

## **ESTRATÉGIAS FINANCEIRAS SIGNIFICANTES: UM ESTUDO DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3 QUE PASSARAM POR RECUPERAÇÃO DE RENTABILIDADE**

**Erick Merêncio de Lima**

Universidade Federal Rural de Pernambuco – UFRPE

E-mail: [Erickml2@gmail.com](mailto:Erickml2@gmail.com)

**Adilson Celestino de Lima**

Universidade Federal Rural de Pernambuco – UFRPE

E-mail: [Adilson.celestino@ufrpe.br](mailto:Adilson.celestino@ufrpe.br)

### **Resumo**

O objetivo da pesquisa foi investigar quais as estratégias financeiras consideradas significantes nos casos de recuperação de rentabilidade (situação de *turnaround*) ocorridos na B3, no período de 2014 a 2018. Formou-se uma amostra de empresas com ROAs (*return on assets*) declinantes nos exercícios de 2015 e 2016. Tratou-se de uma pesquisa exploratória-descritiva, de procedimentos bibliográficos e documental, com abordagem quantitativa e coleta de informações realizada diretamente no portal da B3. O exame da rentabilidade e solvabilidade apresentou 19 empresas em declínio e 4 casos de restauração da rentabilidade. O teste Mann-Whitney U ( $p\text{-valor} < 0,05$ ), resultou na escolha de 3 variáveis (COBJUR, MAROP e MARLIQ) significantes estatisticamente. Os achados assentam as estratégias categorizadas em saúde financeira de curto prazo e rentabilidade e eficiência (foco estratégico orientado a eficiência), como medidas motivadoras dos casos de sucesso de recuperação da rentabilidade anterior ocorridos no estudo.

**Palavras-chave:** Turnaround. Estratégia. Financeira. Declínio. Retomada.

### **1. INTRODUÇÃO**

O Turnaround é 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. 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).

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

Por conseguinte, Bristot (2019) discorre que a perda de rentabilidade das empresas ocasionada pelo alto nível de alavancagem e o declínio na lucratividade neste tipo de cenário, tendem a provocar o crescimento dos encargos da dívida e a diminuição dos investimentos,

aspecto com maior evidência na economia brasileira a partir da segunda metade de 2014 e nos exercícios de 2015 e 2016.

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 matéria relevante tendo em vista que a observação das estratégias financeiras significantes pode contribuir para o desvelamento de práticas proficientes de neutralização de declínios nestas circunstâncias.

Esta pesquisa tem como objetivo investigar, por meio de indicadores, as estratégias financeiras significantes identificadas nos casos de recuperação de rentabilidade ocorridos em empresas declinantes, listadas na B3 no período de 2014 a 2018.

## **2. REVISÃO DE LITERATURA**

### **2.1. Turnaround**

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 que 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. Semelhantemente, 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.

Complementarmente, Francis e Desai (2005) defendem que o sucesso do turnaround decorre de uma sequência complicada de eventos e o arranjo de diversos aspectos circunstanciais, recursos internos e táticas institucionais, consideradas significativas nas diversas etapas da crise, como também, da recuperação.

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 e a corporação se faz rejuvenescida ou restaurada para uma vitalidade anterior ou trazida a uma nova vida (CRANDALL, 1995, p. 9). 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). Braun e Latham (2012) argumentam 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.

Acrescente-se ainda que 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 organização.

## 2.2. Declínio Financeiro

De início, a partir da citação apresentada no estudo de Osório (2014, p. 5,6), denomina-se como declínio empresarial, o insucesso financeiro de uma empresa, sendo este definido como:

- “[...] um precursor natural do processo de fracasso empresarial 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, levando ao aumento do seu nível de endividamento e da perda de quota de mercado, com a consequente redução de recursos disponíveis.

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.”

Similarmente, o estudo de Tangpong, Abebe e Li (2015) usa a definição de declínio organizacional (ou declínio empresarial), 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 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 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.

Dallavalle (2006), por exemplo, em sua tese sobre turnaround empresarial, relacionou os altos custos à causa de maior frequência ligada ao declínio, e ainda pontou outras causas anotadas como responsáveis pelo declínio, tais como: diminuição da demanda, receitas mais baixas, greves, aumento da pressão competitiva, problemas de administração e marketing.

Sudarsanam e Lai (2001), também esclarecem que a queda de uma empresa de uma posição de desempenho superior para uma posição extremamente ruim, em qualquer critério de desempenho apropriado (como por exemplo, a rentabilidade), normalmente aponta para problemas fundamentais no gerenciamento das estratégias.

De maneira análoga, Kang, Lee e Na (2010) argumentam que em momentos de recessão econômica, quadro onde a liquidez 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 empresarial. Os autores esclarecem que em fase econômica de endurecimento horizontal a oferta de crédito às empresas diminui drasticamente.

Desse modo, de acordo com o panorama apresentado, fica claro que os reflexos danosos que a crise instalada no ambiente econômico no período pesquisado 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 tal diminuição agravada pela fuga dos investimentos estrangeiros (O GLOBO, 2015).

Em resumo, qualquer que seja a fase, e ainda seja qual for o conjunto de medidas introduzidas para contenção e reestabelecimento da saúde financeira do empreendimento, 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.

### 2.3. *Turnaround* Financeiro

Entende-se por *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 empreende maiores esforços em ações contingenciais, visando o restabelecimento das finanças da entidade. 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. Do mesmo modo, o *turnaround* financeiro pode ser realizado sem o suporte legal da citada lei de recuperação financeira, sendo firmada substancialmente na inteligência das estratégias consagradas de *turnaround*, usadas no tratamento dos agravos de caixa, a exemplo tem-se a renegociação de dívidas, apontada por Gilson, Jonh e Lang (1990, p. 325, tradução nossa) como o exercício de converter dívidas anteriores em novos contratos (práxis), 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)”.

Nesse contexto, Bibeault (1982) organizou as estratégias de *turnaround* em duas partes, sendo a primeira parte (de viés financeiro), conectada a finalidade emergente de 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.

De maneira simplificada, Schendel, Patton e Riggs (1976) e Hofer (1980) classificaram as estratégias de *turnaround* com foco financeiro, 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 o tratamento das dificuldades aspirando alcançar o alinhamento com o crescimento do setor do participante, conforme disposto no quadro 1.

**Quadro 1** – Estratégias Financeiras de *Turnaround*.

Orientadas para a Eficiência (Redução de Custos)	Reorientação Empresarial (investimentos/desinvestimentos)
<ul style="list-style-type: none"> <li>● Redução de Custos e Despesas</li> <li>● Downsizing</li> <li>● Redução de Ativos Operacionais</li> <li>● Investimentos Internos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Estratégias de Desinvestimentos de Ativos</li> <li>● Estratégias de Investimentos de Ativos</li> </ul>

Fonte: Adaptado de Osório (2014).

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

Quanto as estratégias de reorientação empresarial, tem-se um encadeamento direto com as ações mencionadas por Dallavalle (2006), dirigidas ao aumento de volume de venda e otimização de custos, que ocasionam um crescimento refletindo significativamente na melhoria da capacidade e produtividade da empresa, como é o caso de expansão e modernização da planta, equipamento e máquinas, mas também, investimentos consideráveis como a instalação de uma nova planta fabril criando uma nova produção é citado pelo autor, positivamente, no que tange a saúde financeira e revitalização do negócio.

## 2.4. Análise via Indicadores Econômicos e Financeiros

Em meio ao reconhecimento da contribuição das estratégias financeiras de *turnaround* ligadas a eficiência e a reorientação empresarial, mister se faz atentar para a relevante função dos indicadores econômicos e financeiros, quanto ao julgamento do sucesso dos casos de *turnaround*. Trahms et al. (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*. 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 na 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 2.

**Quadro 2** - Predileção de Uso do ROA como Medida *Turnaround*.

MOMENTO	INDICADORES	AUTORES
Medida de Declínio	ROA com medida declínio	Winn (1997); Ndofor, Vanevenhoven e Barker (2013)



Medida de Turnaround	ROA como medida de parâmetro a ser retomado.	Wiseman & Bromiley (1991); Winn (1997); Love & Nohria (2005); Wan e Yiu (2009) e Ndofor, Vanevenhoven e Barker (2013)
----------------------	----------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

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

Sendo assim, 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 financeiros, econômicos e patrimoniais de maneira padronizada, com transparência e confiabilidade, objetivando o exame histórico de decisões realizadas, além de dá assistência a projeções futuras (KUNH; LAMPERT, 2012).

Neste sentido, a instrumentalização de indicadores financeiros tornou-se praticamente uma convenção nos estudos sobre o tema, diante da necessidade de verificação do desempenho das ações e medidas de enfrentamento empregadas por meio do plano estratégico de reestruturação, como se pode observar na distribuição das estratégias por foco e categoria, bem como a influência esperada do indicador no campo do *turnaround*.

**Quadro 3** - Categorias de indicadores operacionalizados em estudos de *turnaround*.

Foco	Categoria	Influências no Turnaround	Fonte Empírica
Estratégias Orientadas a Eficiência	Estrutura de Capitais	O rearranjo da estrutura de capital para a redução de capital de terceiros.	Sudarsanam et al. (2001); Brito e Assaf Neto (2008).
	Saúde Financeira de Curto Prazo	Melhoria na margem operacional ou amoldamento das despesas financeiras são fatores positivos.	Zeni et. al (2010); Stüpp (2015); Soares e Rebouças (2014).
	Rentabilidade e Eficiência	Performances positivas são favores a solvabilidade da empresa.	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 à retomada.	Smith et. al (2005); Paint (1991).
	Investimentos / Desinvestimentos	Capacidade garantidora de financiamentos facilita o crédito.	Smith et. al (2005); Robbins et al. (2005).
	Capacidade de Gestão	A capacidade da gestão em captar novos ingressos fortalece o caixa.	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 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.

## 2.5. 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*, 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). 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% 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.

A pluralidade de parâmetros usados para determinar o momento de declínio da entidade, estudado no levantamento bibliográfico de Pandit (2000, p. 43 a 45), também incitou o uso de: “indicadores de desempenho, lucratividade e de mercado”, todos de natureza contábil, além do confrontamento com a opinião de gestores e participantes da administração.

Contudo, 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.

### 3. METODOLOGIA

A presente pesquisa foi classificada como exploratória-descritiva, considerando-a de caráter exploratório, diante da possibilidade da mesma oferecer uma melhor familiarização e aprofundamento do tema pesquisado (GIL, 2006), sendo a mesma classificada ainda como pesquisa bibliográfica. 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.

Inicialmente, o universo do estudo foi composto por 266 companhias com ações listadas na B3 (excetuando-se as financeiras e de utilidade pública), estando 225 empresas dentro do escopo mencionado, restando ao final uma amostra de 20 companhias classificadas nas condições advindas de estudos direcionados ao tema, descritas a seguir:

Condição 1 (C1) = Declínio do ROA em 2015 (comparação com 2014) e classificado abaixo da mediana do setor;

Condição 2 (C2) = Declínio do ROA em 2016 (comparação com 2015) e 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 a distinção dos casos categorizados como *turnaround* se fez necessário construir as condições à frente (caso contrário, recebeu-se o status de não *turnaround*):

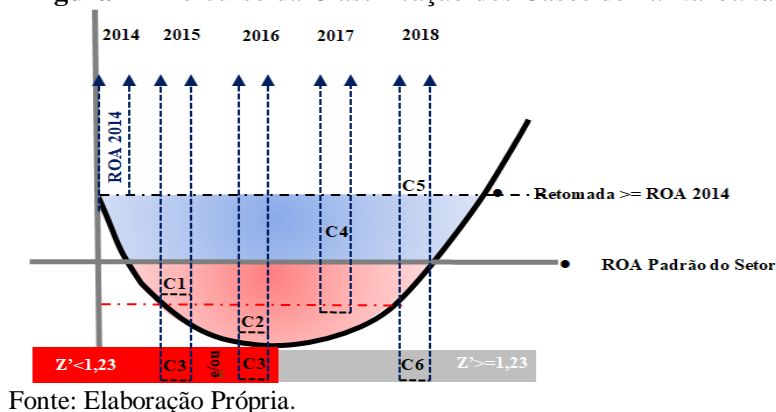
Condição 4 (C4) = Aumento do ROA em 2017 (comparação com 2016);

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 ( $Z' \text{ Score} \geq 1,23$ ).

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 1.

**Figura 1** – Percurso da Classificação dos Casos de *Turnaround*.



Desse modo, após atendidas as condições descritas acima, sobreveio um novo panorama onde 5 (cinco) empresas foram classificadas no subgrupo *turnaround*, enquanto outras 15 (quinze) não alcançaram tal façanha (não *turnaround*). Em seguida, se testou variáveis do tipo contínuas de escalas racionais por qualificar-se como um estudo exploratório. Foi utilizada uma variável independente (de grupamento) qualitativa e dicotômica (dummy) denominada por RETOMADA, operacionalizada para classificar a situação das empresas em *turnaround* financeiro, onde se admitiu o valor 1 em caso de sucesso (SIM) e 0 caso contrário (NÃO).

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, resultado da seguinte equação:

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

X1 = (ativo circulante – passivo circulante)/ativo total

X2 = (reservas + lucros acumulados)/ativo total

X3 = lucros antes dos juros e impostos/ativo total

X4 = patrimônio líquido/exigível total

• Z'Score 1,23 < Zona I (cenário de estado iminente de falência);

• Z'Score 2,90 > Zona II (cenário de estado pleno de solvência);



X5 = vendas líquidas/ativo total.

- Z'Score  $\geq 1,23$  e  $\leq 2,90$  (zona de insegurança ou alerta)

Resumidamente, o Z'Score de 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 as chances de recuperação.

Sendo assim, juntamente com a variável de agrupamento (independente), operacionalizaram-se as variáveis dependentes por meio dos indicadores financeiros listados no quadro 4 e o Z'Score de Altmann (2000), interpretados como elementos compatíveis com casos diretrizes (OSÓRIO, 2014; TANGPONG; ABEBE; LI. 2015).

**Quadro 4 - Relação das Variáveis do Estudo.**

<b>Categoria</b>	<b>Variável</b>	<b>Configuração</b>	<b>Fonte Empírica</b>	
<b>VARIÁVEL INDEPENDENTE</b>				
Classificação dos Casos.	RETO-MADA	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Qualitativa e dicotômica (dummy)</li> </ul>	Altman (2000); Robbins et al. (1992); Sudarsanam et al. (2001).	
<b>Categoria</b>	<b>Variável</b>	<b>Fórmula</b>	<b>Relação Aguardada</b>	<b>Fonte Empírica</b>
<b>VARIÁVEIS DEPENDENTES</b>				
Estrutura de Capitais	GCACT	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grau de Cobertura do Ativo por Capital de Terceiros  <math display="block">= \frac{PC+PNC}{Ativo\ Total} \times 100</math> </li> </ul>	Negativa	Sudarsanam et al. (2001); Gitman (2010); Assaf Neto e Lima (2014).
	EVOCP	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Evolução do Capital Próprio  <math display="block">= \frac{(PL-Reservas\ (ano\ n)) - (PL-Reservas\ (ano\ n-1))}{(PL-Reservas\ (ano\ n-1))} \times 100</math> </li> </ul>	Positiva	
Saúde Financeira de Curto Prazo	COBJUR	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cobertura de Juros  <math display="block">= \frac{EBIT}{Despesas\ Financeiras} \times 100</math> </li> </ul>	Positiva	Zeni et. al (2010); Stüpp (2015); Gitman (2010); Soares e Rebouças (2014)
Rentabilidade e Eficiência	MAROP	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Margem de Lucro Operacional  <math display="block">= \frac{EBIT}{Vendas} \times 100</math> </li> </ul>	Positiva	Robbins et. al (1992); Chowdhury et. al (1996); Gitman (2010); Assaf Neto e Lima (2014), Martins (2003).
	MARLIQ	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Margem de Lucro Líquida  <math display="block">= \frac{Resultado\ Liquido}{Vendas} \times 100</math> </li> </ul>		
Dimensão da empresa	TATAN	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Total dos Ativos Tangíveis.</li> </ul>	Positiva	Smith et. al (2005); Paint (1991).
Investimentos / Desinvestimentos	ATLIV	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ativos Livres  <math display="block">= \frac{Total\ de\ Ativos\ Tangíveis - empréstimos\ c/\ garantia}{Total\ de\ Ativos\ Tangíveis} \times 100</math> </li> </ul>	Positiva	Smith et. al (2005); Robbins et al. (2005).
	DSIZI	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Downsizing  <math display="block">= \frac{Ativos\ Tangíveis\ (ano\ n) - Ativos\ Tangíveis\ (ano\ n-1)}{Ativos\ Tangíveis\ (ano\ n-1)} \times 100</math> </li> </ul>		
Capacidade de Gestão	ROE	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ROE = <math>\frac{Resultado\ Liquido}{Capitais\ Próprios} \times 100</math></li> </ul>	Positiva	Zeni et. al (2010); Gitman (2010); Assaf Neto e Lima (2014),

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

Logo depois do manejo dos métodos possíveis de indicar os impactos das estratégias financeiras de *turnaround*, de acordo com as dificuldades advindas do atual cenário econômico, instrumentalizou-se o teste de *Mann-Whitney U*, submetendo os resultados à prova, por 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).

## 4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

A apresentação dos resultados da pesquisa iniciou-se por meio da 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-se assim, 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, conforme demonstra a tabela 3.

**Tabela 1** – Avaliação do grau de solvência das empresas declinantes (C3).

CÓD.	Z' 2015	Z' 2016	ZSCORE DECLÍNIO (<1,23)	C3	CÓD.	Z' 2015	Z' 2016	ZSCORE DECLÍNIO (<1,23)	C3
CAMB	1,19	0,79	Falência Provável	AT	JFEN	0,27	-0,34	Falência Provável	AT
CEDO	0,55	0,19	Falência Provável	AT	JSLG	1,06	0,92	Falência Provável	AT
EALT	0,97	0,81	Falência Provável	AT	ESTR	-1,95	-2,6	Falência Provável	AT
ECPR	0	-0,94	Falência Provável	AT	MILS	1,12	1,13	Falência Provável	AT
ROMI	1,37	1,22	Falência Provável	AT	MNPR	-1,67	-1,89	Falência Provável	AT
BTOW	1,25	1,14	Falência Provável	AT	PLAS	-0,52	-1,9	Falência Provável	AT
BDLL	0,88	0,14	Falência Provável	AT	RDNI	1,18	0,86	Falência Provável	AT
RLOG	0,29	0,34	Falência Provável	AT	RSID	-0,18	-0,45	Falência Provável	AT
DMMO	-3,98	-5,06	Falência Provável	AT	SNSY	-0,96	-1,53	Falência Provável	AT
HBOR	0,96	0,67	Falência Provável	AT	VIVR	-1,4	-2,86	Falência Provável	AT

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 relacionadas acima apresentaram grau elevado de insolvência (falência provável) em pelo menos um dos exercícios do declínio (condição 3), estando suscetíveis a experiências de reestabelecimento da rentabilidade (medida a partir do ROA), aspecto verificado no tópico seguinte.

### 4.1. Análise Longitudinal da Rentabilidade das Empresas

Assim sendo, após a compilação dos ROAs das companhias da amostra surgiu a coleção de empresas destacadas como casos de retomada de rentabilidade (*turnaround*) relacionadas na tabela 2, 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) e Em contrapartida, demais empresas participantes da amostra foram incluídas no subgrupo “não *turnaround*”.

**Tabela 2** – Evolução do ROA das empresas *Turnaround* (C1,C2,C4,C5 e C6).

Código	2014 (%)	C1 2015	Setor (2015)	C2 2016	Setor (2016)	C4 2017	Setor (2017)	C5 2018	Setor (2018)	C6 2018
--------	----------	---------	--------------	---------	--------------	---------	--------------	---------	--------------	---------

		(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(Z' >= 1,23)
<b>Bens Industriais</b>										
ROMI	1,12	1,03	1,13	-7,32	-0,74	7,00	2,87	13,53	5,2	1,52
EALT	4,96	0,09		-1,35		24,19		7,06		1,36
<b>Consumo Cíclico</b>										
ECPR	-29,17	-41,21		-61,31		31,59		19,31		1,28
CAMB	10,4	-21,01	3,01	-29,78	2,07	40,36	6,26	15,48	6,36	1,29
CEDO	-2,82	-31,8		-53,21		28,74		13,88		1,52

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

Dessa maneira, verifica-se na tabela acima que as empresas *turnaround* demonstraram quedas nos ROAs de 2015/2016 (cumprindo as condições iniciais de declínios), entretanto, alcançaram o enquadramento no contexto de retomada (ROA >= 2014), bem como, desembarcaram do nível de insolvência aferido no ZSCORE (Z' >= 1,23), fato que as manteve dentro ou acima do nível do ROA do setor (2018), enquanto que as outras 15 entidades não alcançaram à rentabilidade de 2014.

Aprofundando o grau de recuperação do ROA das empresas acolhidas no gráfico da figura acima, 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*, foi 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 (tabela 1), apontando agora 4 casos de recuperação de rentabilidade, os quais foram apreciados sob o ponto de vista das estratégias financeiras orientadas à eficiência e de reorientação empresarial, desencadeadas no tópicos a frente.

## 4.2. Estratégias Financeiras por Situação de Turnaround

Após o processo de enquadramento das empresas no devido subgrupo de *turnaround* (SIM e NÃO), evoluiu-se aos resultados individualizados das empresas que ascenderam ao contexto de retomada, por via da técnica de análise estatística de dados escolhida, onde se testou as variáveis selecionadas, observando-se a significância de cada uma perante a elucidação dos problemas apresentados no estudo.

E assim, de partida foi processado o teste estatístico de *Mann-Whitney U* por meio do programa *Statistica* Software 9.0, com a rejeição da hipótese nula subordinada a condição de 95% de confiança para o p-valor < 0,05, considerando a dimensão reduzida da amostra (19 empresas declinantes), questão que tende a prejudicar a normalidade e variância pretendida para aplicação de testes paramétricos, como o teste *t*, obtendo-se a reprodução dos resultados expressos na tabela 3.

**Tabela 3** – 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
	Declínio (2015/2016)			Retomada (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	<b>0,006</b>
MARLIQ	140,0	50,0	0,342	120,0	70,0	<b>0,003</b>

MAROP	144,0	46,0	0,582	126,0	64,0	<b>0,019</b>
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 acima, as medidas operacionalizadas na unidade amostral “declínio” do ROA (2015/2016), apresentaram uma similaridade na comparação das empresas classificadas na variável RETOMADA (SIM/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 do ROA de todos participantes da amostra, o que contribui para análise do retorno em condições equivalentes.

Entretanto, também se analisou a unidade amostral nomeada como “retomada” do ROA (2017/2018), onde as empresas se distinguiram da mesma forma em casos de sucesso (SIM) e insucesso (NÃO), apresentando diferenças significativas das medidas de cunho financeiro, variáveis COBJUR, MARLIQ e MAROP, pontuando 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*. E assim, este resultado instigou a um refinamento do comportamento de tais variáveis, realizado a partir das próximas seções.

### 4.3. Análise da Saúde Financeira de Curto Prazo (COBJUR)

O indicador de cobertura de juros (COBJUR) mede a capacidade que o resultado operacional (EBIT) tem para atender os juros compromissados em contratos, 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 liquidação destes compromissos. 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 4.

**Tabela 4** – 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. Nada obstante, a decomposição do indicador em questão nas empresas *turnaround* 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 5.

**Tabela 5 – 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
<b>SOMA</b>	<b>ROP</b>	<b>81.093</b>	<b>-126.161</b>	<b>▼</b>	<b>361.288</b>	<b>▼</b>	<b>386,37</b>
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
<b>SOMA</b>	<b>DFI</b>	<b>117.014</b>	<b>324.475</b>	<b>▼</b>	<b>232.227</b>	<b>▼</b>	<b>-28,43</b>

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.

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).

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* intensifiquem ações que resultem na melhoria da capacidade de cobertura dos custos financeiros.

#### 4.4. 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).

No que se refere à avaliação da rentabilidade operacional, aplicou-se o indicador de margem de lucro operacional (MAROP), 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 6.

**Tabela 6** – 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 é neste momento, segundo Bibeault (1998), que se inicia 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 o futuro emprego de estratégias de reposicionamento, investimentos, marketing entre outras atividades vocacionadas a potencialização do crescimento.

A relevante regeneração das margens de lucro operacional das empresas de codinomes EALT, CEDO E ROMI, encontra amparo nas medidas de contenção financeira, voltadas ao entrincheiramento e oportunas 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.

Para melhorar a compreensão deste evento, realizou-se a decomposição da variável MAROP constituída dos 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).

A citada decomposição exposta na tabela 7 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).

**Tabela 7** – Decomposição do Indicador MAROP - *Turnaround* (R\$ Mil).

# V SIMPCONT

Recife, 25 e 26 de agosto de 2023.

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
<b>SOMA</b>	<b>RLVS</b>	<b>1.667.773</b>	<b>2.922.346</b>	<b>▼</b>	<b>3.623.387</b>	<b>▼</b>	<b>23,99</b>
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
<b>SOMA</b>	<b>CBSV</b>	<b>1.253.609</b>	<b>2.330.924</b>	<b>▼</b>	<b>2.751.414</b>	<b>▼</b>	<b>18,04</b>
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
<b>SOMA</b>	<b>DCV</b>	<b>212.803</b>	<b>376.020</b>	<b>▼</b>	<b>377.443</b>	<b>▼</b>	<b>0,38</b>
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
<b>SOMA</b>	<b>DGA</b>	<b>160.982</b>	<b>321.226</b>	<b>▼</b>	<b>303.382</b>	<b>▼</b>	<b>-5,55</b>
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
<b>SOMA</b>	<b>ORO</b>	<b>55.036</b>	<b>90.968</b>	<b>▼</b>	<b>247.362</b>	<b>▼</b>	<b>171,92</b>

Fonte: Elaboração própria.

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

Sendo assim, o discernimento acima enfatiza que o emprego de ações intervenientes voltadas a contenção de gastos, sincronizadas com o melhoramento das receitas operacionais, atuaram significativamente nos casos *turnaround* em ambientes econômicos desaquecidos, evento encontrado na pesquisa de Sudarsanam e Lai (2001), com registro de melhoramento das margens operacionais em empresas *turnaround*, 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.

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 desmorraram 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 8.

**Tabela 8** – Rentabilidade por Margem de Lucro Líquida - *Turnaround* (%).

Código	2014	Declínio	Retomada	Relação
--------	------	----------	----------	---------

# V SIMPCONT

Recife, 25 e 26 de agosto de 2023.

		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 a 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.

No mesmo roteiro, realizou-se a análise da decomposição dos principais componentes (aqueles com resultado relevante na composição da margem líquida de lucros), denominados por Resultado Operacional (tabela 5), Receitas Financeiras (RFI), Despesas Financeiras (DFI) e Lucro/Prejuízo do Período (LPP), visando contribuir para assimilação de fatores relevantes explicados a partir da tabela 9.

**Tabela 9 – 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
<b>SOMA</b>	<b>ROP</b>	<b>81.093</b>	<b>-126.161</b>	<b>▼</b>	<b>361.288</b>	<b>▼</b>	<b>386,37</b>
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
<b>SOMA</b>	<b>RFI</b>	<b>57.824</b>	<b>101.925</b>	<b>▼</b>	<b>178.258</b>	<b>▼</b>	<b>74,89</b>
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
<b>SOMA</b>	<b>DFI</b>	<b>117.014</b>	<b>324.475</b>	<b>▼</b>	<b>232.227</b>	<b>▼</b>	<b>-28,43</b>
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
<b>SOMA</b>	<b>LPP</b>	<b>18.510</b>	<b>-329.834</b>	<b>▼</b>	<b>357.243</b>	<b>▼</b>	<b>208,31</b>

Fonte: Elaboração própria.

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

Considerando os resultados operacionais substanciais exibidos no componente ROP (386,37%), juntamente com o desempenho positivo do componente DFI (-28,43%) no que diz respeito a rigidez no controle dos gastos, decomposto na ocasião da análise do indicador COBJUR (tabela 5) das empresas *turnaround*, no que concerne a reviravolta da rentabilidade,

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%.

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.

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.

## 5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

O objetivo do presente artigo foi investigar quais as estratégias financeiras foram significantes nos casos de recuperação de rentabilidade de empresas, denominadas 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 prosperar para a zona de alerta ( $Z'$ Score  $> 1,23$ ).

Na investigação das estratégias financeiras consideradas significantes no que tange a recuperação da rentabilidade de tais empresas, foi operacionalizado o teste de *Mann-Whitney U*, com significância estabelecida de  $p$ -valor  $< 0,05$ , resultando na descoberta de 3 variáveis estatisticamente significante, identificadas por Margem de Cobertura de Juros, Margem de Lucro Operacional e Margem de Lucro Líquida).

Os resultados obtidos na análise das variáveis mencionadas acima, ainda confirmou a relação esperada, admitindo-se a revelação de casos de *turnaround* financeiro (ou de viés financeiro), firmados no foco estratégico classificado por Hofer (1980), como: orientação à eficiência. Mais além, a robustez dos achados ainda foi ratificada por meio da constatação de informações que asseveraram 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, o foco de resposta e as informações publicadas nos relatórios da administração das empresas *turnaround*.

Portanto, conclui-se as estratégias financeiras significantes relacionadas ao eixo daquelas orientadas a eficiência, no que tange à recuperação da rentabilidade antecedente, demonstraram resultados determinantes para a conquista de tal façanha performance, concernente com as considerações 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 as estratégias de *turnaround* financeiro destacadas neste estudo, possam figurar como um importante recurso de acomodação para empresas inseridas em ambientes economicamente instáveis, ponderando-se ainda que tais estratégias possam servir como foco ao planejamento, controle e análise financeira da entidade declinante.

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 confronto 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

ALMEIDA, Júlio S. Gomes. Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos 80. 1994. *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.

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.

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=rXlo92ERBNvHIQJZ2r5rKTL1LbM#v=onepage&q=Bibeault%20%2B%20Turnaround&f=false>> Acesso em: 19 maio. 2018.

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.

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

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

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



- CASEY, Cornelius J.; MCGEE, Victor E.; STICKNEY, Clyde P. Discriminating between reorganized and liquidated firms in bankruptcy. **Accounting Review**, p. 249-262, 1986.
- CRANDALL, Ronald K. **Turnaround strategies for the small church**. Abingdon Press, 1995.
- 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>.
- 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.
- DE SOUZA, Carlos Alberto. **A Situação Econômica e Financeira das Empresas com Negociação Suspensa na BOVESPA e os Modelos de Previsão de Falência**. 2013.
- FLETCHER, Leslie B. **The Prediction of Financial Turnaround of Financially Distressed Firms**. 1993.
- 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.
- HAIR, Joseph F. et al. **Análise multivariada de dados**. Bookman Editora, 2009.
- HARVEY, Neil. **Turnaround management and corporate renewal: A South African perspective**. Wits University Press, 2011.
- HEANY, Donald F. Negócios em problemas de lucro. **Journal of Business strategy** , v. 5, n. 4, p. 4-12, 1985.
- 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>.
- 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.
- 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.
- 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.
- LANGABEER, James. Hospital *turnaround* strategies. **Hospital Topics**, v. 86, n. 2, p. 3-12, 2008.
- 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.
- OSÓRIO, Fernanda Maria Ferreira. **Turnaround empresarial: fatores determinantes para o sucesso: estudo de casos**. 2014. Tese de Doutorado. Instituto Universitário de Lisboa.
- PANDIT, Naresh R. Some recommendations for improved research on corporate *turnaround*. **M@n@gement**, v. 3, n. 2, p. 31, 2000.
- PEARCE, John A.; ROBBINS, Keith. Toward improved theory and research on business *turnaround*. **Journal of management**, v. 19, n. 3, p. 613-636, 1993.
- 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.
- QUEIROZ, Jorge. **Turnaround corporativo: navegando em períodos de turbulência**. São Paulo: IBGT, 2004.
- ROUTLEDGE, James; GADENNE, David. Financial distress, reorganization and corporate performance. **Accounting & Finance**, v. 40, n. 3, p. 233-259, 2000.
- 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.
- 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.
- 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.
- WILLIAM, J. Stevenson. **Estatística aplicada à administração**. 1981.
- YANDAVA, Booma. A capability-driven *turnaround* strategy for the current economic environment. **Journal of Business Strategies**, v. 29, n. 2, p. 157, 2012.

# V SIMPCONT

Recife, 25 e 26 de agosto de 2023.

ZIMMERMAN, Frederick M. Managing a successful *turnaround*. **Long Range Planning**, v. 22, n. 3, p. 105-124, 1989.