se assim, que o componente PC apresentou níveis estáveis em comparação a 2014, flutuando suavemente, o que demonstra um esforço de contenção acanhado, haja vista que normalmente provêm das despesas operacionais (fornecedores, mão de obra entre outras) e estão intimamente ligadas aos esforços de melhoria/crescimento das receitas e segundo Hofer (1980), por natureza, essas ampliações do fluxo de caixa são classificadas por ações de curto prazo.

No entanto, constatou-se que o componente Passivo não Circulante (PNC) para os seguimentos NM e TD apresentou reduções significativas (-32,13% e -31,29%) na variação declínio/retomada, situando-se em níveis inferiores ao exercício de 2014, empreendendo um suporte substancial com vistas à contenção do GCACT, performance explicada por Gilson (1990), que atribui ao poder de compressão do componente “dívidas de longo prazo”, o fato deste tipo de dívida está concentrado em um menor número de credores, o que simplifica a maneira de renegociação ampliando a possibilidade de entendimento entre as partes, facilitando a reestruturação descomplicada. Entretanto o segmento N1 continuou marcando variação positiva (9%), afastando-se do cerne do caminho da redução de gastos.

No que se refere ao componente Ativo Total (AT), conferiu-se que está rubrica apresentou leve crescimento nos segmentos NM (0,59%) e TD (3,14%), enquanto que para o segmento N1, tal componente mostrou relevante crescimento (14,62%) dada a grandeza deste totalizador (considerando o hiato ocupado pelo patrimônio líquido) perante os demais componentes (PC e PNC).

Avaliando a reprodução da tabela acima com o auxílio dos símbolos direcionadores (▲ ▼), evidenciou-se o maior gabarito de crescimento (▲) nos gastos encampados no componente PC, e de modo contrário, as setas de redução (▼) exercem certo domínio nas variações dos componentes PNC, fato que ratifica o maior esforço de redução (NM e TD). Sendo assim, tem-se que o comportamento do componente AT não sugere o uso de alternativas paralelas a redução, como por exemplo, ingressos de recursos sem impacto no capital próprio, exceção provavelmente presente no segmento N1.

Outro prisma relevantemente usado para verificação do ajustamento da estrutura de capital da corporação reestruturada financeiramente, diz respeito a análise da evolução do capital próprio (EVOLCP) que advém do ingresso de novos recursos financiados pelos participantes do capital das empresas.

Considerado igualmente relevante e também relacionado ajustamento da estrutura de capital da corporação, Bibeault (1998) alerta para a necessidade de avaliar o entusiasmo dos financiadores da corporação em amparar o processo de retomada/crescimento, dada a importância do seu desfecho no sucesso do *turnaround*. Perez (2007), também reitera a magnitude da garantia do ingresso de novos recursos para execução das ações de recuperação, alegando que doutra sorte, somente a atratividade econômica momentânea demonstrada pela empresa não se fará suficiente para assegurar a viabilidade do *turnaround*.

Desta maneira, examinou-se a evolução do capital próprio das companhias apreciadas no estudo, com o fim de observar o deslocamento temporal (ano a ano) do seu capital próprio, expresso na tabela 31.

Tabela 31 – Comportamento da Variável EVOLCP por Segmento.

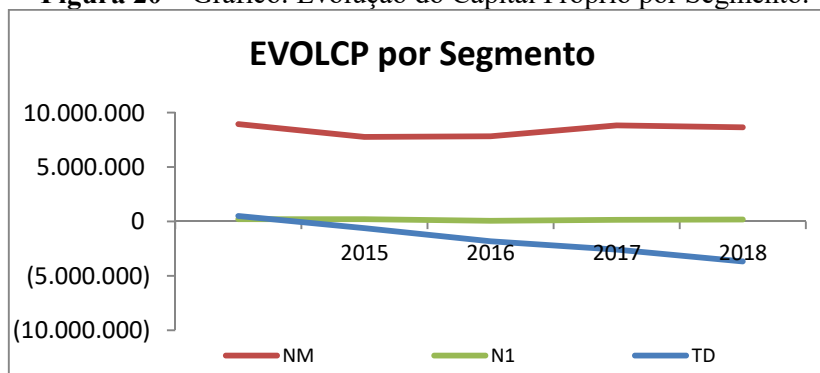
Segmento	2014	Declínio		Retomada		Relação
		2015	2016	2017	2018	
NM	8.939.344	7.789.335	7.849.181	8.841.854	8.656.056	👍
N1	226.091	199.150	58.874	141.578	190.187	👍
TD	496.459	-613.182	-1.827.691	-2.571.785	-3.671.238	👎

Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

Nota: 👍 = Relação Positiva (retomada>declínio); 👎 = Relação Negativa (inverso)

De acordo com a análise da tabela 31, evidenciou-se a relação aguardada nos segmentos de listagem NM e N1, os quais apresentaram performance positiva no estágio da retomada, mesmo sem retornar ao nível de 2014, sendo os anos de 2015 (N1) e 2017 (NM) considerados os responsáveis pelo melhor desempenho da recuperação do capital próprio. Já com referência ao segmento TD, verificou-se uma trajetória de desmoronamento que culminou no resultado de -155,77% de variação da condição do declínio à retomada, fato observável a partir do desenho do gráfico da figura 20.

Figura 20 – Gráfico: Evolução do Capital Próprio por Segmento.



Fonte: Elaboração Própria.

Diante do retrato construído no gráfico acima, testemunhou-se os diferentes rumos presentes nos segmentos NM (suave crescimento) e TD (forte declínio), apesar de haver ocorrência de situações de *turnaround* em todos os grupos, inclusive em N1, circunstância que estimulou a exibição dos resultados por subgrupos sucesso (sim) e insucesso (não) disposto na tabela 32.

Tabela 32 – Comportamento da Variável EVOLCP por Segmento e *Turnaround*.

Segmento de Listagem	TA	Variação em Ano Atual vs 2014				Relação
		2015/2014	2016/2014	2017/2014	2018/2014	
NM	SIM	6,05	1,03	3,66	6,19	👍
	NÃO	-14,00	-12,99	-1,37	-3,73	👍
TD	SIM	-28,92	-72,21	-29,12	74,79	👍
	NÃO	-265,93	-554,46	-746,40	-1.038,79	👎

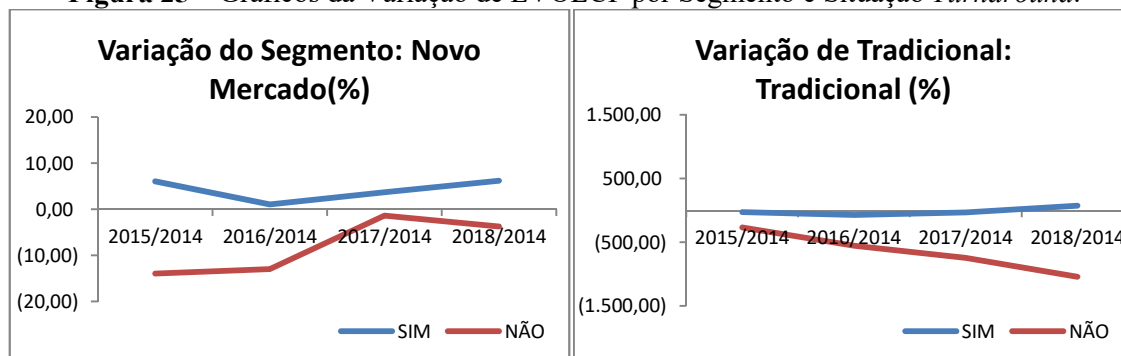
Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

Nota: 👍 = Relação Positiva (retomada>declínio); 👎 = Relação Negativa (inverso)

Antes de tudo, o resultado da tabela 32 confirma a relação previsível (positiva), bem como, a existência de variações positivas no desfecho da parte do segmento NM, o qual alcançou uma reviravolta na rentabilidade próxima a casa dos 40%, ao passo que nos desfechos não favoráveis a variação declínio/retomada foi superior 81%. No caso do segmento TD, houve uma recuperação imponente no capital próprio do exercício de 2018, que modificou o quadro de negativo para positivo.

Tais comportamentos são explanados por Perez (2007), que reconhece como fator de incentivo, a realização de novos ingressos de capital próprio por parte dos acionistas, o que influencia na melhora dos resultados operacionais e na liquidez. Todavia, tal desempenho não se configura nas experiências não exitosas do mesmo segmento, conforme se percebe na reunião de gráficos da figura 21.

Figura 25 – Gráficos da Variação de EVOLCP por Segmento e Situação *Turnaround*.



Fonte: Elaboração Própria.

As ilustrações gráficas formadas na figura 25 corroboram com o movimento de variações positivas, semelhante às expectativas das relações pretendida para EVOLCP, abstraindo-se que empresas triunfantes nas situações de *turnaround* manifestam variações confirmatórias de crescimento no índice em questão.

Desse modo, conclui-se ao fim deste sub tópico que as medidas empregadas de redução do grau de cobertura do ativo com capital de terceiro, bem como o crescimento de capital próprio na visão segmentada, favorecem a restauração da estrutura de capital e são consonantes com as expectativas estratégicas orientadas à eficiência.

Objetivando ampliar a explanação, apresenta-se na próxima seção uma síntese da análise dos resultados.

4.6 SÍNTESE DOS RESULTADOS X RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO

Com fundamento no resultado da amostra e acompanhando os resultados dos níveis de significância revelados nos teste estatísticos processados nesse tópico, realizou-se a categorização das consequências, de acordo com as perspectivas de abstração (*turnaround*, setor econômico e segmento de listagem), considerando o foco de cada estratégia financeira, bem como sua interface de percepção (categoria).

Esta compilação de preditores de retomada de empresas no contexto de ROA e Z'Score dos períodos analisados e conforme as perspectivas acima citadas, apoiados por achados de estudo anteriores sobre o assunto (OSÓRIO, 2014; CHANGPONG; ABEBE; LI, 2015), também oportunizou o ajuste das lentes para o presente ambiente brasileiro de crise econômica, visto que, embora não se operacionalize uma confrontação com dados macroeconômicos como PIB, taxas de câmbios entre outros, acredita-se que o escopo da pesquisa ao inserir os dados de mercado como moderador do ROA, lança um enfoque sutil sobre as condições gerais vividas pelos setores incluídos na abstração.

Por via da síntese ilustrada na próxima demonstração (quadro 7), é possível conferir o predomínio confirmatório das relações aguardadas nas estratégia de foco orientado à eficiência no assentamento da situação de *turnaround* (comportamento praticamente homogêneo), e no que se refere as estratégias de reorientação empresarial houve uma exceção para TATAN, ambas as estratégias examinadas no período denominado retomada, sob o argumento de resposta ao momento de declínio.

Quadro 7 – Síntese dos resultados por Perspectiva, Foco Estratégico e Categoria.

Foco Estratégico	Perspectiva	Categoria	Variáveis	Relação Aguardada	Relação Observada
Estratégias Orientadas a Eficiência	<i>Turnaround</i>	Saúde Financeira de Curto Prazo	COBJUR	Positiva	Positiva
		Rentabilidade e Eficiência	MAROP	Positiva	Positiva
			MARLIQ	Positiva	Positiva
	Segmento	Estrutura de Capitais	GCACT	Negativa	Negativa
			EVOCP	Positiva	Positiva
Estratégias de Reorientação Empresarial	Setor	Dimensão da empresa	TATAN	Positiva	Positiva/ Negativa
		Investimentos / Desinvestimentos	ATLIV	Positiva	Positiva

Fonte: Elaboração Própria.

Por conseguinte, usando apenas a perspectiva da situação de *turnaround* (RETOMADA: sim ou não) para a apreciação das medidas categorizadas como: gravidade do declínio, saúde financeira de curto prazo e rentabilidade e eficiência, representadas pelas variáveis quantitativas ZSCORE, COBJUR, MARLIQ e MAROP, constatou-se que as relações aguardadas na metodologia confirmaram-se, significantes estatisticamente, enquanto que nas demais variáveis não foi possível de rejeitar a hipótese nula.

A particularização das variáveis priorizadas de forma estatística apresentou alguns achados, tais como: uniformidade da mudança de escala de solvabilidade nas empresas *turnaround*, ocorrendo a evolução do estado de “insolvência provável” para a classificação conhecida como “zona de alerta” ou zona cinzenta (ZSCORE); ampliação ou crescimento do grau de cobertura dos juros (COBJUR); melhoria substancial no fluxo de caixa a partir do início da recuperação (MAROP) com a estabilização da operação perpassando às expectativas de longo prazo intuitivas a recuperação do negócio.

Noutro contexto, ajustando a perspectiva ao exame dos resultados obtidos pelos setores econômicos e suas interfaces subjacentes: dimensão da empresa e investimento / desinvestimento, acolhedora das variáveis quantitativas TATAN e ATLIV na conjuntura de retomada e declínio, descobriu-se haver uma pluralidade de relações (positivas e negativas) na ótica da dimensão das empresas (TATAN), embora o comportamento da relação da variável ATLIV tenha sido o esperado.

Por meio da comparação da trajetória de variação dos resultados das variáveis aferidas por setor econômico e situação de *turnaround*, constatou-se que tal pluralidade adveio, possivelmente, do perfil de formação dos setores, onde é plausível presumir que indústrias (ocorrências positivas em *turnaround* e não *turnaround*) tenham maior necessidade

de ampliação ou até mesmo a manutenção de seus ativos, do que as empresas ligadas ao setor de consumo cíclico.

Desse modo, os resultados das análises demonstraram uma queda inquestionável na variação dos investimentos no período de declínio das empresas situadas no setor de bens industriais, ainda que tenha havido uma elevação suave da variação da TATAN no exercício de 2018, o que sugere um refreamento nos investimentos destas empresas. No tocante ao setor de consumo cíclico, verificou-se uma acentuada diminuição do total de ativos tangíveis nas empresas *turnaround* e não *turnaround*, o que coaduna com os registros de baixas de ativos anotados nos relatórios da administração de tais empresas.

Quanto aos resultados por setor grafados na variável ATLIV, as descobertas asseveradas após a decomposição do indicador mostram haver ocorrência de um forte engajamento voltado a ampliação desta margem, façanha alcançada especialmente pela redução substancial dos componentes empréstimos e financiamentos (circulante e não circulante) nas companhias classificadas como experiências de *turnaround*.

Por fim, tecendo agora uma análise do comportamento dos resultados por segmento de listagem, desdobrados nas categorias: gravidade do declínio e estrutura de capitais, contextualizados no subgrupo sucesso (*turnaround*), inferiu-se ocorrer transmutação dos escores de negativos para positivos no que tange ao grau de solvabilidade (ZSCORE); variação negativa e favorável do total de cobertura do ativo por capital de terceiros (GCACT), impulsionado pela relevante performance de redução do componente passivo não circulante (PNC) decomposto no aprofundamento do indicador; além da variação positiva da evolução do capital próprio (EVOLCP) ocorrida em todos os seguimentos apreciados (NM, N1 e TD).

Não obstante, no quadro 8 empregou-se também uma investigação nos relatórios da administração das companhias classificadas em situação de *turnaround* financeiro, examinando-se as ocorrências de menções que apresentassem correspondência com as variáveis derivadas dos testes, visando fortalecer ainda mais a assertividade das descobertas.

Quadro 8 – Relação Presente entre Variáveis e Menções Correspondentes.

Código	Relatório	Variáveis	Menções Correspondentes nos Relatórios da Administração
CAMB	2018	MAROP	Aumento do lucro bruto
			Redução de despesas com vendas, gerais e administrativas
		GCACT e ATLIV	Renegociações do endividamento bancário
		COBJUR	Redução das despesas financeiras
		MARLIQ	Aumento do lucro líquido
		TATAN	Leve aumento nos investimentos operacionais

Continuação.

Código	Relatório	Variáveis	Menções Correspondentes nos Relatórios da Administração
CAMB	2017	MAROP	Aumento no lucro bruto
			Redução de despesas com vendas, gerais e administrativas
		ATLIV	Renegociações do endividamento bancário
		COBJUR	Redução das despesas financeiras
		MARLIQ	Aumento do lucro líquido
CEDO	2018	MAROP	Leve crescimento de receita líquida
			Redução do lucro bruto
		COBJUR	Redução das despesas financeiras
		MARLIQ	Aumento do lucro líquido
	2017	MAROP	Leve crescimento de receita líquida
			Crescimento do lucro bruto
		COBJUR	Redução das despesas financeiras
EALT	2018	MAROP	Crescimento de receita líquida
			Leve redução dos custos s/ produto vendido
		EVOLCP e ATLIV	Ampliação da estrutura patrimonial (incorporação)
		TATAN	Aumento nos investimentos operacionais
	2017	MAROP	Crescimento de receita líquida
			Leve redução dos custos s/ produto vendido
		EVOLCP	Aumento do patrimônio líquido
		GCACT	Renegociação de dívidas
		TATAN	Venda de terreno
ROMI	2018	MAROP	Crescimento de receita líquida
			Crescimento do lucro bruto
		MARLIQ	Aumento do lucro líquido
		TATAN	Leve diminuição do investimento
	2017	MAROP	Crescimento de receita líquida
			Crescimento do lucro bruto
		MARLIQ	Aumento do lucro líquido
		TATAN	Aumento nos investimentos operacionais

Fonte: Elaboração própria com base nos relatórios da administração das companhias (B3).

De maneira harmoniosa, pode-se observar no quadro 8 que houve um relevante número de citações nos relatórios da administração das companhias sucessos de retomada (CAMB, CEDO, EALT e ROMI), quanto a acontecimentos financeiros e econômicos, considerados alusivos às estratégias apuradas por meio das variáveis resultante dos ensaios estatísticos, asseverando assim, o poder de intervenção dessas medidas nos casos exitosos.

Quanto ao enquadramento estratégico, considerando ainda as informações verificadas nos relatórios mencionados, elaborou-se uma demonstração (quadro 9) associando-as por foco, categoria e empresa em situação de retomada.

Quadro 9 – Escore das Estratégias por Categoria (relatório de administração).

Foco Estratégico	Categoria	Relatório da Administração			
		CAMB	CEDO	EALT	ROMI
Estratégias Orientadas a Eficiência	Saúde Financeira de Curto Prazo	X	X	X	
	Rentabilidade e Eficiência	X	X	X	X
	Estrutura de Capitais	X		X	
Estratégias de Reorientação Empresarial	Dimensão da empresa	X		X	
	Investimentos / Desinvestimentos	X		X	X

Fonte: Elaboração própria com base nos relatórios da administração das companhias (B3).

A compactação das menções correspondentes em foco, categoria e empresa evidenciada no quadro 9, certifica o impacto positivo das estratégias orientadas a eficiência no que diz respeito ao controle de gastos (MAROP) e melhoramento da rentabilidade (MARLIQ), frequentes em todas as empresas *turnaround*, seguida pelas medidas fomentadoras de saúde financeira de curto prazo (COBJUR). É mister ressaltar também a totalidade de eventos retratados nos relatórios das empresas CAMB e EALT (que mencionou a incorporação e alienação de um terreno).

E assim, formou-se o *framework* de relações revelado na figura 22.

Figura 26 – Framework de combinações (perspectiva, relações, focos e relatório).

Fonte: Elaboração Própria.

A partir da ilustração da figura 22, é possível visualizar os pontos de associação existentes entre as 3 perspectivas de testes (individual, setor e segmento de listagem) e as estratégias financeiras relacionadas as categorias: gravidade do declínio, saúde financeira de curto prazo, a rentabilidade e eficiência, estrutura de capitais, dimensão do negócio e investimentos/desinvestimentos, concatenando-as aos focos pertencentes, e por fim, constatou-se a presença de tais estratégias financeiras nos relatórios da empresas casos de *turnaround*.

5 CONCLUSÃO

O objetivo da presente pesquisa foi investigar quais as estratégias financeiras orientadas a eficiência (contenção de gastos, *downsizing*, redução de ativos e investimentos internos) e de reorientação empresarial (redução ou expansão do tamanho do negócio) que concorreram para o sucesso dos casos de recuperação de rentabilidade de empresas em situação de *turnaround*, ocorridos na B3 no período de 2014 a 2018.

O exame da solvabilidade apresentou 19 empresas (após a exclusão de uma de organização patrimonial) listadas na B3 com comportamento de solvabilidade classificável no contexto de situação de declínio, entretanto, apenas 4 destas desembarcaram do grau de insolvência iminente ($Z'Score < 1,23$), passando a habitar a zona de alerta ($Z'Score > 1,23$).

Também, foi possível evidenciar a evolução do declínio na rentabilidade (individual e de mercado) das empresas participantes da amostra e sua distribuição de maneira uniforme nos setores econômicos Bens Industriais (2) e Consumo Cíclico (2), sendo a maior frequência de companhias localizadas no segmento de listagem Tradicional (2), havendo participações nos segmentos Nível 1 (1) e no Novo Mercado (1). Deste modo, tais companhias foram examinadas conjuntamente com aquelas que não obtiveram retomadas de rentabilidade (individual ou acima do nível do setor) e apresentaram graus de ZSCORE análogos a falência.

Na investigação das estratégias financeiras que contribuíram para a recuperação da rentabilidade de empresas casos de *turnaround*, foi operacionalizado o teste de *Mann-Whitney U*, com significância estabelecida de $p\text{-valor} < 0,05$, resultando na descoberta de 8 estratégias financeiras significante estatisticamente, localizadas nos focos estratégicos: orientado a eficiência (cobertura do ativo por capital de terceiros, Evolução do Capital Próprio, Margem de Cobertura de Juros, Margem de Lucro Operacional e Margem de Lucro Líquida) e de reorientação empresarial (Total de Ativos Tangíveis e Margem de Ativos Livres), testadas sob as perspectivas: individual, por setor econômico e por segmento de listagem.

Os resultados obtidos na análise das variáveis mencionadas acima, ainda confirmou a relação esperada para maioria das variáveis, admitindo-se a revelação de casos de *turnaround* financeiro (ou de viés financeiro), firmados nos focos estratégicos classificados por Hofer (1980), como: orientação à eficiência e reorientação empresarial. Destaca-se, também o fato da ocorrência de dualidade nas relações esperada da variável TATAN (Total de Ativos Tangíveis), variável essa categorizada nas estratégias financeiras ligadas a dimensão da empresa, a qual apresentou nas empresas *turnaround*, no prisma do setor de bens industriais uma relação positiva e para o setor de consumo cíclico uma relação negativa, demonstrando

uma peculiaridade ligada a configuração da estrutura de ativos imobilizado própria dos setores.

Mais além, a robustez dos achados ainda foi ratificada por meio da constatação de informações que asseveram o emprego das estratégias observadas no estudo, presentes nos relatórios da administração das companhias, construindo o *framework* de combinações entre as perspectivas testadas, as relações encontradas, os focos trabalhados e as informações publicadas nos relatórios da administração das empresas *turnaround*.

Portanto, é plausível admitir o entendimento de que, ambientes econômicos em recessão, tendem a ser mais propício ao uso de estratégias financeiras frequentes em situação de *turnaround*, sobretudo aquelas orientadas a eficiência e de reorientação empresarial, inclinadas a recuperação da rentabilidade antecedente, concernente com a alegação de Banker, Fang; Mehta (2013b), que consideram razoável que as empresas acometidas pelos efeitos de uma recessão econômica embarquem em estratégias de *turnaround*, preponderantemente, de orientação financeira, visto que os momentos de choque econômico conduzem a um ceticismo geral sobre as expectativas de receitas vindouras.

Sendo assim, alude-se que o conjunto de estratégias de *turnaround* financeiro destacadas neste estudo, possa figurar como um importante recurso de acomodação para empresas inseridas em ambientes economicamente instáveis, ponderando-se ainda que tais estratégias possam servir como orientação a instrumentos de planejamento, controle e análise financeira, entre outros artefatos.

O contexto inicial do ambiente de crise econômica vivido na atualidade, em relação à estreita longitude da pesquisa, quanto ao tamanho dos intervalos de anos de declínio e retomada (ambos analisados em 2 anos), juntamente com o tamanho da amostra e a restrição da generalização dos achados deste trabalho, representam as maiores limitações presentes nesta pesquisa.

Contudo, estima-se que as conclusões do estudo possam servir aos pesquisadores em iniciativas voltadas a construção de modelos mais abrangentes de estratégias de recuperação de rentabilidade em empresas *turnaround*. Recomenda-se também, a ampliação do rol de indicadores explorado visando testar outras perspectivas de *turnaround*, usando novos escopos que possam ampliar o tamanho da amostra, além do confrontamento com planos estratégicos mais amplos ou que coadunem com outros fatores de sobrevivência e recuperação (troca de gestão, recursos humanos etc.), presentes na literatura de *turnaround*.

REFERÊNCIAS

- ABEBE, Michael A. Top team composition and corporate *turnaround* under environmental stability and turbulence. **Leadership & Organization Development Journal**, v. 31, n. 3, p. 196-212, 2010.
- ADIZES, Ichak. **Corporate lifecycles: How and why corporations grow and die and what to do about it**. 1990.
- _____. **Managing corporate lifecycles**. The Adizes Institute Publishing, 2004. Disponível em: <https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=pmpkgbeBNtsC&oi=fnd&pg=PR18&dq=managing+corporate+lifecycles+adizes&ots=fbLmlj2cqi&sig=5nbK8W8mgeYnG2DpI_pc7-k1UFQ#v=onepage&q=managing%20corporate%20lifecycles%20adizes&f=false>
- ALMEIDA, Júlio S. Gomes. **Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos 80**. 1994. Tese de Doutorado. Tese (Doutorado em Economia)–Unicamp, Campinas.
- ALTMAN, Edward I. et al. Predicting financial distress of companies: revisiting the Z-score and ZETA models. **Stern School of Business, New York University**, p. 9-12, 2000.
- _____. A complete guide to predicting, avoiding, and dealing with bankruptcy. **Corporate Financial Distress, New York**, 1983.
- _____; BAIDYA, Tara Keshar Nanda; DIAS, Luiz Manoel Ribeiro. Previsão de problemas financeiros em empresas. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 19, n. 1, p. 17-28, jan. 1979. Disponível em: <<http://rae.fgv.br/rae/vol19-num1-1979/previsao-problemas-financeiros-em-empresas>>.
- _____. **Corporate financial distress and bankruptcy: predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distress debt**. New York: John Wiley & Sons, 1993.
- AMEER, R.. Previsão de retorno de empresas em dificuldades: evidências da Malásia. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, 8 (2), pp.143-159, 2010.
- ANAND, Jaideep; SINGH, Harbir. Asset redeployment, acquisitions and corporate strategy in declining industries. **Strategic Management Journal**, v. 18, n. S1, p. 99-118, 1997.
- ANDRADE, Gregor; KAPLAN, Steven N. How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 5, p. 1443-1493, 1998.
- ANDRADE, Jefferson Pereira; LUCENA, Wenner Glaucio Lopes. Análise de desempenho dos modelos de previsão de insolvência e a implementação das Normas Internacionais de Contabilidade. **Revista Ciências Administrativas ou Journal of Administrative Sciences**, v. 24, n. 2, 2018.
- ANTHONY, Joseph H.; RAMESH, Krishnamoorthy. Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. **Journal of Accounting and economics**, v. 15, n. 2-3, p. 203-227, 1992.

APPOLINÁRIO, Fabio. **Metodologia da ciência: filosofia e prática da pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2006.

ARAÚJO, Aloisio; FUNCHAL, Bruno. Nova Lei de Falências Brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 36, n. 2, p. 209-254, 2005.

AROGYASWAMY, Kamala; BARKER, Vincent L.; YASAI-ARDEKANI, Masoud. Firm *turnarounds*: an integrative two-stage model. **Journal of management studies**, v. 32, n. 4, p. 493-525, 1995.

_____. **Organizational turnaround: a two-stage strategy-contingency model**. 1992. Tese de Doutorado. University of Wisconsin-Milwaukee.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. **Curso de administração financeira**. Atlas, 2014.

BACHMANN, Christian. Sustainable performance increase and strategic *turnaround* management: current corporate restructuring experiences in the Romanian market. **Business Strategy Series**, v. 10, n. 6, p. 331-338, 2009.

BAIRD, Douglas G. **The hidden virtues of chapter 11: An overview of the law and economics of financially distressed firms**. 1997.

BALGOBIN, Rolf; PANDIT, Naresh. Stages in the *turnaround* process:: The Case of IBM UK. **European Management Journal**, v. 19, n. 3, p. 301-316, 2001.

BANKER, Rajiv D.; FANG, Shunlan; MEHTA, M. Cost behavior during the world economic crisis. In: **Temple University Working Paper**. 2013b.

BARKER III, Vincent L.; DUHAIME, Irene M. Strategic change in the *turnaround* process: Theory and empirical evidence. **Strategic management journal**, v. 18, n. 1, p. 13-38, 1997.

_____; PATTERSON JR, Paul W. Top management team tenure and top manager causal attributions at declining firms attempting *turnarounds*. **Group & Organization Management**, v. 21, n. 3, p. 304-336, 1996.

_____; PATTERSON JR, Paul W.; MUELLER, George C. Organizational causes and strategic consequences of the extent of top management team replacement during *turnaround* attempts. **Journal of Management Studies**, v. 38, n. 2, p. 235-270, 2001.

_____; MONE, Mark A. Retrenchment: cause of *turnaround* or consequence of decline?. **Strategic management journal**, v. 15, n. 5, p. 395-405, 1994.

BARROS, Geraldo Sant'ana De Camargo; ADAMI, Andréia Cristina De Oliveira; COUTO, Thierry Fuger Reis. **Com vendas e preços menores, faturamento cai em 2016**. Índices exportação do agronegócio, São paulo, p. 1-9, dez. 2016. Disponível em: <<https://www.cepea.esalq.usp.br/upload/kceditor/files/2016.pdf>>. Acesso em: janeiro de 2017.

BASTOS, Carlos Pinkusfeld et al. Rentabilidade, investimento e produtividade na indústria de transformação brasileira: 2000-2009. **Produtividade no Brasil: desempenho e determinantes**. Brasília: Ipea, ABDI, v. 2, p. 209-254, 2015.

BERNARDELLI, Luan Vinicius; BERNARDELLI, Alessandro Garcia. Análise sobre a Relação do Mercado Acionário com as Variáveis Macroeconômicas no Período de 2004 a 2014. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 4, n. 1, p. 4-17, 2016.

BHATTACHARYYA, Som Sekhar; MALIK, Aakash. Development of an integrated canvas on *turnaround* strategy. **International Journal of Organizational Analysis**, 2019.

BIBEAULT, Donald B. **Corporate turnaround: how managers turn losers into winners!**. Beard Books, 1998. Disponível em <<https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=Kji4yFzSV4EC&oi=fnd&pg=PR13&dq=Bibeault+%2B+Turnaround&ots=oK8ihfB1jt&sig=rXI092ERBNvHlQJZ2r5rKTL1LbM#v=onepage&q=Bibeault%20%2B%20Turnaround&f=false>> Acesso em: 19 maio. 2018.

_____. **How managers turn losers into winners**. MA: McGraw-Hill, 1982.

BLACK, Andrew; WRIGHT, Philip; BACHMAN, John E.; DAVIES, John. In search of shareholder value: managing the drivers of performance. **London: Financial Times Pitman Publishing**, 1998.

BORGES JÚNIOR, Dermeval Martins et al. Gestão do capital de giro e desempenho em tempos de crise: evidências de empresas no brasil, américa latina e estados unidos. **Revista Reunir**, v. 7, n. 2, p. 1-12, 2017.

BOLTON, Michele Kremen. Organizational innovation and substandard performance: When is necessity the mother of innovation?. **Organization science**, v. 4, n. 1, p. 57-75, 1993.

BOULTON, G. Layoffs hit health care system, **Journal Sentinel Online**, 2010, disponível em: www.jsonline.com/business/103300819.html (acessado em 23 junho 2019).

BOYNE, George A.; MEIER, Kenneth J. Environmental change, human resources and organizational *turnaround*. **Journal of Management Studies**, v. 46, n. 5, p. 835-863, 2009.

BOWMAN, Edward H. et al. When does restructuring improve economic performance?. **California Management Review**, v. 41, n. 2, p. 33-54, 1999.

BRADLEY, Steven W. et al. Resources, environmental change, and survival: Asymmetric paths of young independent and subsidiary organizations. **Strategic Management Journal**, v. 32, n. 5, p. 486-509, 2011.

BRAUN, Michael; LATHAM, Scott. Pulling off the comeback: shrink, expand, neither, both?. **Journal of Business Strategy**, v. 33, n. 3, p. 13-21, 2012.

BRINKLEY, D. (2002), **Wheels for the World: Henry Ford, His Company, and a Century of Progress – 1902-2003**, Viking, New York, NY.

BRITO, Giovani Antônio Silva; NETO, Alexandre Assaf. Modelo de Classificação de Risco de Crédito de Empresas. **Revista Contabilidade & Finanças. São Paulo**, v. 19, n. 46, p. 18-29, abr. 2008.

BRISTOT, André. A crise brasileira de 2014–2017 sob olhar da hipótese da instabilidade financeira. 2019.

BRUNI, Adriano. L. (1998), **Risco, Retorno e Equilíbrio**. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade Departamento de Administração. 1996. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

_____. **Estatística aplicada à gestão empresarial**. Editora Atlas SA, 2013.

BRUTON, Garry D.; AHLSTROM, David; WAN, Johnny CC. *Turnaround* success of large and midsize Chinese owned firms: Evidence from Hong Kong and Thailand. **Journal of World Business**, v. 36, n. 2, p. 146-165, 2001.

_____; AHLSTROM, David; WAN, Johnny CC. *Turnaround* in East Asian firms: Evidence from ethnic overseas Chinese communities. **Strategic Management Journal**, v. 24, n. 6, p. 519-540, 2003.

_____; OVIATT, Benjamin M.; WHITE, Margaret A. Performance of acquisitions of distressed firms. **Academy of management journal**, v. 37, n. 4, p. 972-989, 1994.

CAMERON, Kim S.; KIM, Myung U.; WHETTEN, David A. Organizational effects of decline and turbulence. **Administrative Science Quarterly**, p. 222-240, 1987.

CAMPBELL, Steven V. Predicting bankruptcy reorganization for closely held firms. **Accounting Horizons**, v. 10, n. 3, p. 12, 1996.

CARMELI, Abraham; SCHAUBROECK, John. Top management team behavioral integration, decision quality, and organizational decline. **The Leadership Quarterly**, v. 17, n. 5, p. 441-453, 2006.

CASEY, Cornelius J.; MCGEE, Victor E.; STICKNEY, Clyde P. Discriminating between reorganized and liquidated firms in bankruptcy. **Accounting Review**, p. 249-262, 1986.

CASTROGIOVANNI, Gary J.; BRUTON, Garry D. Business *turnaround* processes following acquisitions: Reconsidering the role of retrenchment. **Journal of Business Research**, v. 48, n. 1, p. 25-34, 2000.

CHAN, Peng S. Managing successful *turnarounds*: Lessons from global companies. **Management Decision**, 1993.

CHEN, Guoli; HAMBRICK, Donald C. CEO replacement in *turnaround* situations: Executive (mis) fit and its performance implications. **Organization Science**, v. 23, n. 1, p. 225-243, 2012.

COELHO, Maria Leonor Soares. **Avaliação dos efeitos da crise financeira nas atividades das Caixas de Crédito Agrícola**. 2011. Tese de Doutorado. Instituto Superior de Economia e Gestão.

CORREIA, Laíse Ferraz. Perfil econômico-financeiro do setor têxtil brasileiro: análise da liquidez no período de 1996 a 1998. **Revista de Administração**, v. 36, n. 1, p. 25-34, 2001.

COZBY, Paul C. **Métodos de pesquisa em ciências do comportamento**. [trad.]. Paula Inez. 2003.

CRANDALL, Ronald K. **Turnaround strategies for the small church**. Abingdon Press, 1995.

CRESWELL, John W. **Métodos qualitativos, quantitativos e mistos**. 2 ed. Porto Alegre: Artmed, 2007. Curitiba : IESDE Brasil S.A. , 2012. 376 p.

CRISE LEVA EMPRESAS A CANCELAREM OU ADIAREM NOVOS PROJETOS. **O Globo**, 21 dezembro 2015. Economia. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/investimentos-no-mundo-atingem-maior-nivel-desde-crise-de-2008-19550330>.

CURY, Anay; CAOLI, Cristiane. **PIB do Brasil cai 3,8% em 2015 e tem pior resultado em 25 anos**. G1, São Paulo/Rio de Janeiro, mar. 2016. Disponível em <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/03/pib-do-brasil-cai-38-em-2015.html>>. Acesso em 09 jan. 2019.

_____; CAVALLINI, Marta. **Conheça cinco causas do ‘fôlego curto’ da economia brasileira**. G1, São Paulo, mar. 2015. Disponível em <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2015/03/conheca-cinco-causas-do-folego-curto-da-economia-brasileira.html>>. Acesso em 09 jan. 2019.

DA SILVA CAVALEIRO, Catarina Filipa. **Análise do impacto de diferentes estratégias de reestruturação em empresas numa situação de crise financeira**. 2017.

DALLAVALLE, Agostinho. **Turnaround empresarial: uma abordagem estratégica**. 2006.

DAVIDSON III, Wallace N.; WORRELL, Dan L.; DUTIA, Dipa. The stock market effects of CEO succession in bankrupt firms. **Journal of Management**, v. 19, n. 3, p. 517-533, 1993.

DAILY, Catherine M. The relationship between board composition and leadership structure and bankruptcy reorganization outcomes. **Journal of Management**, v. 21, n. 6, p. 1041-1056, 1995.

_____. Governance patterns in bankruptcy reorganizations. **Strategic Management Journal**, v. 17, n. 5, p. 355-375, 1996.

_____; DALTON, Dan R. Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure. **Academy of Management journal**, v. 37, n. 6, p. 1603-1617, 1994a.

_____. CEO and director turnover in failing firms: An illusion of change?. **Strategic management journal**, v. 16, n. 5, p. 393-400, 1994b.

. CEO and director turnover in failing firms: An illusion of change. **Strategic management journal**, v. 16, n. 5, p. 393-400, 1995.

DE FREITAS, George Alberto, Emanuela Mota Silva, Marcelle Colares Oliveira, Augusto Cézar de Aquino Cabral, and Sandra Maria dos Santos. Governança corporativa e desempenho dos bancos listados na B3 em ambiente de crise econômica. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança** 21, no. 1 (2018): 100-119.

DE SOUZA, Carlos Alberto. **A Situação Econômica e Financeira das Empresas com Negociação Suspensa na BOVESPA e os Modelos de Previsão de Falência**. 2013.

DEANGELO, Harry; DEANGELO, Linda. Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms. **The Journal of Finance**, v. 45, n. 5, p. 1415-1431, 1990.

DEVORE, Jay L. **PROBABILIDADE E ESTATÍSTICA PARA ENGENHARIA E CIÊNCIAS**. Cengage Learning Edições Ltda., 2010.

DONALD HOPKINS, H. Successful *turnaround* strategies, *Strategic Direction*, Vol. 24 No. 8, pp. 3-5, 2008.

DOS SANTOS, Vilmar Pereira. **Manual de diagnóstico e Reestruturação financeira de empresas**. Atlas, 1999.

FACHIN, O. Fundamentos de Metodologia. Sao Paulo: Saraiva. **Rev. Int. Investig. Cienc. Soc**, 2005.

FARIA, Caroline. **Recessão Econômica**. 2013. Disponível em: <<http://www.infoescola.com/economia/recessao-economica/>>. Acesso em: 15 Abr. 2018.

FAULKNER, David O.; CAMPBELL, Andrew (Ed.). *The Oxford handbook of strategy: A strategy overview and competitive strategy*. **Oxford University**. 2003. v. 2, cap. 27.

FERNANDES, Carla et al. **Análise Financeira-Teoria e Prática**. Lisboa: Edições Sílabo, 2012.

FIELD, Andy. **Descobrendo a estatística usando o SPSS-2**. Bookman Editora, 2009.

FILATOTCHEV, Igor; TOMS, Steve. Corporate governance, strategy and survival in a declining industry: A study of UK cotton textile companies. **Journal of Management Studies**, v. 40, n. 4, p. 895-920, 2003.

FLETCHER, Leslie B. **The Prediction of Financial Turnaround of Financially Distressed Firms**. 1993.

FRANCIS, John D.; DESAI, Ashay B. Situational and organizational determinants of *turnaround*. **Management Decision**, 2005.

FUSCO, José Paulo Alves. Necessidade do capital de giro e nível de vendas. **Revista de Administração de empresas**, v. 36, n. 2, p. 53-66, 1996.

GARCIA, Marcio Gomes Pinto; GIAMBIAGI, Fabio (Org.). **Risco e regulação**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Disponível em: < [https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=ohez3MdOT1AC&oi=fnd&pg=PP1&dq=GARCIA,+Marcio+Gomes+Pinto%3B+GIAMBIAGI,+Fabio+\(Org.\).+Risco+e+regula%C3%A7%C3%A3o&ots=OUGV4d4vdT&sig=8VYmB9DSMXYQxSGr1DaMiOt3nzI#v=onepage&q=GARCIA%2C%20Marcio%20Gomes%20Pinto%3B%20GIAMBIAGI%2C%20Fabio%20\(Org.\).%20Risco%20e%20regula%C3%A7%C3%A3o&f=false](https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=ohez3MdOT1AC&oi=fnd&pg=PP1&dq=GARCIA,+Marcio+Gomes+Pinto%3B+GIAMBIAGI,+Fabio+(Org.).+Risco+e+regula%C3%A7%C3%A3o&ots=OUGV4d4vdT&sig=8VYmB9DSMXYQxSGr1DaMiOt3nzI#v=onepage&q=GARCIA%2C%20Marcio%20Gomes%20Pinto%3B%20GIAMBIAGI%2C%20Fabio%20(Org.).%20Risco%20e%20regula%C3%A7%C3%A3o&f=false) >. Acesso em: 30 mai. 2019.

GERBELLI, Luiz Guilherme; PAPP, Anna Carolina. Crise na indústria se aprofunda e dificulta retomada da economia. **Jornal Estadão**: Porque o Brasil parou, 2015.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

GILSON, Stuart C.; JOHN, Kose; LANG, Larry HP. Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default. **Journal of financial economics**, v. 27, n. 2, p. 315-353, 1990.

GITMAN, Lawrence Jeffrey. **Princípios de administração financeira: essencial**. 12. ed. — São Paulo : Pearson Prentice Hall, 2010.

GÓMEZ-MEJÍA, Luis R. et al. Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. **Administrative science quarterly**, v. 52, n. 1, p. 106-137, 2007.

GONÇALVES, Leonardo Franke. **Quanto custam as dificuldades financeiras no Brasil?**. 2015.

GOODMAN, Stanley Joshua. **How to manage a turnaround: A senior manager's blueprint for turning an ailing business into a winner**. Free Press, 1982.

GREVE, Henrich R. Positional rigidity: Low performance and resource acquisition in large and small firms. **Strategic Management Journal**, v. 32, n. 1, p. 103-114, 2011.

GRINBLATT, Mark, TITMAN, Sheridan. **Mercados Financeiros & Estratégia Corporativa**. 2. ed. São Paulo: Bookmann, 2005.

GRINYER, Peter H.; MAYES, David; MCKIERNAN, Peter. The sharpbenders: Achieving a sustained improvement in performance. **Long Range Planning**, v. 23, n. 1, p. 116-125, 1990.

GRUBER, Martin J.; WARNER, Jerold B. Bankruptcy costs: some evidence. **The journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 337-347, 1977.

GUPTA, Vipin; WANG, Jifu. From corporate crisis to *turnaround* in East Asia: a study of China Huajing Electronics Group Corporation. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 21, n. 1-2, p. 213-233, 2004.

HAIR, Joseph F. et al. **Análise multivariada de dados**. Bookman Editora, 2009.

HALL, William K. Survival strategies in a hostile environment. **Harvard Business Review**, v. 58, n. 5, p. 75-85, 1980.

HAMBRICK, Donald C.; D'AVENI, Richard A. Large corporate failures as downward spirals. **Administrative science quarterly**, p. 1-23, 1988.

_____, SCHECTER, Steven M. *Turnaround* strategies for mature industrial-product business units. **Academy of management journal**, v. 26, n. 2, p. 231-248, 1983.

HANNAN, Michael T.; FREEMAN, John. Structural inertia and organizational change. **American sociological review**, p. 149-164, 1984.

HARKER, Michael. Managing company *turnarounds*: how to develop “destiny”. **Marketing Intelligence & Planning**, Vol. 14 No. 3, pp. 5-10. 1996.

HARVEY, Neil. **Turnaround management and corporate renewal: A South African perspective**. Wits University Press, 2011.

HASNIZA HARON, Noor; KAMAL ABDUL RAHMAN, Ibrahim; SMITH, Malcolm. Management accounting practices and the *turnaround* process. **Asian Review of Accounting**, v. 21, n. 2, p. 100-112, 2013.

HEANY, Donald F. Negócios em problemas de lucro. **Journal of Business strategy**, v. 5, n. 4, p. 4-12, 1985.

HELWEGE, Jean. How long do junk bonds spend in default?. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 1, p. 341-357, 1999.

HOFER, Charles W. *Turnaround* strategies. **Journal of Business Strategy**. Vol. 1, nº 1, p. 19-31, 1980. Disponível em: <https://www-emerald.ez19.periodicos.capes.gov.br/insight/content/doi/10.1108/eb038886/full/pdf?title=turnaround-strategies>.

HOFFMAN, Richard C. Strategies for corporate *turnarounds*: what do we know about them?. **Journal of General Management**, v. 14, n. 3, p. 46-66, 1989.

HSIAO, Hsing-Chin et al. First financial restructuring and operating efficiency: evidence from Taiwanese commercial banks. **Journal of Banking & Finance**, v. 34, n. 7, p. 1461-1471, 2010.

IOTTI, Mattia; BONAZZI, Giuseppe. **Ebitda/Ebit and cash flow based ICRs: a comparative approach in the agro-food system in Italy**. Financial Assets and Investing, v. 3, n. 2, p. 19-31, 2012.

JOHN, Kose; LANG, Larry HP; NETTER, Jeffry. The voluntary restructuring of large firms in response to performance decline. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 3, p. 891-917, 1992.

JÚNIOR, José Hernandez Perez., BEGALLI, Glaucos Antonio. **Elaboração das Demonstrações Contábeis**. 3º ed. São Paulo: Atlas, 2002.

KANG, Jun-Koo; LEE, Inmoo; NA, Hyun Seung. Economic shock, owner-manager incentives, and corporate restructuring: Evidence from the financial crisis in Korea. **Journal of Corporate Finance**, v. 16, n. 3, p. 333-351, 2010.

KANTER, Rosabeth Moss. Leadership and the psychology of *turnarounds*. **Harvard Business Review**, v. 81, n. 6, p. 58-69, 2003. , disponível em: <https://hbr.org/2003/06/leadership-and-the-psychology-of-turnarounds>.

_____. Leadership and the psychology of *turnarounds*. **Harvard Business Review**, v. 81, n. 6, p. 58-69, 2003, Disponível em: <https://hbr.org/2003/06/leadership-and-the-psychology-of-turnarounds>.

KASSAI, Silvia; KASSAI, José Roberto. Desvendando o Termômetro de Insolvência de Kanitz. **Encontro Nacional da ANPAD** – Associação Nacional de Programas em de Pós-Graduação em Administração, 2003.

KHANDWALLA, Pradip N. **Innovative corporate turnarounds**. New Delhi. 1992:

KETCHEN JR, David J.; PALMER, Timothy B. Strategic responses to poor organizational performance: A test of competing perspectives. **Journal of Management**, v. 25, n. 5, p. 683-706, 1999.

KÖCHE, José Carlos. **Fundamentos de metodologia científica**. Editora Vozes, 2011.

KOH, SzeKee et al. Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring. **Journal of Corporate Finance**, v. 33, p. 19-33, 2015.

KRUGER, S. D.; PETRI, S. M. Novas Evidências da Relação entre Medidas Tradicionais de Desempenho e Aquelas Baseadas na Geração de Valor a Partir de Custo de Capital. **Revista Universo Contábil**, v. 10, n. 2, p. 125-145, 2014.

KUHN, Ivo Ney; LAMPERT, Amauri Luis. **Análise financeira**. 2012.

KUMALO, M. and SCHEEPERS, C. (2018), Leadership of change in South Africa public sector *turnarounds*, **Journal of Organizational Change Management**, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print.

LAGIOIA, Umbelina Cravo Teixeira. **Fundamentos do mercado de capitais**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

LANGABEER, James. Hospital *turnaround* strategies. **Hospital Topics**, v. 86, n. 2, p. 3-12, 2008.

LARANGEIRA, Sônia M. Guimarães. **Reestruturação em bancos e telecomunicações no Brasil: excluídos e beneficiados**. Trabajo, género y ciudadanía en los países del Cono Sur, p. 111-132, 2001.

LATHAM, Scott F.; BRAUN, Michael. Managerial risk, innovation, and organizational decline. **Journal of Management**, v. 35, n. 2, p. 258-281, 2009.

LEMES, Antonio Barbosa Júnior; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo; RIGO, Claudio Miessa. **Administração Financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Elsevier Editora, 2005.

LIMA, Sarah Mesquita; OLIVEIRA, Maria Eliete Lima; RODRIGUES, Marina de Souza. A CRISE E O DESEMPENHO ECONÔMICO FINANCEIRO DAS EMPRESAS DA CONSTRUÇÃO CIVIL. **Revista Gestão em Análise**, [S.l.], v. 6, n. 1/2, p. 196-210, dez. 2017. ISSN 2359-618X. Disponível em: <<https://periodicos.unichristus.edu.br/gestao/article/view/1532>>. Acesso em: 27 ago. 2018. doi:<http://dx.doi.org/10.12662/2359-618xregea.v6i1/2.p196-210.2017>.

LIN, Beixin; LEE, Zu-Hsu; GIBBS, Lance G. Operational restructuring: reviving an ailing business. **Management Decision**, v. 46, n. 4, p. 539-552, 2008.

LIU, Jia. Macroeconomic determinants of corporate failures: evidence from the UK. **Applied Economics**, v. 36, n. 9, p. 939-945, 2004.

_____. WILSON, Nick. Corporate failure rates and the impact of the 1986 insolvency act: An econometric analysis. **Managerial Finance**, v. 28, n. 6, p. 61-71, 2002.

LOWENKRON, Alexandre. As falhas nos modelos de gestão de risco durante a crise. Risco e Regulação: Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial. **Elsevier**, São Paulo, 2010.

MAGALHÃES, Luís Carlos G. de et al. **Estratégias empresariais de crescimento na indústria farmacêutica brasileira: investimentos, fusões e aquisições-1988-2002**. 2003.

MANN, Manveer; BYUN, Sang-Eun. Para recuar ou investir? Estratégias de recuperação durante um período de recessão. **Journal of Business Research**, v. 80, p. 24 a 34 de 2017.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed.-São Paulo: Atlas, 2003.

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis: Contabilidade Empresarial**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 302 p.

MARQUES, José Augusto Veiga Da Costa; CARNEIRO JÚNIOR, João Bosco Arbués; KUHLE, Carlos Alberto. Análise financeira das empresas: da abordagem financeira tradicional às medidas de criação de valor. **Rio de Janeiro: Freitas Bastos**, 2008.

MARQUES, Sérgio de Azevedo; ROBLES, Leo Tadeu. Reestruturação financeira e institucional do subsector ferroviário. **RESENDE, FR; PAULA, TB (Coords.). Infra-estrutura: perspectivas de reorganização Transportes**. Brasília: IPEA, 1998.

MARTINS, Eliseu. **Análise crítica de balanços: parte I**. Boletim IOB: Temática. 2005

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Estatística geral e aplicada**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 302 p.

MATARAZZO, Dante C **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. São Paulo: 5.ed. Atlas, 1998.

_____. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 7. edição. São Paulo: Atlas, 2010.459 p.

MATOS, Silva A **Desaceleração do Crescimento Brasileiro: Causas Externas ou Domésticas?** In.: BONELLI, R.; Veloso, F. (orgs.). *A Crise de Crescimento do Brasil*, Editora Elsevier. 2016.

MCDANIEL, R. R.; WALLS, M. E. Professional organizations stuck in the middle: A complex adaptive systems approach to achieving organizational *turnaround* in adverse situations. **Advances in Applied Business Strategy**, v. 5, p. 131-152, 1998.

MILLER, Danny; FRIESEN, Peter H. A longitudinal study of the corporate life cycle. **Management science**, v. 30, n. 10, p. 1161-1183, 1984.

MINTZBERG, Henry; AHLSTRAND, Bruce; LAMPEL, Joseph. **Safári de Estratégia**. 2000.

MINUSSI, João Alberto; DAMACENA, Cláudio; NESS JR, Walter Lee. Um modelo de previsão de solvência utilizando regressão logística. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 3, p. 109-128, 2002.

MIRANDA, Vanessa Lopes. **Impacto da adoção das IFRS (International Financial Reporting Standards) em indicadores econômico-financeiros de bancos de alguns países da União Européia**. 2008. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

MONROE, Ann F. Corporate *turnarounds*: From textbook to the trenches. **Planning Review**, 1992.

MOORE, T. Old-Line Industry Shapes Up-7 Fortune 500 Companies Show How Restructuring Can Make The United-States Competitive Again. **FORTUNE**, v. 115, n. 9, p. 22-&, 1987.

MORANTE, Antonio Salvador. **Análise das Demonstrações Financeiras: Aspectos Contábeis da Demonstração de Resultado e do Balanço Patrimonial**. 2 .ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MORROW JR, J. L.; JOHNSON, Richard A.; BUSENITZ, Lowell W. The effects of cost and asset retrenchment on firm performance: the overlooked role of a firm's competitive environment. **Journal of Management**, v. 30, n. 2, p. 189-208, 2004.

MORROW JR, J. L. et al. Creating value in the face of declining performance: Firm strategies and organizational recovery. **Strategic management journal**, v. 28, n. 3, p. 271-283, 2007.

MOULTON, Wilbur N.; THOMAS, Howard. Bankruptcy as a deliberate strategy: Theoretical considerations and empirical evidence. **Strategic Management Journal**, v. 14, n. 2, p. 125-135, 1993.

MOULTON, Wilbur N.; THOMAS, Howard; PRUETT, Mark. Business failure path ways: Environmental stress and organizational response. **Journal of Management**, v. 22, n. 4, p. 571-595, 1996.

MUELLER, George C.; BARKER III, Vincent L. Upper echelons and board characteristics of *turnaround* and *nonturnaround* declining firms. **Journal of Business Research**, v. 39, n. 2, p. 119-134, 1997.

MULLER, Aderbal Nicolas; ANTONIK, Luis Roberto. **Análise financeira: uma visão gerencial**. São Paulo: Atlas, 2007.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of financial economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

NASCIMENTO, Sabrina do, et al. Aplicação dos modelos de previsão de insolvência nas grandes empresas aéreas brasileiras. **Revista de contabilidade do mestrado em Ciências contábeis da UERJ (on line)**. RJ v.15, n. 1, p.40 a 51 jan/abr 2010.

NDOFOR, Hermann Achidi; VANEVENHOVEN, Jeff; BARKER III, Vincent L. Software firm *turnarounds* in the 1990s: An analysis of reversing decline in a growing, dynamic industry. **Strategic Management Journal**, v. 34, n. 9, p. 1123-1133, 2013.

NIKBAKHT, Ehsan; GROPELLI, Angélico A. **Administração financeira**. São Paulo: Saraiva, 1999.

NYSTROM, Paul C.; STARBUCK, William H. To avoid organizational crises, unlearn, organizational dynamics. **Spring**, p. 53-65, 1984.

OFEK, Eli. Capital structure and firm response to poor performance: An empirical analysis. **Journal of financial economics**, v. 34, n. 1, p. 3-30, 1993.

OLIVEIRA, Roberto de. **Análise das demonstrações contábeis das empresas**. Campinas, São Paulo: Alínea, 2008.

O'NEILL, Hugh M. *Turnaround* and recovery: What strategy do you need?. **Long Range Planning**, v. 19, n. 1, p. 80-88, 1986b.

OPLER, Tim C.; TITMAN, Sheridan. Financial distress and corporate performance. **The Journal of finance**, v. 49, n. 3, p. 1015-1040, 1994.

OSÓRIO, Fernanda Maria Ferreira. **Turnaround empresarial: fatores determinantes para o sucesso: estudo de casos**. 2014. Tese de Doutorado. Instituto Universitário de Lisboa.

PAMPLONA, Edgar; MAZZUCO, Miriam Aparecida Silveira; DA SILVA, Tarcísio Pedro. Influência da política de investimentos no desempenho econômico de empresas industriais brasileiras em períodos pré-crise e crise econômica. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 38, n. 3, p. 19-36, 2019.

PANDIT, Naresh R. Some recommendations for improved research on corporate *turnaround*. **M@n@gement**, v. 3, n. 2, p. 31, 2000.

PANICKER, Sunitha; MANIMALA, Mathew J. Successful *turnarounds*: the role of appropriate entrepreneurial strategies. **Journal of Strategy and Management**, v. 8, n. 1, p. 21-40, 2015.

PASHLEY, Mary M.; PHILIPPATOS, George C. Voluntary divestitures and corporate life-cycle: some empirical evidence. **Applied Economics**, v. 22, n. 9, p. 1181-1196, 1990.

PEARCE, John A.; ROBBINS, Keith. Toward improved theory and research on business *turnaround*. **Journal of management**, v. 19, n. 3, p. 613-636, 1993.

PENNINGS, Johannes M.; LEE, Kyungmook; WITTELOOSTUIJN, Arjen van. Human capital, social capital, and firm dissolution. **Academy of management Journal**, v. 41, n. 4, p. 425-440, 1998.

PEREIRA, Antônio Nunes. Controles internos empresariais e gestão: visões e importância-uma abordagem exploratória. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 15, n. 3, p. 27-44, 2004.

PEREIRA, José da Silva. **Modelos para classificação de empresas com vistas à concessão de crédito**. 1982. Tese de Doutorado.

PEREIRA, Luiz Carlos Jacob. **Decisões de Crédito para grandes corporações**. 1998. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

PEREZ, Marcelo Monteiro. **Uma contribuição ao estudo do processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras no Brasil**. 2007. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro et al. Investigação dos fatores determinantes da estrutura de capital e da governança corporativa: um enfoque abordando a questão da endogeneidade. **Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, 2005.

PFEIL, Marek P.; SETTERBERG, Alison B.; O'ROURKE, James S. The art of downsizing: Communicating lay-offs to key stakeholders. **Journal of Communication Management**, v. 8, n. 2, p. 130-141, 2004.

PINTO, Juliana. **Núcleo Declaratório Contábil na Análise da Solvência de Empresas do Setor Têxtil listadas na BOVESPA**. 2008. 157 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2008.

PINTO, Murillo José Torelli et al. O Nível de Evidenciação do Ativo Intangível após a Adoção das IFRS: Estudo em Organizações da B3 e EURONEXT-LISBOA. **Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos (REDECA)**, v. 6, n. 1, p. 60-84, 2019.

PIRES, Amélia MM; RODRIGUES, Fernando JPA. A informação financeira relevante no saneamento financeiro da empresa. In: **X Congresso Internacional de Contabilidade**. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, 2004.

POCINHO, Margarida. Estatística II: **Teoria e exercícios passo-a-passo**. Recuperado de http://docentes.ismt.pt/~m_pocinho/Sebenta_estatistica_II_com_anexos_2010.pdf, 2010.

PRETORIUS, Marius. When Porter's generic strategies are not enough: complementary strategies for *turnaround* situations. **Journal of Business Strategy**, Vol. 29 No. 6, pp. 19-28, 2008.

PRODANOV, Cleber Cristiano; DE FREITAS, Ernani Cesar. **Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico-2ª Edição**. Editora Feevale, 2013.

QUEIROZ, Jorge. **Turnaround corporativo: navegando em períodos de turbulência**. São Paulo: IBGT, 2004.

RAJAN, Raghuram G.; ZINGALES, Luigi. O que sabemos sobre a estrutura de capital? Alguma evidência de dados internacionais. **The journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

RIBEIRO, Alex Mussoi; DO CARMO, Carlos Henrique Silva. Planejamento Estratégico e Sustentabilidade: Uma Análise da Relação entre o Conteúdo das Missões Institucionais das Companhias Brasileiras de Capital Aberto e a sua Presença no Índice de Sustentabilidade da Bovespa. **Revista de Gestão Social e Ambiental**, v. 9, n. 1, p. 19, 2015.

ROBBINS, D. Keith; PEARCE, John A. *Turnaround: retrenchment and recovery*. **Strategic Management Journal**. Vol. 13, nº 4, p. 287-309, 1992.

ROSA, Janaína A. R., LIMA, Robernei A. **A importância do planejamento financeiro para micro e pequenas empresas**. Disponível em: 2008.

ROSS, Stephen A. et al. **Administração financeira**. AMGH Editora, 2015.

ROUTLEDGE, James; GADENNE, David. Financial distress, reorganization and corporate performance. **Accounting & Finance**, v. 40, n. 3, p. 233-259, 2000.

SANCHES, Guilherme Ruben Ribeiro. **Processos de reestruturação como elemento de combate à crise financeira nas empresas do PSI-20 do sector não bancário no período de 2009 a 2012**. PhD diss., 2015.

SANVICENTE, Antônio Zoratto. Antônio Zoratto. **Administração financeira**, 3 ed. São Paulo: Atlas, 1997, 283 p.

SCHENDEL, Dan; PATTON, George Richard; RIGGS, James. Corporate turnaround strategies: A study of profit decline and recovery. **Journal of general management**, v. 3, n. 3, p. 3-11, 1976.

SCHICK, Allen G.; PONEMON, Lawrence A. The influence of auditors' perceptions of organizational decline on audit risk. **Organization Science**, v. 4, n. 1, p. 92-107, 1993.

SCHOENBERG, Richard; COLLIER, Nardine; BOWMAN, Cliff. Strategies for business *turnaround* and recovery: a review and synthesis. **European Business Review**, v. 25, n. 3, p. 243-262, 2013.

SERIGATI, Felipe Cauê. A macroeconomia da agricultura. **AgroANALYSIS**, v. 33, n. 01, p. 15-16, 2013. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/agroanalysis/article/viewFile/20751/19485>>. Acesso em: dezembro de 2016.

SERVIÇO DE APOIO A MICRO E PEQUENAS EMPRESAS – SEBRAE. **Análise do CAGE** – março de 2018. Disponível em: <<https://m.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/caged%20mar%C3%A7o%202018.pdf>>. Acesso em: 19 maio. 2018.

_____. **Expectativas dos Pequenos Negócios para 2018** – outubro de 2017. Disponível em: <https://www.sebraemg.com.br/atendimento/bibliotecadigital/documento/Diagnostico/Expectativa-dos-pequenos-negocios-para-2018>. Acesso em: 09 dezembro. 2018.

SHAUGHNESSY, Robert M.; RUDIE HARRIGAN, Kathryn. A guide to choosing genuine opportunities for *turnarounds*. **Strategy & Leadership**, v. 37, n. 6, p. 39-43, 2009.

SHEPPARD, Jerry Paul. Strategy and bankruptcy: An exploration into organizational death. **Journal of Management**, v. 20, n. 4, p. 795-833, 1994.

SILVA, Antônio Carlos Ribeiro da. **Metodologia da pesquisa aplicada à contabilidade**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVA, José Pereira. **Análise financeira das empresas**. Ed 12 - São Paulo: Atlas, 2013.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa no Brasil e no Mundo: teoria e prática**. 2º ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

SLATTER, Stuart. **Corporate recovery: sucessful *turnaround* strategies and their implementation**. Penguin Books, 1984.

_____; LOVETT, David. **Como Recuperar uma Empresa**. São Paulo: Atlas, 2009.

SLOMA, Richard S. **The *turnaround* manager's handbook**. Beard Books, 2000.

SPIELMANN, Rodolfo; ROSS, Pedro. **Vencendo em tempos de crise**. São Paulo: Bain &, 2009.

SUDARSANAM, Sudi; LAI, Jim. Corporate financial distress and *turnaround* strategies: An empirical analysis. **British Journal of Management**, v. 12, n. 3, p. 183-199, 2001.

TANGPONG, Chanchai; ABEBE, Michael; LI, Zonghui. A temporal approach to retrenchment and successful turnaround in declining firms. **Journal of Management Studies**, v. 52, n. 5, p. 647-677, 2015.

TEIXEIRA, José Eduardo et al. Resource orchestration in a context of organizational decline. Management Research: **Journal of the Iberoamerican Academy of Management**, 2019.

THIETART, R. A. Success strategies for businesses that perform poorly. **Interfaces**, v. 18, n. 3, p. 32-45, 1988.

THORNHILL, Stewart; AMIT, Raphael. Learning about failure: Bankruptcy, firm age, and the resource-based view. **Organization science**, v. 14, n. 5, p. 497-509, 2003.

TMA - *Turnaround* Management Association do Brasil, BRIDER, C.; MURAYAMA, C.; LEMOS, E.; OGATA, H.; HORTA, L.; GALEAZZI, L.; FERNANDEZ, M.; GOLLO, R.; MONTEIRO, R. S. **O turnaround management no Brasil. Early Turnaround: Antevendo os sinais e antecipando à crise**. Brasil, 2011, p. 23, Abril, 2011. Disponível em: <http://www.tmabrasil.org/sites/default/files/public/2019-07/paper-early-turnaround-antevendo-os-sinais-e-antecipando-a-crise-final.pdf>.

TRAHMS, Cheryl A.; NDOFOR, Hermann Achidi; SIRMON, David G. Organizational decline and *turnaround*: A review and agenda for future research. **Journal of Management**, v. 39, n. 5, p. 1277-1307, 2013.

VINTEN, Gerald; SMITH, Malcolm; GRAVES, Christopher. Corporate *turnaround* and financial distress. **Managerial Auditing Journal**, 2005.

WALSHE, Kieran et al. Organizational failure and *turnaround*: Lessons for public services from the for-profit sector. **Public Money and Management**, v. 24, n. 4, p. 201-208, 2004.

WAN, William P.; YIU, Daphne W. From crisis to opportunity: Environmental jolt, corporate acquisitions, and firm performance. **Strategic Management Journal**, v. 30, n. 7, p. 791-801, 2009.

WEITZEL, William; JONSSON, Ellen. Decline in organizations: A literature integration and extension. **Administrative science quarterly**, p. 91-109, 1989.

WHITE, M. Bankruptcy, Liquidation and Reorganization, Logue. **Handbook of modern finance**, 1984.

WHITE, Michelle J. The corporate bankruptcy decision. **Journal of Economic Perspectives**, v. 3, n. 2, p. 129-151, 1989.

WILLIAM, J. Stevenson. **Estatística aplicada à administração**. 1981.

WINN, Joan. Asset productivity *turnaround*: The growth/efficiency challenge. **Journal of Management Studies**, v. 34, n. 4, p. 585-600, 1997.

WISEMAN, Robert M.; BROMILEY, Philip. Risk-return associations: Paradox or artifact? An empirically tested explanation. **Strategic Management Journal**, v. 12, n. 3, p. 231-241, 1991.

WRUCK, Karen H. Financial distress, reorganization and organizational efficiency. **Journal of Financial Economics**. v. 27, p. 419-444, 1990.

YANDAVA, Booma. A capability-driven *turnaround* strategy for the current economic environment. **Journal of Business Strategies**, v. 29, n. 2, p. 157, 2012.

YAP, Ben Chin-Fook; CLAYTON, Gary James; MOHAMED, Zulkifflee Bin. Usando índices financeiros e gerenciando riscos financeiros no investimento em empresas da zona cinza: evidências da Malásia. **Revista Internacional de Estudos Financeiros e Contábeis**, v. 1, n. 2, p. 1-8, 2013.

ZIMMERMAN, Frederick M. Managing a successful *turnaround*. **Long Range Planning**, v. 22, n. 3, p. 105-124, 1989.

APÊNDICE A

Tabela 33 – ROAs empresa e Formação das Medianas dos Setor, livres de *outliers* (método baseado na amplitude interquartil)

CÓDIGO	SETOR	ROA 2014(%)	OUTLIERS 2014	ROA 2015(%)	OUTLIERS 2015	ROA 2016(%)	OUTLIERS 2016	ROA 2017(%)	OUTLIERS 2017	ROA 2018(%)	OUTLIERS 2018
RCSL	Bens Industriais	-230,16	OUTLIER	-349,76	OUTLIER	-141,57	OUTLIER	-320,4	OUTLIER	-452,25	OUTLIER
NORD	Bens Industriais	-169,27	OUTLIER	-97,09	OUTLIER	-124,23	OUTLIER	-196,96	OUTLIER	-357,06	OUTLIER
INEP	Bens Industriais	-57,46	OUTLIER	-86,05	OUTLIER	-49,9	OUTLIER	-126,26	OUTLIER	-235,57	OUTLIER
FJTA	Bens Industriais	-37,85	OUTLIER	-75,4	OUTLIER	-29,22		-103,56	OUTLIER	-63,68	OUTLIER
MWET	Bens Industriais	-36,42	OUTLIER	-68,77	OUTLIER	-23,07		-98,08	OUTLIER	-62,59	OUTLIER
RAIL	Bens Industriais	-25,93		-34,58		-22,77		-74,39	OUTLIER	-52,49	OUTLIER
GOLL	Bens Industriais	-24,98		-32,22		-22,4		-47,99	OUTLIER	-36,1	
BTTL	Bens Industriais	-20,65		-29,68		-21,49		-47,12	OUTLIER	-32,9	
TPIS	Bens Industriais	-15,66		-28,95		-18,83		-23,33		-23,32	
DTCY	Bens Industriais	-14,33		-24,01		-13,16		-22,62		-20,92	
FRIO	Bens Industriais	-12,23		-18,46		-12,81		-18,01		-18,72	
GASC	Bens Industriais	-10,03		-18,22		-12,34		-15,36		-18,59	
LOGN	Bens Industriais	-7,9		-17,3		-9,23		-13,82		-15,67	
AGRU	Bens Industriais	-7,24		-15,57		-8,95		-12,97		-13	
RPTA	Bens Industriais	-6,98		-13,9		-7,61		-9,57		-7,63	
CRBD	Bens Industriais	-6,41		-13,9		-7,32		-6,74		-7,3	
RDVT	Bens Industriais	-6,41		-13,9		-7,32		-5,94		-7,3	
TRIA	Bens Industriais	-6,41		-13,9		-6,9		-4,75		-7,3	
VOES	Bens Industriais	-6,41		-11,94		-5,79		-4,37		-7,3	
MEND	Bens Industriais	-4,38		-11,73		-5,16		-4,37		-5,48	
TGMA	Bens Industriais	-4,36		-8,27		-5,09		-4,37		-4,82	
IVPR	Bens Industriais	-3,61		-4,59		-4,13		-4,37		-3,4	
ASCP	Bens Industriais	0		-4,4		-3,88		-3,74		-3,06	
AZUL	Bens Industriais	0		-2,14		-3,88		-2,82		-2,98	
ROMI	Bens Industriais	1,12		-1,8		-3,88		-2,08		-2,66	
VSPT	Bens Industriais	1,73		-0,95		-3,88		-1,99		-1,03	
BDLL	Bens Industriais	1,87		-0,28		-2,76		-0,61		0	
JSLG	Bens Industriais	1,93		-0,17		-2,1		-0,29		0,21	
TUPY	Bens Industriais	3,6		0		-1,79		-0,05		0,55	
WLMM	Bens Industriais	4,21		0		-1,79		0		1,05	
FRRN	Bens Industriais	4,74		0,09		-1,74		0,27		1,65	
EALT	Bens Industriais	4,96		0,42		-1,35		0,28		1,95	
LUXM	Bens Industriais	5,27		1,03		-1,01		0,38		2,35	
TCNO	Bens Industriais	5,47		1,06		-0,95		1,88		4,71	
EMBR	Bens Industriais	5,76		1,07		-0,52		2,69		5,08	
CARD	Bens Industriais	6,34		1,19		0		3,05		5,2	
MILS	Bens Industriais	6,79		1,49		0		4,03		6,34	
WSON	Bens Industriais	6,82		1,53		0,34		4,1		6,41	

Continuação.

CÓDIGO	SETOR	ROA 2014(%)	OUTILIERS 2014	ROA 2015(%)	OUTILIERS 2015	ROA 2016(%)	OUTILIERS 2016	ROA 2017(%)	OUTILIERS 2017	ROA 2018(%)	OUTILIERS 2018
LIQO	Bens Industriais	7,28		1,58		1,56		4,17		7,06	
RSUL	Bens Industriais	7,6		2,18		2,26		6,66		7,13	
RLOG	Bens Industriais	8,07		2,48		2,71		7		7,25	
RAPT	Bens Industriais	8,29		2,77		3,08		7,26		7,47	
STBP	Bens Industriais	8,47		3,2		3,34		7,45		8,54	
AZEV	Bens Industriais	9,05		3,45		6,55		7,98		8,65	
FRAS	Bens Industriais	9,55		5,12		8,48		8,41		8,9	
MTSA	Bens Industriais	9,78		5,65		8,51		9,45		10,88	
POMO	Bens Industriais	10,01		6,31		8,81		9,66		11,07	
ECNT	Bens Industriais	10,3		7,47		8,83		10,04		11,67	
SHUL	Bens Industriais	10,68		7,65		9,59		10,25		11,89	
MRSA	Bens Industriais	10,82		7,79		10,13		10,26		11,94	
ECOR	Bens Industriais	14,08		7,98		10,69		11,74		12,22	
CCRO	Bens Industriais	15,66		8,06		11,03		11,78		13,01	
WEGE	Bens Industriais	16,21		9,58		11,36		12,24		13,27	
PTBL	Bens Industriais	16,51		9,71		12,63		13,36		13,53	
VLID	Bens Industriais	16,99		10,11		13,96		16,33		13,84	
ETER	Bens Industriais	18,97		10,74		14,85		17,18		13,86	
ERDV	Bens Industriais	19,02		11		16,55		17,59		14,7	
SOND	Bens Industriais	19,6		12,16		17,16		22,57		16,67	
HAGA	Bens Industriais	20,99		12,34		17,32		24,19		17,34	
COLN	Bens Industriais	21,81		14,77		19,2		24,77		17,38	
MMAQ	Bens Industriais	24,96		16,21		19,7		26,31		20,31	
ECOV	Bens Industriais	31,03		19,63		20,22		35,02		26,75	
KEPL	Bens Industriais	31,19		23,2		27,89		37,15	OUTLIER	37,48	
CRTE	Bens Industriais	37,35	OUTLIER	28,32		29,36		37,52	OUTLIER	37,63	
ANHB	Bens Industriais	37,9	OUTLIER	31,96		30,53		38,28	OUTLIER	38,91	
Mediana do Setor: Bens Industriais		5,615		1,13		-0,735		2,87		5,2	
ALGT	Comunicações	9,99		9,66		10,8		12,43		14,84	
CNSY	Comunicações	-5,85		-0,9		2,88		4,28		-6,89	
OIBR	Comunicações	-8,58		-10,17		-16,9		-18,55		75,16	
TELB	Comunicações	-12,8		-11,22		-17,71		0		0	
TIMP	Comunicações	9,46		11,7		4,33		7,57		15,93	
VIVT	Comunicações	13,51		6,73		8,01		9,09		17,41	
Mediana do Setor: Comunicações		1,805		2,915		3,605		5,925		15,385	
CTKA	Consumo Cíclico	-67,4	OUTLIER	-182,26	OUTLIER	-228,24	OUTLIER	-1222,11	OUTLIER	-118,75	OUTLIER
TXRX	Consumo Cíclico	-60,78	OUTLIER	-162,99	OUTLIER	-92,12	OUTLIER	-59,06	OUTLIER	-67,77	OUTLIER
TEKA	Consumo Cíclico	-33,37	OUTLIER	-62,1	OUTLIER	-86,63	OUTLIER	-44,9		-61,66	OUTLIER
VIVR	Consumo Cíclico	-30,53	OUTLIER	-50,45	OUTLIER	-70,53	OUTLIER	-39,17		-60,88	OUTLIER
SHOW	Consumo Cíclico	-29,21	OUTLIER	-41,21	OUTLIER	-61,4	OUTLIER	-38,7		-48,31	OUTLIER
ECPR	Consumo Cíclico	-29,17	OUTLIER	-40,02	OUTLIER	-61,31	OUTLIER	-29,39		-46,34	OUTLIER
ESTR	Consumo Cíclico	-22,02		-39,92	OUTLIER	-54,88	OUTLIER	-29,13		-43,12	OUTLIER

Continuação.

CÓDIGO	SETOR	ROA 2014(%)	OUTILIERS 2014	ROA 2015(%)	OUTILIERS 2015	ROA 2016(%)	OUTILIERS 2016	ROA 2017(%)	OUTILIERS 2017	ROA 2018(%)	OUTILIERS 2018
PLAS	Consumo Cíclico	-18,62		-35,81		-53,21	OUTLIER	-26,98		-39,16	OUTLIER
RSID	Consumo Cíclico	-18,24		-31,8		-44,67	OUTLIER	-17,65		-33,21	
CRDE	Consumo Cíclico	-16,92		-29,52		-41,09	OUTLIER	-16,19		-30,82	
JFEN	Consumo Cíclico	-15,74		-25,54		-33,3		-16,07		-28,61	
VULC	Consumo Cíclico	-11,45		-21,22		-29,78		-16,01		-27,35	
MNDL	Consumo Cíclico	-7,03		-21,01		-28,71		-14,85		-26,02	
PDGR	Consumo Cíclico	-6,65		-17,54		-28,21		-12,44		-16,77	
CTNM	Consumo Cíclico	-4,7		-17,24		-21,35		-9,69		-16,48	
BTOW	Consumo Cíclico	-4,28		-11,72		-20,76		-7,43		-13,06	
CEDO	Consumo Cíclico	-2,82		-9,95		-10,68		-6,94		-6,78	
SGPS	Consumo Cíclico	-2,3		-8,89		-10,17		-6,52		-6,1	
UCAS	Consumo Cíclico	-1,78		-8,41		-9,6		-5,88		-5,23	
GFSA	Consumo Cíclico	-1,18		-8,32		-9,49		-4,27		-4,38	
MEAL	Consumo Cíclico	-0,87		-8,07		-8,44		-4,05		-3,33	
HOOT	Consumo Cíclico	-0,3		-7,26		-7,47		-1,83		-2,54	
BKBR	Consumo Cíclico	0		-4,67		-6,66		-1,01		-1,72	
LLIS	Consumo Cíclico	0		-3,61		-3,88		-0,54		-1,06	
MOVI	Consumo Cíclico	0		-2,53		-3,85		-0,33		0,31	
SMLS	Consumo Cíclico	0		-2,35		-1,46		0		0,6	
TEND	Consumo Cíclico	0		0		-1,45		0,16		0,96	
CTSA	Consumo Cíclico	0,43		0		-1,08		0,32		1,79	
SLED	Consumo Cíclico	0,61		0		-0,58		0,48		2,46	
JHSF	Consumo Cíclico	1,44		0		-0,57		0,56		2,69	
MYPK	Consumo Cíclico	2,16		0,17		-0,52		1,55		3,13	
AHEB	Consumo Cíclico	3,3		0,79		0		1,73		3,63	
AMAR	Consumo Cíclico	3,44		1,24		0		1,96		3,65	
LCAM	Consumo Cíclico	3,63		1,73		0		2,81		4,33	
TRIS	Consumo Cíclico	3,67		2,04		0		3,32		4,46	
MSRO	Consumo Cíclico	3,83		2,2		0		4,18		4,64	
PTNT	Consumo Cíclico	4,49		2,4		0,07		5,06		5,57	
NAFG	Consumo Cíclico	4,78		2,44		0,6		7,45		5,58	
MGLU	Consumo Cíclico	4,86		2,71		0,61		7,76		6,15	
LAME	Consumo Cíclico	5,08		3,3		2,04		7,92		6,56	
UNID	Consumo Cíclico	5,44		3,95		2,09		8,98		6,58	
TCSA	Consumo Cíclico	6,48		3,98		2,26		9,04		6,9	
RDNI	Consumo Cíclico	6,92		4,49		2,55		9,37		6,92	
HBOR	Consumo Cíclico	8,34		5,01		2,8		9,99		7,57	
CYRE	Consumo Cíclico	9,86		5,12		2,85		10,15		8,76	
EVEN	Consumo Cíclico	10,34		5,67		3		10,49		9,09	
CAMB	Consumo Cíclico	10,4		6,36		4,32		11,36		9,42	
DIRR	Consumo Cíclico	10,41		7,04		4,35		11,67		10,12	

Continuação.

CÓDIGO	SETOR	ROA 2014(%)	OUTILIERS 2014	ROA 2015(%)	OUTILIERS 2015	ROA 2016(%)	OUTILIERS 2016	ROA 2017(%)	OUTILIERS 2017	ROA 2018(%)	OUTILIERS 2018
BMKS	Consumo Cíclico	11,32		7,66		4,82		12,72		10,14	
TECN	Consumo Cíclico	11,6		8,76		6,62		12,72		10,9	
VVAR	Consumo Cíclico	11,72		8,76		6,67		12,73		13,24	
CVCB	Consumo Cíclico	12,69		9,61		8,23		14,29		13,58	
COGN	Consumo Cíclico	12,92		9,79		9,04		15,75		13,66	
MRVE	Consumo Cíclico	13,32		9,96		9,49		17,74		13,88	
DOHL	Consumo Cíclico	13,53		10,7		9,5		18,03		15,22	
RENT	Consumo Cíclico	14,41		10,86		9,88		18,8		15,28	
ALPA	Consumo Cíclico	15,37		10,92		10,68		19,34		15,48	
GUAR	Consumo Cíclico	16,16		12,02		11,04		19,41		16,57	
LEVE	Consumo Cíclico	16,35		12,8		13,09		20,66		16,66	
LREN	Consumo Cíclico	17,72		13,14		14,67		21,12		19,31	
CGRA	Consumo Cíclico	20,16		14,47		17,78		21,32		22,81	
BAHI	Consumo Cíclico	21,51		15,58		18,19		22,79		22,93	
WHRL	Consumo Cíclico	22,92		16,23		19,12		23,12		23,03	
YDUQ	Consumo Cíclico	24,22		16,78		19,31		28,74		23,13	
EZTC	Consumo Cíclico	27,77		17,43		19,88		29,43		23,6	
ARZZ	Consumo Cíclico	28,31		19,74		21,1		31,59		25,19	
SEER	Consumo Cíclico	34,24		22,23		21,19		33,72		27,3	
ANIM	Consumo Cíclico	34,93		26,98		22,83		34,3		28,11	
GRND	Consumo Cíclico	36,56		28,03		25,61		36,96		30,33	
CALI	Consumo Cíclico	37,87	OUTLIER	36,2		26,09		40,36		31,44	
HGTX	Consumo Cíclico	44,53	OUTLIER	38,19		39	OUTLIER	42,2		49,02	OUTLIER
HETA	Consumo Cíclico	2377,71	OUTLIER	53	OUTLIER	72,29	OUTLIER	108,61		87,78	OUTLIER
Mediana do Setor: Consumo Cíclico		4,78		3,005		2,065		6,255		6,355	
BSEV	Consumo não Cíclico	-30,47		-107,47	OUTLIER	-39,61	OUTLIER	-62,02	OUTLIER	-72,83	OUTLIER
BOBR	Consumo não Cíclico	-15,23		-56,47	OUTLIER	-14,09		-29,48		-41,54	
FRTA	Consumo não Cíclico	-13,58		-19,27		-12,8		-19,06		-21,29	
BEEF	Consumo não Cíclico	-11,58		-13,48		-6,95		-12,84		-20,99	
MRFG	Consumo não Cíclico	-7,33		-10,69		-6,71		-4,98		-19,72	
TESA	Consumo não Cíclico	-6,01		-10,31		-6,17		-4,72		-5,54	
MNPR	Consumo não Cíclico	-2,12		-5,6		-2,13		-4,54		0,04	
CAML	Consumo não Cíclico	0		-0,59		-1,73		0,66		2,66	
CRFB	Consumo não Cíclico	0		0		0		0,98		3,64	
JOPA	Consumo não Cíclico	2,93		0		0		2,24		4,51	
SLCE	Consumo não Cíclico	3,02		1,12		0,73		2,58		7,13	
ODER	Consumo não Cíclico	3,26		1,47		0,78		8,96		7,66	
APTI	Consumo não Cíclico	3,45		3,09		1,1		8,96		8,07	
JBSS	Consumo não Cíclico	4,95		4,62		4,35		9,17		8,6	
PCAR	Consumo não Cíclico	5,58		5,11		6,05		9,44		9,05	
SMTO	Consumo não Cíclico	6,96		7,58		7,05		9,86		10,53	

Continuação.

CÓDIGO	SETOR	ROA 2014(%)	OUTILIERS 2014	ROA 2015(%)	OUTILIERS 2015	ROA 2016(%)	OUTILIERS 2016	ROA 2017(%)	OUTILIERS 2017	ROA 2018(%)	OUTILIERS 2018
BRFS	Consumo não Cíclico	12,33		10,93		16,61		13,46		13,25	
NATU	Consumo não Cíclico	20,36		15,41		21,98		16,88		18,53	
MDIA	Consumo não Cíclico	26,76		20,1		22,39		23,23		22,22	
ABEV	Consumo não Cíclico	33,45		23,69		27,61		27,72		22,43	
BAUH	Consumo não Cíclico	38,68	OUTLIER	27,55		29,93		37,01	OUTLIER	23,43	
Mediana do Setor: Consumo não Cíclico		2,975		1,47		0,755		2,58		7,395	
MMXM	Materiais Básicos	-137,03	OUTLIER	-60,21		-158,26	OUTLIER	-79,35	OUTLIER	-179,5	OUTLIER
SNSY	Materiais Básicos	-48,11	OUTLIER	-57,4		-65,02	OUTLIER	-33,31		-85,4	OUTLIER
CRPG	Materiais Básicos	-19,79		-56,94		-40,25	OUTLIER	-27,23		-81,21	OUTLIER
MTIG	Materiais Básicos	-12,69		-53,44		-22,49		-15,33		-13,99	
NUTR	Materiais Básicos	-12,58		-26,56		-21,06		-14,41		-9,58	
ELEK	Materiais Básicos	-9,2		-25,85		-15,32		-8,53		-7,62	
MGEL	Materiais Básicos	-7,59		-25,59		-10,58		-6,45		-1,18	
GPCP	Materiais Básicos	-5,86		-23,32		-5,1		-5,16		-0,99	
LTEL	Materiais Básicos	-1,89		-20,16		-5,03		-2,16		0,39	
SUZB	Materiais Básicos	-1,86		-12,99		-4,23		-1,43		0,65	
NEMO	Materiais Básicos	-1,63		-11,11		-3,12		-0,81		0,67	
CSNA	Materiais Básicos	-0,42		-9,54		-1,59		0,05		0,84	
FHER	Materiais Básicos	0,48		-9,09		-1,28		0,23		0,93	
VALE	Materiais Básicos	0,62		-7,65		0,51		1,79		1,15	
GOAU	Materiais Básicos	0,64		-7,61		0,9		3,48		1,18	
USIM	Materiais Básicos	0,85		-7,44		3,02		3,91		1,59	
BRAP	Materiais Básicos	1,91		-6,63		3,33		4,11		3,11	
EUCA	Materiais Básicos	2,82		-6,55		3,92		4,43		5,48	
STTZ	Materiais Básicos	3,4		-5,95		8,25		5,13		8,97	
BRKM	Materiais Básicos	3,5		-2,88		8,4		10,75		8,99	
TKNO	Materiais Básicos	3,86		0,06		11,41		12,45		9,69	
MSPA	Materiais Básicos	4,15		1,04		11,51		12,67		14,35	
GGBR	Materiais Básicos	4,45		3,44		12,25		15,31		15,02	
PATI	Materiais Básicos	4,9		4,07		14,47		16,45		21,44	
PMAM	Materiais Básicos	4,99		5,08		16,07		17,46		22,39	
RANI	Materiais Básicos	6,74		6,65		16,93		20,05		23,22	
KLBN	Materiais Básicos	6,9		10,47		18,27		20,82		23,88	
UNIP	Materiais Básicos	8,07		10,55		26,07		25,26		26,12	
DTEX	Materiais Básicos	8,87		21,08		29,84		29,07		27,6	
FESA	Materiais Básicos	12,51		47,35	OUTLIER	443,54	OUTLIER	41,13		46,48	OUTLIER
Mediana do Setor: Materiais Básicos		1,38		-7,61		3,175		3,91		2,35	
PRIO	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-189,06		-261,59	OUTLIER	0		-289,99	OUTLIER	-209,93	OUTLIER
OSXB	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-132,13		-62,92		7,59		-1,91		-49,04	

Continuação.

CÓDIGO	SETOR	ROA 2014(%)	OUTILIERS 2014	ROA 2015(%)	OUTILIERS 2015	ROA 2016(%)	OUTILIERS 2016	ROA 2017(%)	OUTILIERS 2017	ROA 2018(%)	OUTILIERS 2018
LUPA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-123,41		-23,69		-67,79		-0,11		-33,25	
RPMG	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-116,73		-18,46		8,58		8,01		-16,21	
PETR	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-5,44		-7,74		2,29		9,22		5,99	
BRDT	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0		0		-166,28		9,69		7,54	
CSAN	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	2,15		4,39		-3,68		11,11		11,48	
ENAT	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	10,47		5,46		44,65		18,18		21,57	
UGPA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	12,75		14,34		-176,45		55,97		25,2	
DMMO	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	814,62	OUTLIER	18,76		12,93		103,34	OUTLIER	26,66	
Mediana do Setor: Petróleo, Gás e Biocombustíveis		-5,44		0		1,145		9,455		7,54	
ADHM	Saúde	-1227,43		0		-132,15	OUTLIER	-449,23	OUTLIER	-27,85	OUTLIER
BIOM	Saúde	-14,16		-443,02		-38,43	OUTLIER	-29,06	OUTLIER	-0,67	
PFRM	Saúde	-5,7		17,44		-3,61		-8,61		2,9	
AALR	Saúde	0		7,21		-1,34		0		3,63	
GBIO	Saúde	0		1,02		0		0		5,1	
GNDI	Saúde	0		6,7		0		0,58		10,13	
HAPV	Saúde	0		0		0		0,75		11,61	
PARD	Saúde	0		0		2,54		2,45		13,67	
DASA	Saúde	3,57		0		3,53		4,21		14,99	
FLRY	Saúde	5,35		7,08		3,7		9,41		16,28	
HYPE	Saúde	5,8		31,87		12,93		12,59		16,96	
QUAL	Saúde	6,47		36,96		15,22		15,82		19,77	
OFSA	Saúde	7,23		19,96		15,82		18,06		21,4	
RADL	Saúde	10,93		0		20,23		18,18		22,37	
PNVL	Saúde	13,72		-1,86		20,45		19,05		28,23	
BALM	Saúde	16,8		11,91		22,2		21		32,3	
NRTQ	Saúde	27,17		13,23		22,55		22,48		34,57	
ODPV	Saúde	35,32	OUTLIER	14,48		31,81		72,38	OUTLIER	223,28	
Mediana do Setor: Saúde		3,57		6,89		8,315		9,41		16,28	
BRQB	Tecnologia da Informação	1,16		8,16		-5,79		2,87		25,9	
LINX	Tecnologia da Informação	15,32		12,81		9,24		10,85		8,62	
POSI	Tecnologia da Informação	2,64		-8,33		0,97		-5,48		-0,05	
QUSW	Tecnologia da Informação	16,97		35,06		1,58		-10,18		6,46	

Continuação.

CÓDIGO	SETOR	ROA 2014(%)	OUTILIERS 2014	ROA 2015(%)	OUTILIERS 2015	ROA 2016(%)	OUTILIERS 2016	ROA 2017(%)	OUTILIERS 2017	ROA 2018(%)	OUTILIERS 2018
SQIA	Tecnologia da Informação	25,75		19,96		10,66		9,48		3,26	
TOTS	Tecnologia da Informação	24,53		14,69		12,49		7,46		4,98	
Mediana do Setor: Tecnologia da Informação		16,145		13,75		5,41		5,165		5,72	

Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras (B3).

Nota: método baseado na amplitude interquartil = $IQR = Q_3 - Q_1$, sendo o limite superior determinado pela fórmula $L_{sup} = \bar{x} + 1,5 \times IQR$, enquanto que o limite inferior é dado por $L_{inf} = \bar{x} - 1,5 \times IQR$.

APÊNDICE B

Tabela 34 – Relação de Valores por Componente Financeiro Utilizado no Cálculo do Indicadores Significantes (Reais Milhões)

Parte 1

INDICADOR	COMPONENTE	FONTE	EXERCÍCIO	CEDO	ROMI	EALT	CAMB	JSLG	MILS	RLOG	PLAS	DMMO	BTOW
COBJUR; MAROP	EBIT	DRE	2014	12,7	9,6	13,3	45,5	460,1	157,9	225,1	38,5	10627,9	366,6
COBJUR; MAROP	EBIT	DRE	2015	-58,1	-2,0	8,6	34,7	583,5	-65,6	1044,7	-51,2	-320,6	412,1
COBJUR; MAROP	EBIT	DRE	2016	-79,2	-44,4	3,0	11,4	498,8	-118,1	905,6	-113,5	-239,6	361,1
COBJUR; MAROP	EBIT	DRE	2017	83,7	51,3	48,1	19,9	704,5	-189,0	1412,0	-41,7	-814,3	247,9
COBJUR; MAROP	EBIT	DRE	2018	63,1	46,0	20,2	28,9	960,7	-126,4	1749,6	-125,6	-504,3	-22,8
COBJUR	Despesas Financeiras	DRE	2014	-46,1	-11,7	-7,9	-51,3	-458,4	-92,8	-67,6	-71,0	-859,8	-934,1
COBJUR	Despesas Financeiras	DRE	2015	-61,4	-8,3	-12,7	-77,4	-714,7	-100,1	-1451,9	-91,4	-286,6	-1204,1
COBJUR	Despesas Financeiras	DRE	2016	-81,3	-24,6	-8,5	-50,2	-988,8	-81,8	-2051,9	-133,2	-292,1	-1565,4
COBJUR	Despesas Financeiras	DRE	2017	-61,6	-12,0	-8,3	-38,2	-880,1	-45,4	-2027,6	-107,2	-1353,1	-1369,5
COBJUR	Despesas Financeiras	DRE	2018	-57,2	-2,6	-11,8	-40,4	-999,0	-27,3	-2186,2	-130,9	-48,1	-1014,4
MAROP; MARLIQ; ZSCORE	Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	DRE	2014	564,0	648,6	171,3	283,9	5539,2	794,2	915,4	658,3	989,1	7963,8
MAROP; MARLIQ; ZSCORE	Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	DRE	2015	396,4	606,6	146,6	285,9	5989,9	576,1	4037,9	480,8	584,5	9013,8
MAROP; MARLIQ; ZSCORE	Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	DRE	2016	505,7	586,9	117,7	276,4	6739,4	396,6	5014,6	351,4	198,7	8601,3

Continuação.

INDICADOR	COMPONENTE	FONTE	EXERCÍCIO	CEDO	ROMI	EALT	CAMB	JSLG	MILS	RLOG	PLAS	DMMO	BTOW
MAROP; MARLIQ; ZSCORE	Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	DRE	2017	635,0	672,9	168,4	259,5	7255,8	291,3	5946,3	389,2	426,5	7120,8
MAROP; MARLIQ; ZSCORE	Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	DRE	2018	649,7	743,5	247,0	247,5	8075,4	304,2	6584,9	346,8	538,3	6488,5
MARLIQ	Lucro/Prejuízo do Período	DRE	2014	-9,6	7,2	6,8	14,1	72,4	64,3	104,3	-76,2	9921,5	-163,3
MARLIQ	Lucro/Prejuízo do Período	DRE	2015	-93,1	6,3	0,1	-28,1	46,8	-97,8	-30,0	-198,3	-754,3	-418,4
MARLIQ	Lucro/Prejuízo do Período	DRE	2016	-140,3	-39,7	-1,7	-33,4	-183,2	-99,4	-206,7	-251,8	-698,9	-485,9
MARLIQ	Lucro/Prejuízo do Período	DRE	2017	82,7	37,7	30,6	44,7	-2,7	-138,4	-79,5	-71,9	-1952,7	-411,4
MARLIQ	Lucro/Prejuízo do Período	DRE	2018	48,6	84,0	12,2	16,6	131,3	-95,0	74,6	-257,3	-671,0	-397,4
TATAN; ATLIV	Imobilizado	Bal. Patrimonial	2014	393,1	278,4	174,2	67,0	4005,0	1200,1	1084,5	550,8	518,7	474,2
TATAN; ATLIV	Imobilizado	Bal. Patrimonial	2015	375,3	277,8	166,2	60,1	4764,3	1004,1	9404,1	515,5	639,9	566,0
TATAN; ATLIV	Imobilizado	Bal. Patrimonial	2016	304,1	252,0	159,4	60,0	5386,7	821,2	10337,1	476,8	540,5	538,3
TATAN; ATLIV	Imobilizado	Bal. Patrimonial	2017	324,0	257,9	154,6	58,8	6056,6	639,7	11266,3	439,7	179,1	469,8
TATAN; ATLIV	Imobilizado	Bal. Patrimonial	2018	310,7	258,9	217,8	55,8	7279,4	467,4	11916,8	358,2	244,0	435,5
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PC)	Bal. Patrimonial	2014	180,4	237,9	30,1	109,6	703,9	155,0	127,4	189,5	936,6	574,5
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PC)	Bal. Patrimonial	2015	88,3	128,6	25,8	137,6	1439,5	189,8	1444,1	323,3	1526,4	554,6

Continuação.

INDICADOR	COMPONENTE	FONTE	EXERCÍCIO	CEDO	ROMI	EALT	CAMB	JSLG	MILS	RLOG	PLAS	DMMO	BTOW
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PC)	Bal. Patrimonial	2016	93,4	166,6	29,5	128,7	1748,2	159,7	1467,7	333,9	1375,7	526,9
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PC)	Bal. Patrimonial	2017	83,4	129,6	49,9	99,2	1657,6	125,3	1594,0	371,0	0,0	1564,0
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PC)	Bal. Patrimonial	2018	106,8	165,9	56,0	50,7	2070,2	125,7	924,9	444,5	0,0	727,3
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PNC)	Bal. Patrimonial	2014	107,8	260,5	20,7	42,7	4141,5	590,4	657,3	197,1	0,0	1335,0
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PNC)	Bal. Patrimonial	2015	141,5	262,9	27,4	16,7	4895,0	431,0	7141,1	0,0	0,0	3646,6
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PNC)	Bal. Patrimonial	2016	142,0	163,3	12,7	8,0	4564,8	290,4	7055,5	0,0	0,0	3739,3
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PNC)	Bal. Patrimonial	2017	149,1	119,8	4,6	6,3	6611,4	174,1	8076,9	0,0	0,0	4678,1
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PNC)	Bal. Patrimonial	2018	149,6	147,7	26,3	14,1	9931,1	55,5	9669,5	0,0	0,0	6120,9
ATLIV GCACT; ZSCORE	Ativo Total	Bal. Patrimonial	2014	683,4	1289,0	273,0	271,8	7489,3	1892,7	2584,9	818,3	2435,9	7635,0
ATLIV GCACT; ZSCORE	Ativo Total	Bal. Patrimonial	2015	585,7	1219,7	269,4	267,6	8742,6	1638,0	21745,7	638,8	2397,7	9948,4
ATLIV GCACT; ZSCORE	Ativo Total	Bal. Patrimonial	2016	527,2	1084,1	244,6	224,0	8868,4	1510,7	23038,0	581,4	2062,1	10241,3
ATLIV GCACT; ZSCORE	Ativo Total	Bal. Patrimonial	2017	575,4	1075,4	253,4	221,7	11500,9	1223,6	26237,3	533,4	1346,8	12623,1
ATLIV GCACT; ZSCORE	Ativo Total	Bal. Patrimonial	2018	700,2	1242,1	347,1	214,9	15874,0	1014,6	27142,2	433,3	639,2	13031,2
ATLIV GCACT; ZSCORE	Passivo Circulante	Bal. Patrimonial	2014	223,1	353,4	53,2	165,1	1871,4	221,2	377,5	332,5	1454,5	3107,3
ATLIV GCACT; ZSCORE	Passivo Circulante	Bal. Patrimonial	2015	191,3	247,6	46,3	238,9	2414,2	218,9	3491,6	525,5	2388,2	3262,1

Continuação.

INDICADOR	COMPONENTE	FONTE	EXERCÍCIO	CEDO	ROMI	EALT	CAMB	JSLG	MILS	RLOG	PLAS	DMMO	BTOW
GCACT; ZSCORE	Passivo Circulante	Bal. Patrimonial	2016	275,2	290,9	46,8	222,0	3194,2	193,8	3395,5	715,9	2367,6	3119,4
GCACT; ZSCORE	Passivo Circulante	Bal. Patrimonial	2017	227,0	280,5	96,1	169,2	3129,7	165,4	3515,6	631,2	263,1	3697,4
GCACT; ZSCORE	Passivo Circulante	Bal. Patrimonial	2018	297,0	362,8	116,2	133,5	4035,5	166,4	2475,1	764,3	280,1	3209,4
GCACT; ZSCORE	Passivo Não Circulante	Bal. Patrimonial	2014	142,6	291,5	146,3	76,0	4573,1	612,1	879,1	225,5	363,0	1448,2
GCACT; ZSCORE	Passivo Não Circulante	Bal. Patrimonial	2015	174,2	299,2	151,2	29,1	5308,5	456,8	14237,7	46,4	688,4	3980,1
GCACT; ZSCORE	Passivo Não Circulante	Bal. Patrimonial	2016	174,5	191,7	128,6	38,4	5065,2	319,0	13960,2	50,8	625,9	4043,9
GCACT; ZSCORE	Passivo Não Circulante	Bal. Patrimonial	2017	185,5	151,4	59,3	45,7	7181,9	211,6	14698,2	159,5	691,2	5020,0
GCACT; ZSCORE	Passivo Não Circulante	Bal. Patrimonial	2018	194,5	181,7	76,3	57,4	10590,0	98,0	16366,2	183,8	735,5	6284,7
EVOLCP	Patrimônio Líquido	Bal. Patrimonial	2013	303,9	648,2	69,0	17,7	1014,6	1016,5	1042,4	319,5	-9778,7	829,7
EVOLCP	Patrimônio Líquido	Bal. Patrimonial	2014	292,3	642,5	73,5	30,5	1044,9	1059,4	967,5	259,9	618,3	3079,5
EVOLCP	Patrimônio Líquido	Bal. Patrimonial	2015	199,2	670,7	71,8	0,7	1019,9	962,2	1113,3	66,7	-678,9	2706,0
EVOLCP	Patrimônio Líquido	Bal. Patrimonial	2016	58,9	600,0	69,2	-36,1	609,0	997,9	1540,2	-185,1	-931,3	3078,0
EVOLCP	Patrimônio Líquido	Bal. Patrimonial	2017	141,6	642,0	98,0	7,0	686,8	846,6	2211,0	-257,1	392,4	3906,0
EVOLCP	Patrimônio Líquido	Bal. Patrimonial	2018	190,2	696,0	154,6	24,3	753,1	750,3	2291,8	-514,3	-376,4	3537,1
EVOLCP	Reservas de Capital	Bal. Patrimonial	2013	2,3	2,1	0,0	0,0	-24,8	10,2	0,0	20,4	95,7	5,7
EVOLCP	Reservas de Capital	Bal. Patrimonial	2014	2,3	2,1	0,0	0,0	-47,3	8,8	0,2	22,3	461,9	12,7

Continuação.

INDICADOR	COMPONENTE	FONTE	EXERCÍCIO	CEDO	ROMI	EALT	CAMB	JSLG	MILS	RLOG	PLAS	DMMO	BTOW
EVOLCP	Reservas de Capital	Bal. Patrimonial	2015	0,0	0,0	0,0	0,0	-45,3	9,7	172,5	22,3	0,0	27,7
EVOLCP	Reservas de Capital	Bal. Patrimonial	2016	0,0	0,0	0,0	0,0	10,3	10,6	221,0	22,3	117,3	38,9
EVOLCP	Reservas de Capital	Bal. Patrimonial	2017	0,0	0,0	0,0	0,0	21,5	12,7	210,7	22,3	1708,4	52,3
EVOLCP	Reservas de Capital	Bal. Patrimonial	2018	0,0	0,0	0,0	0,0	-70,2	13,4	214,0	0,0	1705,7	46,8
EVOLCP	Reservas de Reavaliação	Bal. Patrimonial	2013	0,0	0,0	0,0	0,0	33,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EVOLCP	Reservas de Reavaliação	Bal. Patrimonial	2014	0,0	0,0	0,0	0,0	7,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EVOLCP	Reservas de Reavaliação	Bal. Patrimonial	2015	0,0	0,0	0,0	0,0	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EVOLCP	Reservas de Reavaliação	Bal. Patrimonial	2016	0,0	0,0	0,0	0,0	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EVOLCP	Reservas de Reavaliação	Bal. Patrimonial	2017	0,0	0,0	0,0	0,0	82,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EVOLCP	Reservas de Reavaliação	Bal. Patrimonial	2018	0,0	0,0	0,0	0,0	132,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EVOLCP	Reservas de Lucros	Bal. Patrimonial	2013	73,4	140,8	10,7	0,0	345,6	447,9	102,6	0,0	0,0	0,0
EVOLCP; ZSCORE	Reservas de Lucros	Bal. Patrimonial	2014	63,9	136,0	15,2	0,0	424,3	487,0	26,6	0,0	0,0	0,0
EVOLCP; ZSCORE	Reservas de Lucros	Bal. Patrimonial	2015	0,0	135,6	9,3	0,0	400,2	389,2	0,0	0,0	0,0	0,0
EVOLCP; ZSCORE	Reservas de Lucros	Bal. Patrimonial	2016	0,0	90,2	8,4	0,0	0,0	289,8	0,0	0,0	0,0	0,0
EVOLCP; ZSCORE	Reservas de Lucros	Bal. Patrimonial	2017	0,0	119,0	42,0	0,0	0,0	151,5	0,0	0,0	0,0	0,0
EVOLCP; ZSCORE	Reservas de Lucros	Bal. Patrimonial	2018	0,0	160,2	23,7	0,0	0,0	55,3	0,0	0,0	0,0	0,0

Continuação.

INDICADOR	COMPONENTE	FONTE	EXERCÍCIO	CEDO	ROMI	EALT	CAMB	JSLG	MILS	RLOG	PLAS	DMMO	BTOW
ZSCORE	Lucros/Prejuízos Acumulados	Bal. Patrimonial	2013	0,0	0,0	0,0	-18,3	0,0	0,0	0,0	-141,3	-18350,9	-374,8
ZSCORE	Lucros/Prejuízos Acumulados	Bal. Patrimonial	2014	0,0	0,0	0,0	-4,3	0,0	0,0	0,0	-251,4	-8429,4	-538,1
ZSCORE	Lucros/Prejuízos Acumulados	Bal. Patrimonial	2015	-24,1	0,0	0,0	-37,5	0,0	0,0	-3,4	-447,2	-8743,9	-957,3
ZSCORE	Lucros/Prejuízos Acumulados	Bal. Patrimonial	2016	-162,8	0,0	0,0	-70,9	-66,4	0,0	-210,1	-697,7	-9442,8	-1443,1
ZSCORE	Lucros/Prejuízos Acumulados	Bal. Patrimonial	2017	-68,9	0,0	0,0	-26,1	-72,3	0,0	-289,6	-769,0	-11395,5	-1854,6
ZSCORE	Lucros/Prejuízos Acumulados	Bal. Patrimonial	2018	-18,8	0,0	0,0	-9,5	17,8	0,0	-215,3	-997,4	-12393,6	-2252,0
ZSCORE	Resultado Antes Tributação/Participações	DRE	2014	-13,6	12,3	9,1	14,1	111,1	90,3	191,4	-30,3	9795,0	-283,8
ZSCORE	Resultado Antes Tributação/Participações	DRE	2015	-100,8	8,9	-1,0	-25,8	67,2	-128,7	-121,9	-135,2	-579,8	-406,2
ZSCORE	Resultado Antes Tributação/Participações	DRE	2016	-145,4	-48,2	-3,0	-33,3	-249,5	-144,4	-767,8	-244,6	-419,9	-723,2
ZSCORE	Resultado Antes Tributação/Participações	DRE	2017	39,9	55,1	42,8	9,0	33,9	-202,5	-253,8	-146,5	-1970,3	-620,7
ZSCORE	Resultado Antes Tributação/Participações	DRE	2018	51,7	87,2	12,3	9,5	279,5	-139,2	540,8	-253,8	-524,7	-589,2
ZSCORE	Resultado Financeiro	DRE	2014	-26,3	2,7	-4,3	-31,4	-349,0	-67,6	-33,7	-68,8	-832,8	-650,4
ZSCORE	Resultado Financeiro	DRE	2015	-42,7	10,9	-9,6	-60,5	-516,2	-63,1	-1166,6	-84,0	-259,3	-818,3
ZSCORE	Resultado Financeiro	DRE	2016	-66,2	-3,8	-6,0	-44,6	-748,3	-26,3	-1673,5	-131,1	-180,3	-1084,3
ZSCORE	Resultado Financeiro	DRE	2017	-43,8	3,8	-5,3	-11,0	-670,5	-13,6	-1665,8	-104,9	-1156,0	-868,5
ZSCORE	Resultado Financeiro	DRE	2018	-11,5	41,1	-7,9	-19,5	-681,2	-12,8	-1208,8	-128,1	-20,3	-566,3

Parte 2

INDICADOR	COMPONENTE	FONTE	EXERCÍCIO	BDLL	SNSY	MNPR	RSID	RDNI	HBOR	ESTR	VIVR	JFEN
COBJUR; MAROP	EBIT	DRE	2014	15,5	-42,5	34,3	-354,2	80,0	312,2	14,3	-152,7	-127,1
COBJUR; MAROP	EBIT	DRE	2015	18,3	-58,4	21,9	-333,3	6,9	110,7	-7,8	-157,8	-203,2
COBJUR; MAROP	EBIT	DRE	2016	-75,8	-60,3	23,4	-312,1	-67,8	-65,9	-10,8	-246,7	-389,4
COBJUR; MAROP	EBIT	DRE	2017	-59,6	-84,4	5,2	-435,8	-84,4	-248,8	-5,6	-98,5	-440,0
COBJUR; MAROP	EBIT	DRE	2018	-78,2	-81,2	9,6	-438,4	-34,2	-309,1	17,7	-85,6	-404,7
COBJUR	DESPESAS FINANCEIRAS	DRE	2014	-20,0	-68,0	-39,4	-296,3	-50,0	-47,9	-38,2	-116,5	-89,3
COBJUR	DESPESAS FINANCEIRAS	DRE	2015	-32,6	-86,1	-35,3	-273,4	-37,3	-65,1	-42,2	-122,6	-124,5
COBJUR	DESPESAS FINANCEIRAS	DRE	2016	-53,7	-86,8	-36,9	-253,7	-52,6	-103,8	-61,1	-117,4	-132,8
COBJUR	DESPESAS FINANCEIRAS	DRE	2017	-58,1	-84,0	-31,8	-256,1	-42,8	-148,1	-45,7	-104,6	-102,1
COBJUR	DESPESAS FINANCEIRAS	DRE	2018	-22,5	-78,1	-77,1	-179,0	-29,4	-174,0	-51,0	-121,7	-74,4
MAROP; MARLIQ; ZSCORE	Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	DRE	2014	478,9	442,5	187,2	1617,0	714,8	1845,7	210,8	158,3	799,2
MAROP; MARLIQ; ZSCORE	Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	DRE	2015	446,4	417,4	207,3	1226,1	557,3	1307,4	169,0	112,0	561,6
MAROP; MARLIQ; ZSCORE	Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	DRE	2016	264,7	353,1	196,3	538,0	386,0	902,0	141,0	-18,0	236,1

Continuação.

INDICADOR	COMPONENTE	FONTE	EXERCÍCIO	BDLL	SNSY	MNPR	RSID	RDNI	HBOR	ESTR	VIVR	JFEN
MAROP; MARLIQ; ZSCORE	Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	DRE	2017	136,6	385,4	190,4	326,0	289,7	518,1	142,7	5,9	165,2
MAROP; MARLIQ; ZSCORE	Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	DRE	2018	93,7	423,2	199,6	148,7	182,6	633,6	135,3	85,0	98,8
MARLIQ	Lucro/Prejuízo do Período	DRE	2014	7,4	-104,8	-2,2	-619,4	68,4	210,8	-25,4	-233,8	-251,4
MARLIQ	Lucro/Prejuízo do Período	DRE	2015	-9,0	-128,6	-11,1	-558,1	6,7	68,9	-44,9	-260,9	-267,1
MARLIQ	Lucro/Prejuízo do Período	DRE	2016	-101,1	-132,5	-13,3	-514,4	-75,7	-103,2	-62,5	-347,2	-439,8
MARLIQ	Lucro/Prejuízo do Período	DRE	2017	-97,8	-153,9	-25,3	-338,9	-93,2	-309,1	-43,6	-120,6	-422,5
MARLIQ	Lucro/Prejuízo do Período	DRE	2018	-95,9	-150,8	-67,0	-614,0	-26,1	-340,9	-28,6	-197,2	-406,4
TATAN; ATLIV	Imobilizado	Bal. Patrimonial	2014	282,3	170,4	104,3	42,0	37,2	33,3	27,6	15,4	9,2
TATAN; ATLIV	Imobilizado	Bal. Patrimonial	2015	270,5	164,0	105,1	31,5	28,3	24,8	25,3	11,7	6,8
TATAN; ATLIV	Imobilizado	Bal. Patrimonial	2016	185,1	154,2	107,9	23,0	21,8	27,6	23,5	7,6	5,9
TATAN; ATLIV	Imobilizado	Bal. Patrimonial	2017	179,4	142,0	90,5	16,1	15,9	26,8	23,4	5,9	4,7
TATAN; ATLIV	Imobilizado	Bal. Patrimonial	2018	166,9	133,8	90,2	12,6	18,1	33,9	23,3	4,4	3,8
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PC)	Bal. Patrimonial	2014	67,3	37,2	6,2	1335,3	204,6	720,6	59,7	645,9	1069,6
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PC)	Bal. Patrimonial	2015	120,0	51,5	1,9	1419,7	241,4	778,1	62,0	906,8	855,7

Continuação.

INDICADOR	COMPONENTE	FONTE	EXERCÍCIO	BDLL	SNSY	MNPR	RSID	RDNI	HBOR	ESTR	VIVR	JFEN
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PC)	Bal. Patrimonial	2016	84,5	50,3	0,2	1016,4	224,7	1162,4	59,3	1004,1	773,9
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PC)	Bal. Patrimonial	2017	34,6	55,6	0,2	613,3	254,9	499,1	54,9	589,5	836,8
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PC)	Bal. Patrimonial	2018	24,9	73,9	0,2	189,3	98,5	743,9	58,3	268,4	547,8
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PNC)	Bal. Patrimonial	2014	97,6	24,3	9,8	1091,5	384,2	733,2	12,2	315,5	459,8
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PNC)	Bal. Patrimonial	2015	51,3	17,6	2,7	505,8	342,6	1189,6	8,9	124,1	390,0
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PNC)	Bal. Patrimonial	2016	99,5	15,0	2,0	1026,0	400,4	1008,8	2,4	37,8	420,7
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PNC)	Bal. Patrimonial	2017	162,7	12,4	1,3	1141,5	72,8	1551,8	1,5	0,0	91,5
ATLIV	Empréstimos e Financiamentos (PNC)	Bal. Patrimonial	2018	188,7	11,5	0,5	1415,0	219,1	1075,5	0,5	0,0	72,0
ATLIV GCACT; ZSCORE	Ativo Total	Bal. Patrimonial	2014	789,8	435,8	202,8	6791,0	1975,2	5052,1	230,6	1531,6	3194,5
ATLIV GCACT; ZSCORE	Ativo Total	Bal. Patrimonial	2015	837,9	427,2	215,0	5260,8	1705,6	5083,2	224,4	1307,0	3045,5
ATLIV GCACT; ZSCORE	Ativo Total	Bal. Patrimonial	2016	902,8	407,7	208,2	4817,4	1578,0	5359,2	227,7	984,4	2641,5
ATLIV GCACT; ZSCORE	Ativo Total	Bal. Patrimonial	2017	838,0	387,9	171,9	3840,1	1160,1	4968,1	225,2	821,0	2157,3
ATLIV GCACT; ZSCORE	Ativo Total	Bal. Patrimonial	2018	822,0	371,3	183,9	2542,2	1191,6	4138,0	208,8	647,8	1754,1
ATLIV GCACT; ZSCORE	Passivo Circulante	Bal. Patrimonial	2014	307,8	123,5	326,7	3155,3	574,4	1253,5	387,0	975,6	1471,4
ATLIV GCACT; ZSCORE	Passivo Circulante	Bal. Patrimonial	2015	397,4	159,3	353,1	3020,3	467,7	1249,6	422,5	1196,5	1294,8

Continuação.

INDICADOR	COMPONENTE	FONTE	EXERCÍCIO	BDDL	SNSY	MNPR	RSID	RDNI	HBOR	ESTR	VIVR	JFEN
GCACT; ZSCORE	Passivo Circulante	Bal. Patrimonial	2016	358,7	186,8	372,0	2671,4	364,7	1710,0	494,3	1265,6	1211,6
GCACT; ZSCORE	Passivo Circulante	Bal. Patrimonial	2017	265,1	243,1	351,9	2001,8	382,9	1009,0	523,3	730,1	1184,0
GCACT; ZSCORE	Passivo Circulante	Bal. Patrimonial	2018	323,2	306,7	419,3	994,6	225,9	1343,3	514,9	421,3	927,8
GCACT; ZSCORE	Passivo Não Circulante	Bal. Patrimonial	2014	144,9	766,4	119,1	1793,9	482,9	2019,5	128,7	474,4	854,8
GCACT; ZSCORE	Passivo Não Circulante	Bal. Patrimonial	2015	115,4	861,2	116,2	971,7	385,6	1963,2	131,8	295,2	778,6
GCACT; ZSCORE	Passivo Não Circulante	Bal. Patrimonial	2016	223,1	955,1	103,7	1412,4	459,2	1773,5	125,8	228,3	921,9
GCACT; ZSCORE	Passivo Não Circulante	Bal. Patrimonial	2017	361,0	1042,6	113,0	1468,3	127,2	2163,7	137,9	156,9	518,1
GCACT; ZSCORE	Passivo Não Circulante	Bal. Patrimonial	2018	392,1	1118,4	124,6	1793,0	339,4	1645,7	131,5	180,5	565,5
EVOLCP	Patrimônio Líquido	Bal. Patrimonial	2013	351,7	-374,6	-248,9	2392,9	837,4	1211,2	-259,6	308,3	889,2
EVOLCP	Patrimônio Líquido	Bal. Patrimonial	2014	337,1	-479,4	-242,7	1772,9	830,3	1317,8	-285,0	74,9	851,5
EVOLCP	Patrimônio Líquido	Bal. Patrimonial	2015	325,1	-608,0	-254,0	1226,1	818,5	1381,5	-329,9	-184,7	970,7
EVOLCP	Patrimônio Líquido	Bal. Patrimonial	2016	321,0	-740,6	-267,3	714,6	734,5	1395,7	-392,4	-509,5	528,4
EVOLCP	Patrimônio Líquido	Bal. Patrimonial	2017	212,0	-894,5	-292,7	376,6	641,4	1365,2	-436,0	-66,0	515,8
EVOLCP	Patrimônio Líquido	Bal. Patrimonial	2018	106,7	-	-359,6	-237,4	615,3	823,3	-437,6	46,1	336,2
EVOLCP	Reservas de Capital	Bal. Patrimonial	2013	92,3	0,6	0,0	-27,8	-10,5	-13,2	0,0	0,0	1,5
EVOLCP	Reservas de Capital	Bal. Patrimonial	2014	97,5	0,6	0,0	-28,4	0,0	-16,2	0,0	0,0	1,5

Continuação.

INDICADOR	COMPONENTE	FONTE	EXERCÍCIO	BDDL	SNSY	MNPR	RSID	RDNI	HBOR	ESTR	VIVR	JFEN
EVOLCP	Reservas de Capital	Bal. Patrimonial	2015	116,7	0,6	0,0	-17,1	-13,2	-30,9	0,0	0,0	-12,1
EVOLCP	Reservas de Capital	Bal. Patrimonial	2016	123,0	0,6	0,0	-14,2	-16,0	-30,9	0,0	0,0	-12,1
EVOLCP	Reservas de Capital	Bal. Patrimonial	2017	111,3	0,6	0,0	-13,3	-16,0	-30,9	0,0	564,1	196,5
EVOLCP	Reservas de Capital	Bal. Patrimonial	2018	111,3	0,6	0,0	3,0	-16,0	-38,3	0,0	0,0	-12,1
EVOLCP	Reservas de Reavaliação	Bal. Patrimonial	2013	0,0	41,7	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EVOLCP	Reservas de Reavaliação	Bal. Patrimonial	2014	0,0	38,2	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EVOLCP	Reservas de Reavaliação	Bal. Patrimonial	2015	0,0	34,8	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EVOLCP	Reservas de Reavaliação	Bal. Patrimonial	2016	0,0	32,0	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EVOLCP	Reservas de Reavaliação	Bal. Patrimonial	2017	0,0	29,7	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EVOLCP	Reservas de Reavaliação	Bal. Patrimonial	2018	0,0	28,0	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EVOLCP	Reservas de Lucros	Bal. Patrimonial	2013	25,6	0,0	0,0	0,0	335,4	416,1	0,0	0,0	46,8
EVOLCP; ZSCORE	Reservas de Lucros	Bal. Patrimonial	2014	26,3	0,0	0,0	0,0	317,8	519,3	0,0	0,0	0,0
EVOLCP; ZSCORE	Reservas de Lucros	Bal. Patrimonial	2015	2,0	0,0	0,0	0,0	319,2	571,8	0,0	0,0	0,0
EVOLCP; ZSCORE	Reservas de Lucros	Bal. Patrimonial	2016	-101,6	0,0	0,0	0,0	238,1	468,6	0,0	0,0	0,0
EVOLCP; ZSCORE	Reservas de Lucros	Bal. Patrimonial	2017	-197,8	0,0	0,0	0,0	145,0	468,6	0,0	0,0	0,0
EVOLCP; ZSCORE	Reservas de Lucros	Bal. Patrimonial	2018	-300,9	0,0	0,0	0,0	118,9	0,0	0,0	0,0	0,0

Continuação.

INDICADOR	COMPONENTE	FONTE	EXERCÍCIO	BDLL	SNSY	MNPR	RSID	RDNI	HBOR	ESTR	VIVR	JFEN
ZSCORE	Lucros/Prejuízos Acumulados	Bal. Patrimonial	2013	0,0	-471,6	-410,0	-190,7	0,0	0,0	-302,2	-949,8	0,0
ZSCORE	Lucros/Prejuízos Acumulados	Bal. Patrimonial	2014	0,0	-572,8	-410,2	-810,1	0,0	0,0	-326,7	1183,1	-204,6
ZSCORE	Lucros/Prejuízos Acumulados	Bal. Patrimonial	2015	0,0	-698,1	-420,9	1368,2	0,0	0,0	-370,7	1444,0	-458,1
ZSCORE	Lucros/Prejuízos Acumulados	Bal. Patrimonial	2016	0,0	-827,8	-431,2	1882,6	0,0	0,0	-432,3	1791,2	-899,4
ZSCORE	Lucros/Prejuízos Acumulados	Bal. Patrimonial	2017	0,0	-979,4	-456,2	2221,5	0,0	-309,1	-475,0	1911,8	1322,5
ZSCORE	Lucros/Prejuízos Acumulados	Bal. Patrimonial	2018	0,0	-	-	-	0,0	-336,1	-477,2	2109,0	-
ZSCORE	Resultado Antes Tributação/Participações	DRE	2014	4,3	-106,4	0,6	-564,3	106,0	348,1	-19,2	-230,4	-155,3
ZSCORE	Resultado Antes Tributação/Participações	DRE	2015	-9,7	-140,8	-11,1	-532,3	30,8	155,4	-41,6	-259,4	-257,2
ZSCORE	Resultado Antes Tributação/Participações	DRE	2016	-125,6	-142,0	-13,3	-527,7	-60,2	-94,7	-62,5	-349,6	-464,4
ZSCORE	Resultado Antes Tributação/Participações	DRE	2017	-115,3	-164,6	-26,2	-355,6	-82,4	-357,0	-43,6	-169,0	-524,3
ZSCORE	Resultado Antes Tributação/Participações	DRE	2018	-98,2	-156,7	-67,0	-606,9	-20,3	-401,4	-28,6	-190,7	-436,8

Continuação.

INDICADOR	COMPONENTE	FONTE	EXERCÍCIO	BDLL	SNSY	MNPR	RSID	RDNI	HBOR	ESTR	VIVR	JFEN
ZSCORE	Resultado Financeiro	DRE	2014	-11,3	-63,9	-33,7	-210,0	26,0	35,8	-33,5	-77,7	-28,2
ZSCORE	Resultado Financeiro	DRE	2015	-28,0	-82,4	-33,0	-199,0	24,0	44,7	-33,8	-101,6	-54,0
ZSCORE	Resultado Financeiro	DRE	2016	-49,8	-81,6	-36,7	-215,6	7,6	-28,9	-51,7	-102,9	-75,1
ZSCORE	Resultado Financeiro	DRE	2017	-55,6	-80,2	-31,4	80,2	2,0	-108,2	-38,0	-70,5	-84,3
ZSCORE	Resultado Financeiro	DRE	2018	-20,0	-75,5	-76,7	-168,5	13,8	-92,3	-46,3	-105,0	-32,1

Fonte: Demonstrações Financeiras publicadas na B3.