



**“Análise do impacto de diferentes estratégias de
reestruturação em empresas numa situação de crise
financeira”**

Por

Catarina Filipa da Silva Cavaleiro

**Dissertação para a obtenção do grau de mestre em Finanças e
Fiscalidade**

Faculdade de Economia, Universidade do Porto

Orientação: Prof. Dr. Samuel Pereira

Coorientador: Prof. Dr. Elísio Brandão

setembro, 2017

Nota Biográfica

Catarina Filipa da Silva Cavaleiro nasceu a 28 de setembro de 1994 na cidade de Coimbra, concelho de Montemor-o-Velho.

Iniciou o seu percurso académico no ano letivo de 2012/2013 na Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, onde concluiu a licenciatura em Gestão com uma classificação final de Muito Bom (16 valores).

Ingressou logo de seguida no mestrado em Finanças e Fiscalidade na Faculdade de Economia do Porto, um dos melhores programas de Fiscalidade de todo o mundo, segundo o ranking Eduniversal Best Masters Ranking. No ano letivo 2015/2016 terminou a parte curricular com a classificação de Bom (15 valores).

Iniciou em setembro de 2017 um estágio profissional como consultora fiscal- área de impostos indiretos, em PWC- PricewaterhouseCoopers, nos escritórios do Porto.

Resumo

Com a recente crise global referida por muitos como a pior desde a grande depressão de 1930, o insucesso empresarial tem sido largamente estudado, principalmente na ótica de previsão de falências. A existência de um erro na classificação destas empresas, que não faliram mesmo que a falência tenha sido especulada, foi considerada uma falha dos modelos. No entanto, estes resultados introduzem uma nova abordagem ao abordar a possibilidade destas empresas terem sobrevivido através da implementação de diversas estratégias de reestruturação.

O principal contributo deste trabalho será identificar as estratégias de reestruturação que influenciam a probabilidade de recuperação de uma empresa, partindo de uma amostra bastante recente (2009-2016) e de uma medida que têm vindo a merecer destaque, quer por parte dos investidores, quer por investigadores académicos.

Para a identificação das várias estratégias de reestruturação foi seguido o trabalho de Sudarsanam and Lai (2001) e a metodologia que permite a identificação das empresas em dificuldade foi introduzida pelo estudo de Koh et al. (2015).

A fim de encontrar as estratégias que induzem a uma recuperação, foram realizados testes não paramétricos, nomeadamente o *teste t*, que permite avaliar a diferença entre a média de dois grupos, e o teste de *Wilcoxon- Mann-Whitney*. Os resultados obtidos apontam para a implementação de estratégias significativamente diferentes por parte dos dois grupos de empresas, notando-se claramente que as empresas que conseguiram recuperar adotam estratégias que visam a gestão de *cash* de curto prazo e a melhoria da performance da empresa num médio-longo prazo.

Palavras-chave: Estratégias de reestruturação, dificuldades financeiras, distância à falência, recuperação, testes não paramétricos, visão médio-longo prazo.

Códigos- JEL: G33, G34

Abstract

With the recent global crisis, considered by many the worst since 1930's big depression, corporations' failure has been widely studied with a special focus on bankruptcy prediction. The existence of companies that were able to prosper, even though according to previous models were expected to go insolvent, has been considered a flaw in those same predictive models. Nevertheless, these results bring up a new approach to bankruptcy prediction by hypothesizing that some of those companies were able to survive due to the implementation of several restructuring strategies.

The main contribution of the present work will be identifying which restructuring strategies influence positively the recovery probability of distressed companies. To do so, we use a recent data sample (ranging from 2009 to 2016) and a new default-probability measure that has been highlighted both by investors and academics.

This work relies on the previous findings of Sudarsanam and Lai (2001) to identify a set of useful restructuring strategies and on the methodologic framework used in Koh et al. (2015) to identify distressed companies.

In order to identify which strategies actually lead to company recovery, a set of non-parametric tests was performed namely *t-test* and the *Wilcoxon-Mann-Whitney* test. The results obtained show a clear difference between the group of companies that were able to recover and the ones that eventually went bankrupt. Those companies that were able to survive adopted strategies focusing mainly in short-term cash management and a medium to long-term performance improvement.

Keywords: Restructuring strategies, financial constraints, distance to default, recovery, non-parametric tests, medium to long-term vision.

JEL-Cods: G33, G34

Índice

Nota Biográfica	i
Resumo.....	ii
Abstract	iii
Índice de tabelas.....	vi
Índice de figuras.....	vii
1. Introdução	1
2. Mudança na estrutura organizacional e estratégias de reestruturação	3
2.1 Reestruturação administrativa.....	5
2.2 Reestruturação do ativo.....	7
2.3 Reestruturação operacional	9
2.4 Reestruturação financeira.....	10
3. Processo de reestruturação.....	12
3.1 Fases do processo de reestruturação	12
3.1.1 Implementação de estratégias orientadas para a eficiência.....	14
3.1.2 Implementação de estratégias orientadas para o crescimento.....	16
3.2 Causas internas e externas.....	17
3.2.1 Causas internas.....	18
3.2.2 Causas externas	19
3.3 Contexto inerente ao processo	20
3.3.1 Contexto microeconómico	22
3.3.1.1 Dimensão	22
3.3.1.2 Disponibilidade de recursos	22
3.3.1.3 Estrutura de capital e direção	23
3.3.2 Contexto macroeconómico	25

4.	Modelo de identificação de dificuldades financeiras	26
5.	Metodologia e dados	28
5.1	Identificação das empresas com dificuldades financeiras.....	30
5.2	Tipos de estratégias de reestruturação.....	33
6.	Resultados	34
6.1	Caraterísticas financeiras após a situação de crise financeira.....	34
6.2	Implementação da estratégia	36
6.2.1	Reestruturação operacional	36
6.2.2	Reestruturação do ativo.....	38
6.2.3	Reestruturação financeira.....	40
6.2.4	Implementação das estratégias ao longo do tempo	42
7.	Conclusão.....	44
8.	Bibliografia	46

Índice de tabelas

Tabela 1- Estatísticas descritivas para empresas em dificuldades financeiras....	28
Tabela 2- Variáveis utilizadas no cálculo da distância à falência.....	31
Tabela 3- Tamanho da amostra.....	32
Tabela 4- Definição de variáveis	33
Tabela 5- Características financeiras das empresas	35
Tabela 6- Frequência relativa da implementação da reestruturação operacional	36
Tabela 7- Frequência relativa da implementação da reestruturação do ativo	38
Tabela 8- Frequência relativa da implementação da reestruturação financeira ..	40
Tabela 9-Importância das estratégias de reestruturação ao longo do tempo.....	43

Índice de figuras

Figura 1- O impacto da mudança do contexto da empresa nas equipas de gestão de topo.....	6
Figura 2- Modelo do processo de reestruturação	13
Figura 3- Implementação da reestruturação operacional	36
Figura 4- Implementação da reestruturação do ativo.....	38
Figura 5- Implementação da reestruturação financeira.....	40

1. Introdução

A empresa encontra-se inserida num sistema aberto com a capacidade de, não só influenciar o meio que a rodeia, como ser influenciada pelos seus competidores, clientes e restantes *stakeholders*. No atual contexto de globalização estas interações são mais intensas, o que torna a organização e gestão de todos os agentes que interferem com a atividade e sobrevivência da empresa, muito mais complexa. Com a crise de 2007-2008 esta dificuldade acabou por ganhar importância e foram reunidas as condições para que, em vários países as diversas empresas tivessem que melhorar os seus procedimentos e conseguir otimizar a sua performance. A partir daqui, entender como algumas empresas recuperam após um declínio na sua performance é uma questão importante para investigadores e gestores interessados em aumentar a eficiência operacional da empresa. Esta diferença no resultado, ou mais especificamente as estratégias e circunstâncias que afetam este resultado, são o objeto deste estudo.

Neste sentido, esta dissertação surge com o objetivo de analisar quais as estratégias que, quando implementadas podem realmente resultar numa melhoria da situação da empresa e que justificam o facto de, mesmo em situações muito delicadas existirem empresas com um forte sentido de mudança e recuperação. Pretende-se responder à seguinte questão: porque é que algumas empresas são capazes de sair da estagnação ou declínio e outras não? A finalidade é reconhecer as estratégias implementadas por empresas que recuperaram e se estas foram implementadas pelas que não obtiveram tão bons resultados. Com isto poderá identificar-se os comportamentos que podem influenciar de forma significativa a probabilidade de recuperação de uma empresa. Para tal, pretendeu-se usar uma medida atual, que pudesse realmente servir o objetivo, tendo sido escolhida a medida da distância à falência baseada no trabalho de Merton (1974). Será analisada uma amostra de empresas do Reino Unido, a fim de comparar empresas em contextos similares, mas que diferem no resultado final: umas conseguem recuperar e outras continuam a falhar.

Os resultados obtidos vão de encontro aos alcançados na literatura existente, em que se destaca o contínuo foco das empresas na sua sustentabilidade a médio e longo prazos, não estando apenas a colmatar falhas e necessidades do curto prazo (Sudarsanam and Lai 2001; Robbins and Pearce 1992; Filatotchev and Toms 2006).

O principal contributo desta investigação encontra-se na utilização de dados muito recentes que incluem o pós-crise de 2008 e terminam no ano de 2016, e na medida de dificuldades financeiras que se apresenta como mais atual e fiável. Também o tema sobre o qual se debruça não tem sido alvo de muitos trabalhos, notando-se na falta de literatura que inclua os últimos anos, constituindo, portanto, um forte acréscimo à literatura existente.

O estudo começa com uma breve revisão das várias estratégias que estão reconhecidas na literatura existente e que irão servir de base para a escolha das variáveis a analisar. Segue-se uma análise das possíveis causas da deterioração da situação financeira da empresa, e da influência do contexto no sucesso das estratégias. Por último é interpretado o processo de reestruturação. De seguida, é identificada e caracterizada a medida que irá permitir reconhecer as empresas que passam por dificuldades financeiras e as que, após este período conseguiram recuperar. Posteriormente apresenta-se a amostra e os resultados obtidos que resultam da elaboração de dois testes fundamentais-*t-test* e o teste de *Wilcoxon-Mann-Whitney*. Por fim, são apresentadas as principais conclusões e perspetivas para futuras investigações.

2. Mudança na estrutura organizacional e estratégias de reestruturação

Algumas teorias económicas sugerem que a falência deve ser entendida como um processo de triagem, naturalmente construído com o objetivo de eliminar as empresas que não são economicamente eficientes, e cujos recursos podem acrescentar mais valor quando utilizados noutras atividades. No entanto, algumas falências não derivam de ineficiências económicas, e estas mesmas ineficiências podem não ditar a falência (White 1989a).

Quando uma empresa é confrontada com uma situação de dificuldade financeira, é necessário implementar mudanças organizacionais significativas como parte do seu processo de recuperação de modo a evitar a falência. Estas mudanças incluem alterações nas atividades económicas e na forma como estas estão organizadas, que pretendem a reestruturação do seu ativo e passivo. Estas reestruturações são criadoras de valor para os *stakeholders* das empresas, principalmente quando a situação que estão a enfrentar resulta de fatores internos e não de foro económico. Neste processo é importante o envolvimento de uma entidade externa que possa identificar os erros cometidos, de forma assegurar que a estratégia a ser seguida é a necessária e correta.

Enfrentar uma situação deste género e o processo de reestruturação que se segue tem associados custos significativos (Brandão 2014)– classificados como diretos e indiretos, bem como alguns benefícios. Os custos diretos incluem os honorários de auditoria, administrativos e legais que a situação exige. Os custos indiretos dizem respeito essencialmente aos custos de oportunidade, já que a empresa não é conduzida de forma normal. Neste último tipo, está incluída a possível diminuição da procura, principalmente se esta depender da performance da empresa, e o conseqüente aumento dos custos de produção, uma vez que a empresa perde poder negocial. A mudança organizacional exigida torna-se um benefício importante que conduz à evolução da própria gestão e à criação de valor (Wruck 1990).

São várias as estratégias chave identificadas como sendo eficazes na concretização de um processo de reestruturação, sendo que ao longo da literatura revista foram encontradas seis que de forma sistemática são indubitavelmente parte integrante do processo: eficiência de custos, reavaliação de ativos, foco nas principais atividades, renovação da liderança, mudança na cultura e não ter como objetivo a solução temporária dos problemas, mas sim um olhar para o futuro. Um dos aspetos distintivos entre

empresas que conseguiram recuperar e as restantes é o *timing* em que colocam a sua mudança estratégica em prática, isto é, o que fazem entre o momento em que começam a identificar o declínio e a implementação das diversas estratégias que têm a seu dispor (Slatter 1984).

De seguida serão analisadas as estratégias de reestruturação segundo o trabalho de Sudarsanam and Lai (2001).

2.1 Reestruturação administrativa

A gestão da empresa integra um conjunto de processos complexos que envolvem de forma simplista a organização dos recursos humanos e tecnológicos. As tarefas mais importantes a desempenhar passam pelo planeamento, controlo, organização dos recursos humanos e resolução de problemas. Segundo Kotter in *Leading change*, “a liderança é um conjunto de processos que cria organizações de topo e consegue adaptá-las às mudanças significativas do contexto em que atua. A liderança acaba por definir como o futuro deve ser, alinha pessoas com a visão e inspira-as para conseguirem ultrapassar os obstáculos”. Num contexto de adversidade, a necessidade de liderança torna-se decisiva (Slatter et al. 2006).

Devido à necessidade de mudança, a renovação da equipa de gestão apresenta-se como uma estratégia eficaz para uma reestruturação de sucesso (Finkin 1985; Gilson 1989; Sudarsanam and Lai 2001; Bibeault 1982; Slatter 1984). Esta estratégia é detentora de um forte valor simbólico, sendo uma evidência clara de que se aproximam mudanças em toda a organização, renovando a confiança de todos os *stakeholders* no futuro da empresa (Arogyaswamy et al. 1995).

A empresa pode seguir estratégias diferentes, desde estratégias orientadas para a eficiência a estratégias orientadas para o mercado (Dess and Davis 1984). As características requeridas aos gestores de topo variam consoante a estratégia dominante que a empresa deseja seguir. As empresas maioritariamente orientadas para a eficiência preferem gestores com mais experiência, e que tenham desempenhado funções importantes. Por outro lado, empresas orientadas para o mercado valorizam gestores jovens, com pouca experiência e que tenham desempenhado funções em departamentos como inovação e desenvolvimento de produtos (Thomas et al. 1991).

Independentemente do tipo de estratégia que a empresa pretende seguir, o primeiro passo a ser tomado pela nova administração será a renovação da confiança e controlo, não apenas financeiro mas de todos os elementos da gestão, e conseguir transmitir essa mesma vontade não só para os empregados mas também para todos os acionistas, credores, clientes e fornecedores (Slatter 1984). Para que tal seja alcançado, o novo gestor deverá ser dotado de características de liderança carismáticas – possuir qualidades e atributos que facilmente cativem e sejam capazes de influenciar os seus

seguidores. Quando a gestão tem uma atitude carismática as empresas alcançam uma maior valorização das suas ações em relação a empresas bastante similares, verificando que este efeito é ainda mais significativo quando a empresa está a enfrentar difíceis situações económicas ou a necessidade de reestruturação é maior e mais complexa (Stopford and Badenfuller 1990).

Quando se verifica uma diminuição da performance da empresa, a mudança de CEO torna-se mais provável (Eisfeldt and Kuhnen 2013), levando normalmente à demissão forçada da gestão de topo, o que conduz a uma melhoria significativa da performance operacional da empresa e um aumento do controlo e monitorização de todo o conselho de administração (Denis and Denis 1995).

Em suma, esta estratégia verifica-se quando a empresa e/ou a indústria experienciam um declínio acentuado, o que leva a uma necessária mudança estratégica (ver figura 1). Posto isto, o principal objetivo da implementação desta estratégia, para além de transmitir uma forte ideia de mudança de valores e visão, conjugada com um aumento da motivação e comunicação, será garantir que a gestão não será conservadora nem resistente à mudança o que poderia colocar em causa todo o processo (Daily and Dalton 1994a, 1994b). O novo líder irá marcar a separação entre o passado e o futuro de uma forma física e terá como novos desafios tomar o controlo da empresa, eleger uma equipa apropriada e conseguir comunicar com todos os colaboradores a urgência necessária da mudança (Slatter et al. 2006).

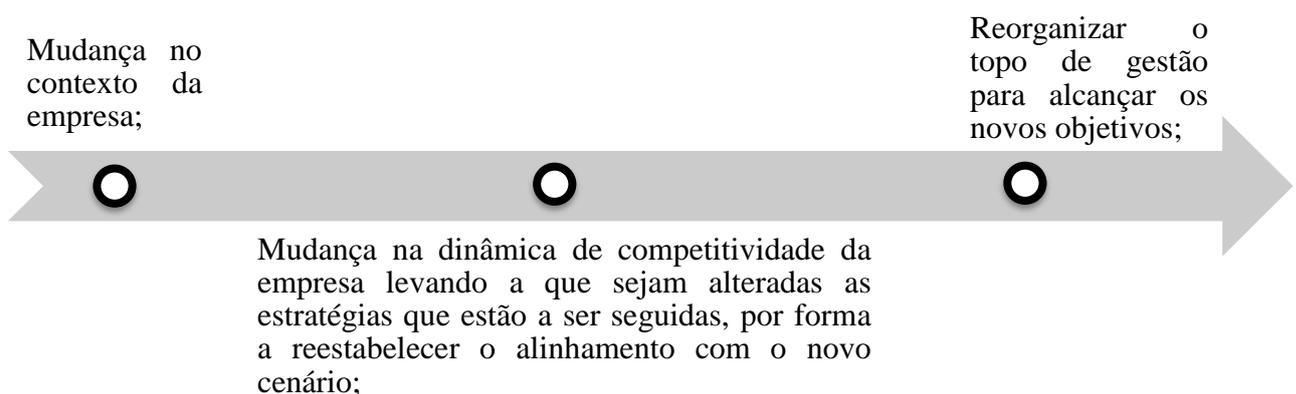


Figura 1- O impacto da mudança do contexto da empresa nas equipas de gestão de topo

Fonte: *Environmental change and management staffing: a comment*. Journal of Management (Thomas and Ramaswamy 1993)

2.2 Reestruturação do ativo

Esta estratégia inclui mudanças significativas no conjunto de ativos detidos pela empresa ou em linhas de negócio em que a mesma opera, incluindo operações como a liquidação, o desinvestimento, a venda de ativos e *spin-offs* (Bowman et al. 1999). É prontamente adotada quando a empresa passa por uma crise de *cash* significativa, uma vez que pretende o alcance de uma maior eficiência das operações já existentes (Ofek 1993; Asquith et al. 1994).

No que concerne à liquidação de ativos, engloba-se o desinvestimento em subsidiárias e em determinadas divisões da empresa ou outras combinações de ativos fixos que se encontram obsoletos, que não estão a otimizar os resultados, ou não sustentam as atividades *core* da empresa (Francis and Desai 2005). Estas operações acontecem através da transferência da propriedade de uma entidade organizacional para outra, em troca de dinheiro ou capital (Hillier et al. 2009). A empresa decide vender os ativos por diversas razões, primeiro porque na empresa compradora o ativo tem um melhor ajustamento. Segundo, a venda interfere com as restantes operações, o que leva a uma reorganização da empresa e terceiro, é uma forma de obter fundos baratos para alcançar os objetivos (Lang et al. 1995). A decisão de venda é normalmente antecedida por elevados níveis de dívida, baixa liquidez e ocorre em empresas relativamente diversificadas (Hillier et al. 2009). John e Ofek (1995) concluíram que a venda de ativos leva a uma melhoria da performance operacional do vendedor nos três anos após a transação. Atestam também que o anúncio da venda já é suficiente para a obtenção de retornos positivos, principalmente quando tem subjacente um aumento do foco da empresa. Segundo Slatter (1984) o desinvestimento em subsidiárias apresenta-se como uma estratégia bastante comum, com exceção das pequenas empresas.

Existem algumas barreiras que dificultam a concretização desta estratégia, uma delas relacionada com o conflito de interesses com os *shareholders*, uma vez que este grupo se demonstra muitas vezes relutante- a diminuição do ativo da empresa irá levar à diminuição do valor do capital próprio (Asquith et al. 1994). Também poderá ser difícil a obtenção de liquidez principalmente por estarmos perante ativos bastante específicos e para os quais existe frequentemente um mercado ativo com forte inovação tecnológica e com custos fixos subjacentes elevados (Slatter 1984). Outra questão que poderá surgir

será perceber se o valor conseguido se destina, na sua maioria, para o pagamento de juros e dívida- o que não produz o efeito desejado (Asquith et al. 1994) ou será utilizado para a reposição dos ativos que estão a ser alienados e se, nesse caso, a eficiência gerada será suficiente para repor o custo de investimento e implementação (Sudarsanam and Lai 2001).

Em síntese, esta estratégia leva ao alcance de resultados bastante positivos principalmente quando o ativo que está a ser vendido não está relacionado com o *core business* da empresa, já que neste caso este processo leva à eliminação de sinergias negativas entre este ativo e os restantes. Estes resultados acontecem uma vez que a venda leva à reversão do declínio e conduz a um aumento significativo de *cash* disponível.

Quanto ao investimento incluem-se ações com a finalidade de obter uma maior produtividade e eficiência a par de uma redução de custos, como a construção de novas instalações ou equipamentos. É a estratégia mais adotada quando a empresa é adquirida por outra com adequados recursos financeiros (Slatter 1984). Note-se que existe uma componente crítica subjacente a esta estratégia ao incluir *cash outflows*. No âmbito desta estratégia é incluída a aquisição de negócios que possam complementar o *core business* da empresa, o que é bastante importante quando a empresa pretende alterar a sua direção e conseguir crescer (Robbins and Pearce 1993; Slatter 1984). Para não desfazer as expectativas dos investidores, a realização de tais aquisições apresenta-se como uma ação com efeito positivo, ao contrário da concretização de alianças como *joint ventures*, para as quais já não se verifica o efeito referido (Morrow et al. 2007). A implementação e consequente sucesso desta estratégia não é clara, devendo ser adotada apenas quando a reestruturação operacional não se apresenta suficiente, isto é, quando após uma otimização dos custos o risco de insolvência se mantém (Robbins and Pearce 1992).

2.3 Reestruturação operacional

A estratégia operacional introduz medidas que pretendem ter efeitos no curto, médio e longo prazos- neste último horizonte temporal cruzam-se com as estratégias de reestruturação do ativo. Estas estratégias incluem medidas significativas relacionadas com a estrutura da empresa, como a sua reorganização- custo dos inventários, com o gasto em despesas gerais-, e a diminuição dos empregados (Robbins and Pearce 1992; Ofek 1993). Apresenta-se como fundamental, uma vez que a reorganização dos recursos existentes seguida da criação de novos produtos, processos ou tecnologias tem um efeito bastante positivo nas expectativas dos investidores quanto à performance da empresa (Morrow et al. 2007).

A par de outras estratégias, esta também apresenta alguns riscos, por um lado porque a redução de custos através da redução de empregados pode colocar a empresa numa situação fragilizada, e porque a redução de alguns tipos de custos, nomeadamente em Investigação e Desenvolvimento pode levar a empresa a melhorar apenas no curto prazo e desvalorizar o olhar para o futuro que deve manter (Boyne and Meier 2009; Sudarsanam and Lai 2001). Uma das formas de gestão de custos com empregados poderá incluir a alteração das formas de remuneração extra, como a emissão de dívida perpétua com cupão zero (Berk et al. 2010).

2.4 Reestruturação financeira

A reestruturação financeira pode ser classificada tendo em conta o seu objetivo, nomeadamente: reestruturação da dívida ou aumento da liquidez (Sudarsanam and Lai 2001; Gilson et al. 1990). Bowman et al. (1999) conclui que a reestruturação financeira é a estratégia que tem um efeito positivo mais forte, em parte devido ao elevado retorno que consegue obter. São analisadas as mudanças significativas na estrutura de capital da empresa, incluindo recapitalizações e *leverage buyouts*.

É largamente aceite que a escolha da estrutura de capital ótima é obtida pelo *trade-off* entre os custos e benefícios da dívida. No entanto, embora exista um certo consenso na identificação dos benefícios, isso não acontece em relação aos custos (Berk et al. 2010). A estrutura da dívida é um dos fatores capazes de aumentar a probabilidade de falência, o que torna fulcral que seja preparada uma reestruturação da mesma e considerado o estudo de uma estrutura ótima que possa promover a resolução do problema (Floyd et al. 2015; Gennaioli and Rossi 2013). Esta reorganização passa essencialmente pela elaboração de novos acordos com os credores, pela conversão de dívidas de curto em longo prazo, empréstimos em ações preferenciais ou capital próprio, e o esquecimento de possíveis juros em atraso (Slatter 1984). Uma diminuição da dívida está relacionada com uma maior probabilidade de sucesso, já que as empresas que após a reestruturação da sua dívida continuam com elevados valores, investem pouco e continuam com uma fraca performance, o que leva a que, frequentemente, voltem a enfrentar uma situação de dificuldade (Kahl 2002; Brandão 2014). Giroud et al. (2012) concluiu que existe uma melhoria significativa na performance da empresa quando o nível de dívida sofre reduções. Alguns estudos concluem que empresas que inicialmente têm rácios de dívida mais elevados alcançam melhorias na sua performance bastante significativas, (Kalay et al. 2007; George and Hwang 2010) por fatores como a complexidade de negociação com credores ou porque, quando expostas a baixos níveis de dívida, a exposição ao risco sistemático e a deterioração da performance operacional aumentam. Neste âmbito existe um conflito de resultados que pode acontecer devido a diferenças no contexto em estudo, na utilização de diferentes modelos ou nos objetivos de pesquisa.

Quanto às estratégias baseadas em aumento de liquidez, incluem-se ações relacionadas com a gestão de *working capital*, dividendos e emissão de capital. Neste

âmbito, a melhoria do *working capital* não inclui a alteração dos processos operacionais (já incluído na reestruturação operacional), mas sim a gestão de inventário e do ciclo de caixa.

No que concerne à gestão de dividendos, após o ano de 2002, verificou-se um aumento significativo do pagamento de dividendos, em termos absolutos, nas empresas filiadas nos Estados Unidos, alcançando níveis históricos. Esta constante subida abrandou em consequência da crise de 2007-2008 que teve um efeito relativamente modesto sobre os dividendos destas empresas, no entanto já voltou a subir e está perto de alcançar novos históricos (Floyd et al. 2015). As empresas em situação de crise tendem a reduzir os dividendos de forma bastante material no período em que são reconhecidas as dificuldades financeiras, apesar de não ser um procedimento generalizado- cerca de 50-70% realiza um corte, enquanto que 20-30% aumentam (Deangelo and Deangelo 1990; Ofek 1993). Este corte nos dividendos está correlacionado de forma positiva com a dívida da empresa (Ofek 1993), o que poderá acontecer devido às cláusulas dos contratos de empréstimo (Smith and Warner 1979). No entanto, o aparecimento de perdas é necessário, mas não condição suficiente para o corte de dividendos, e esse corte tende a ser menos significativo quando as perdas incluem itens extraordinários o que leva a acreditar que estão perante uma situação transitória. Numa amostra de empresas cotadas na NYSE verificou-se que a redução de dividendos tende a ser tanto maior quanto maiores as perdas e a previsão de problemas futuros. A redução feita pela maioria das empresas acontece cedo e é bastante agressiva, com exceção de empresas com uma longa história de dividendos, em que os gestores se mostram bastantes resilientes a esse corte (Deangelo and Deangelo 1990).

As empresas em situação de crise também apresentam uma maior propensão para a emissão de ações em relação às restantes, devido principalmente à pressão dos seus credores (Sudarsanam and Lai 2001).

3. Processo de reestruturação

3.1 Fases do processo de reestruturação

Uma reestruturação de sucesso depende essencialmente do desenvolvimento de uma estratégia eficaz e de uma implementação efetiva. Para tal, é fundamental perceber o que precisa de ser feito e como deverá ser feito (Slatter et al. 2006). Segundo Brandão, pag. 398 (2014) “A concretização de uma estratégia deve surgir na sequência da realização de um diagnóstico financeiro”, portanto as características da solução incluem sempre uma abordagem aos problemas fundamentais, um entendimento sobre as causas e uma abrangência suficiente para resolver todos os problemas. Neste sentido, o processo de reestruturação, composto por quatro componentes, possui uma fase inicial de reconhecimento da necessidade de realizar mudanças, uma fase de redução de custos, de recuperação e por fim o nível de performance alcançado (Robbins and Pearce 1992).

Quanto à fase de reconhecimento, a empresa conclui que está em declínio quando experiencia uma perda de recursos que compromete a sua viabilidade. Face a estas circunstâncias deverá fazer um diagnóstico para encontrar a sua verdadeira posição, e perceber quais as estratégias que serão viáveis ou se, a falência é realmente a solução mais apropriada. O declínio enfrentado provoca várias consequências que incluem a diminuição do apoio por parte de todos os *stakeholders* que ficam relutantes e podem agir em seu próprio interesse, a diminuição da eficiência da empresa e a deterioração do clima interno e do processo de tomada de decisão (Arogyaswamy et al. 1995).

Na fase de redução de custos são implementadas estratégias que visam a melhoria da eficiência da empresa, cujo objetivo é a estabilização da crise. Na fase de recuperação são adotadas estratégias orientadas para o crescimento e efetiva recuperação da empresa (Schendel et al. 1976; Pearce and Robbins 1993; Arogyaswamy et al. 1995). Para evitar a falência, deverão ser colocadas em prática uma série de estratégias que possam reverter as consequências da diminuição da performance. A figura seguinte sumariza o processo de reestruturação segundo o trabalho de Mellahi e Wilkinson (2004) ¹ e introduz os conceitos que serão abordados de seguida: causas e fatores que influenciam o declínio e o tipo de estratégias adotadas.

¹ TMT é a sigla de Turnaround management teams

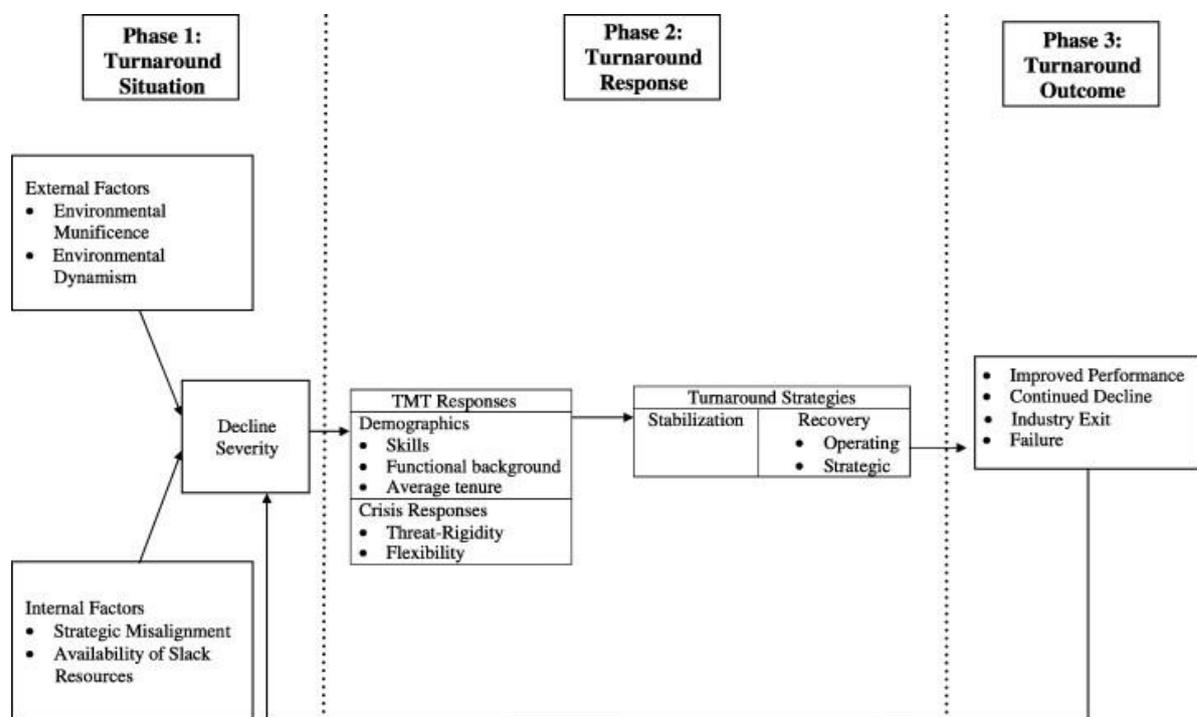


Figura 2- Modelo do processo de reestruturação

Fonte: The role of top management teams in formulating and implementing turnaround strategies: a review and research agenda.

3.1.1 Implementação de estratégias orientadas para a eficiência

O início da implementação das diferentes estratégias pressupõe que tenha sido elaborada uma análise prévia da gravidade do declínio e do nível de folga que a empresa tem para implementar as mesmas (Arogyaswamy et al. 1995). Esta fase inclui maioritariamente estratégias que visam a gestão de custos, que por alguns é vista como a causa do declínio, no entanto estudos comprovam que estas ações estão realmente associadas a casos de sucesso, e por isso estão a ser implementadas em empresas em crescimento (Hambrick and Schechter 1983; Finkin 1985; Robbins and Pearce 1993; Pearce and Robbins 1993; Barker and Mone 1994; Robbins and Pearce 1992; Mellahi and Wilkinson 2004).

As empresas que inicialmente realizam uma redução de gastos e ativos (principalmente inventários e juros), alcançam uma performance significativamente mais elevada- notando-se uma melhor eficiência, liquidez e gestão da dívida-, em relação às empresas que não realizam a referida gestão de custos (Hambrick and Schechter 1983; Robbins and Pearce 1992). Neste sentido, esta etapa é introduzida no processo de reestruturação com o objetivo da sobrevivência a curto prazo, o que implica de forma simplista a obtenção de um *cash flow* positivo.

As estratégias seguidas nesta fase consistem em liquidações, desinvestimento em unidades de negócio que não integram o *core business* da empresa, aumento da eficiência operacional, eliminação de produtos que não se apresentam rentáveis e corte nos gastos gerais (Robbins and Pearce 1992). No entanto, o alcance de um aumento de eficiência pode acontecer devido ao aumento dos ganhos com vendas durante a fase de reestruturação. Esta alternativa encontra-se sustentada por alguns estudos que concluem que as empresas que conseguiram um aumento de eficiência também aumentaram significativamente as suas vendas (Schendel et al. 1976), ou crescimento da quota de mercado (Hambrick and Schechter 1983) em relação às que não conseguiram recuperar.

Quando a situação inicial da empresa se apresenta mais deteriorada e as causas identificadas não são externas, a ligação entre uma fase de redução de custos e o sucesso da reestruturação é ainda mais significativa (Arogyaswamy et al. 1995; Robbins and Pearce 1992).

Note-se que existem alguns estudos que não sustentam esta matéria, obtendo resultados que levam a concluir que estratégias orientadas para a redução de ativos estão

negativamente relacionadas com o sucesso (Castrogiovanni and Bruton 2000; Ndofor et al. 2013; Bruton et al. 2003; Guthrie and Datta 2008). Algumas das razões apontadas, que sustentam estas conclusões, são o facto de ter subjacente despedimentos, o que pode levar à diminuição da performance dos restantes trabalhadores (Datta et al. 2010) e de reduzir a capacidade de inovação da empresa (Dougherty and Bowman 1995).

Em suma, e sabendo que uma reestruturação de sucesso envolve um diagnóstico prévio das causas do declínio, uma fase de redução de custos ou de ativos mostra-se mais ou menos eficaz em função das causas apontadas. Tendo esta fase o objetivo de aumentar a eficiência, principalmente a curto prazo apresenta-se como essencial em empresas em que a causa identificada possa ser resolvida com estas medidas, o que não acontece se se tratar, por exemplo, de uma má relação entre a estratégia da empresa e o contexto em que atua.

3.1.2 Implementação de estratégias orientadas para o crescimento

Após esta análise, e tendo em conta a severidade da situação, as causas do declínio e a posição competitiva da empresa na indústria, deverão ser adotadas diferentes estratégias em diferentes períodos de tempo (Robbins and Pearce 1992; Arogyaswamy et al. 1995). O resultado da implementação da segunda fase deverá criar as condições necessárias para conduzir à recuperação, isto é, deverá ser o *input* da terceira fase do processo. Esta etapa, requiere um aumento da eficiência, uma estabilização dos fatores internos e uma renovada confiança por parte dos *stakeholders* (Arogyaswamy et al. 1995).

Uma vez estabilizada a performance da empresa, é necessário perceber qual a causa específica do declínio bem como o efeito da recuperação (Robbins and Pearce 1993). Para tal, as decisões que a gestão promove deverão passar pelo aumento da eficiência a médio longo prazo ou numa mudança na posição estratégica no mercado (Lohrke et al. 2004).

O resultado deste processo é, em alguns casos a recuperação enquanto que noutros se verifica realmente a falência. Esta falência pode ser estratégica, com o objetivo de reabilitar os devedores, proteger os credores e promover o bem-estar geral. Quando as causas são exógenas e a empresa tem muitos ativos, esta opção apresenta mais vantagens, no entanto possui custos diretos (administrativos) e indiretos (aumento de juros, redução do poder), que levam a concluir que uma falência voluntária se torna bastante dispendiosa (Moulton and Thomas 1993). Para empresas mais endividadas a reestruturação financeira é preferível a uma custosa falência, especialmente quando o valor da empresa, se continuar ativa, for maior que o valor da liquidação. Optar pela falência é mais provável quando as empresas se vão tornando endividadas devido a contínuas perdas e um declínio íngreme do valor da empresa, que o torna próximo do seu valor de liquidação (Ofek 1993).

Em suma, a literatura leva a concluir que o processo de reestruturação é constituído por múltiplas fases que requerem uma resposta apropriada por parte da gestão por forma a prevenir a falência (Lohrke et al. 2004).

3.2 Causas internas e externas

A eficácia e intensidade com que é implementada uma estratégia de reestruturação, quer de redução de custos, quer de aumento de produtividade, está dependente das causas do declínio e da posição competitiva da empresa. Isto porque devem ser implementadas estratégias de acordo com a causa da deterioração da situação financeira (Robbins and Pearce 1992, 1993; Arogyaswamy et al. 1995). As causas têm sido largamente estudadas o que potenciou a identificação de vários fatores críticos, nomeadamente os elevados gastos de financiamento, a fraca performance em relação às restantes empresas da mesma indústria e o desaceleramento da indústria (Asquith et al. 1994). Em geral, as causas incluem as características do contexto em que a empresa atua, aspetos relacionados com as características do declínio e características específicas da empresa (Castrogiovanni and Bruton 2000).

Segundo Francis e Desai (2005) as características do declínio devem também ser analisadas como indicadores da manutenção e eficácia dos recursos da empresa nesta fase. Estas características são importantes porque se tornam um sinal para os gestores de que os recursos não estão a ser geridos de forma eficaz, o que conseqüentemente cria algumas forças para a realização de mudanças. Alguns estudos concluem que quando maior for a gravidade do declínio, maior será a probabilidade de recuperação, uma vez que as decisões tomadas têm um contributo maior para a mudança (Ofek 1993; Francis and Desai 2005; Campbell et al. 2008). Por outro lado, outros argumentam que face a uma maior gravidade a recuperação também se torna mais complexa (Robbins and Pearce 1992).

Asquith et al. (1994) concluíram que a fraca performance conjugada com uma diminuição da atividade da indústria é o fator mais crítico, enquanto que a dívida, apesar de ser muitas vezes indicada como o fator responsável, não chega à importância revelada pelos outros dois fatores. Estas conclusões sugerem que as empresas diminuem os seus resultados em resposta a dificuldades económicas, quer ao nível da empresa quer ao nível da indústria. Neste sentido, as causas em estudo foram divididas entre causas externas como o declínio da indústria, e causas internas, como o elevado rácio de dívida ou fraca performance (Giroud et al. 2012).

3.2.1 Causas internas

As causas categorizadas como internas são potencialmente influenciadas pelos gestores e muitas vezes consideradas a raiz do problema. Vários estudos concluem que estes fatores controláveis podem influenciar de forma mais significativa a probabilidade de falência, em relação às causas externas (Francis and Desai 2005), apesar de esta não ser uma conclusão consensual. Nesta categoria, são incluídas causas como a elevada dívida, a baixa rentabilidade operacional e um aumento descontrolado das atividades da empresa.

Quando as causas são consideradas internas é mais aconselhado que incluam uma fase de redução de gastos, uma vez que este procedimento leva a um maior aumento da performance em relação ao verificado quando as causas são externas. Neste seguimento, as empresas com uma situação mais grave necessitam de realizar um corte nos custos e ativos ainda mais agressivo para que consigam recuperar (Robbins and Pearce 1992; Hofer 1980)

Estes fatores são definidos como causas para a existência de dificuldades financeiras, no entanto existem problemas de endogeneidade associados (Giroud et al. 2012), uma vez que o que pode ser a causa, também poderá ser a consequência.

3.2.2 Causas externas

As causas externas incluem fatores que não são diretamente influenciados pela gestão, nomeadamente as mudanças tecnológicas, as condições da indústria ou mudanças na legislação (Mellahi and Wilkinson 2004).

Fatores do ambiente como as condições da indústria, a regulamentação imposta pelo governo, e outros *stakeholders* externos como as instituições financeiras limitam as escolhas da gestão e conseqüentemente influenciam a performance da empresa. Ambientes mais hostis são caracterizados por regulamentação mais precária, competição mais intensa e rigorosa, um clima esmagador e com uma relativa falta de oportunidade. Neste sentido, torna-se mais fácil concretizar uma reestruturação de sucesso num ambiente mais liberal, com capacidade de implementar diferentes estratégias devido à grande procura pelos produtos, à maior disponibilidade dos recursos e à baixa competição (Covin and Slevin 1989; Francis and Desai 2005).

Um dos tipos de causas externas prende-se com a constante inovação tecnológica. As organizações são frequentemente confrontadas com crises tecnológicas que podem causar conseqüências muito graves na sua performance, porque se apresentam naturalmente relutantes e não existe um conjunto de procedimentos universais para as evitar (Lin et al. 2006). As crises tecnológicas incluem não apenas máquinas e ferramentas, mas também muitos processos e práticas de gestão (Pearson and Clair 1998).

3.3 Contexto inerente ao processo

O contexto em que acontece a reestruturação é um forte determinante no sucesso da mudança organizacional, sendo analisado o contexto micro e macroeconómico. A influência de cada tipo de fatores contextuais ainda não é consensual: alguns estudos confirmam que o poder explicativo das variáveis microeconómicas é superior às características da indústria (Coucke et al. 2007; Moulton and Thomas 1993). Outros concluem que as variáveis específicas da empresa apresentam uma maior influencia quando comparadas com as variáveis ao nível macroeconómico (Rumelt 1991; McGahan and Porter 1997). Segunda esta última alternativa, a falência é causada por fatores externos, dos quais a gestão tem pouco ou nenhum controlo (Mellahi and Wilkinson 2004).

Nesta matéria é importante distinguir duas perspetivas distintas: uma primeira que defende que o meio ambiente tem um papel determinístico no sucesso da recuperação, e a segunda que valoriza o trabalho dos gestores. Os defensores da primeira escola têm em consideração três hipóteses fundamentais que desvalorizam o papel da empresa. Primeiro, o ambiente externo coloca pressões às empresas que as levam a ter determinadas estratégias, que podem levar à falência. Segundo, as empresas presentes na mesma indústria sofrem pressões similares, e terceiro, quem toma as decisões é considerado racional, o que significa que irá agir no interesse da empresa e não poderá ser o responsável pela falência. Valorizam ainda a seleção natural e portanto têm em consideração que as outras empresas desempenham um papel fundamental na probabilidade de sucesso da empresa (Mellahi and Wilkinson 2004). A questão que se coloca com este modelo é perceber porque é que empresas na mesma indústria, quando confrontadas com as mesmas condições, falham e outras conseguem recuperar.

A segunda escola não interpreta os gestores como racionais e sem poder de influencia. Em vez disso, considera-os como os principais agentes, uma vez que quem toma as decisões é mais importante do que o contexto em que as mesmas são tomadas (Mellahi and Wilkinson 2004). Neste sentido, as causas para a falência derivam essencialmente das características e competências dos gestores que são responsáveis pela tomada de decisão. A principal crítica assenta na total desvalorização dos fatores externos.

Posto isto, acredita-se que para melhor entender o fenómeno da falência e recuperação de empresas é necessário perceber como é que os fatores internos e externos interagem entre si.

3.3.1 Contexto microeconómico

A extensão das estratégias que serão aplicadas, e o seu sucesso é influenciado por diversos fatores microeconómicos, como o tamanho da empresa (White 1989b; White 1989a), a disponibilidade de recursos (White 1989a; White 1989b; Arogyaswamy et al. 1995; Francis and Desai 2005) e a estrutura de capital (Ofek 1993).

Nesta secção serão sumarizadas as características específicas da empresa consideradas relevantes.

3.3.1.1 Dimensão

A dimensão da empresa tem sido interpretada como uma característica capaz de influenciar a capacidade de recuperação (Greve 2011; Moulton and Thomas 1993; Pant 1991; Robbins and Pearce 1993). Alguns estudos apresentam conclusões de que as empresas de maior dimensão apresentam uma maior probabilidade de falência, uma vez que têm subjacentes estruturas de tomada de decisão mais complexas, que provocam demoras cruciais na resposta ao declínio (Pant 1991; Denis and Rodgers 2007).

Por outro lado, alguns autores apresentam conclusões contrárias, e asseveram que quanto maior a empresa, maior será a probabilidade de uma reestruturação positiva, uma vez que são detentoras de mais recursos e de mais opções estratégicas disponíveis- a maioria opera em locais geográficos diferentes-, como desinvestir em ativos com baixa performance, reduzir gastos com salários ou encerrar unidades de negócios ineficientes (Hannan and Freeman 1984; Ofek 1993; Francis and Desai 2005).

3.3.1.2 Disponibilidade de recursos

Existem recursos com a capacidade de compensar os efeitos do contexto da empresa e a urgência de respostas. Isto porque podem dar à empresa tempo para responder de forma apropriada ao declínio e fornecer recursos para alcançar uma melhoria na performance.

A quantidade de recursos disponíveis é uma variável estatisticamente significativa na concretização de uma reestruturação de sucesso (White 1989a; Francis and Desai 2005; Smith and Graves 2005). As empresas que estão em dificuldades e possuem um

excesso de ativos (isto é, um excesso de ativos sobre o passivo), apresentam uma maior probabilidade de sobrevivência à falência, pela facilidade em adquirir fundos necessários e continuar a suportar os empréstimos existentes.

Os efeitos organizacionais como a presença de recursos de folga, o alcance de elevada produtividade, e a estratégia de redução de gastos e ativos tem um maior impacto em relação aos fatores do contexto externo (Francis and Desai 2005).

3.3.1.3 Estrutura de capital e direção

A análise da estrutura de capital que constitui a empresa é um importante fator da eficácia das estratégias de reestruturação (Donoher 2004; Sudarsanam and Lai 2001).

Empresas com mais dívida na sua estrutura tendem a responder de uma forma mais rápida quando vêm a sua performance a diminuir, quando comparadas às que não apresentam uma percentagem de dívida tão elevada. Com esta rapidez na implementação de estratégias de reestruturação alcançam melhores resultados. A existência de dívida no ano em que foram reconhecidas as dificuldades financeiras tem um efeito positivo e significativo na probabilidade da empresa concretizar ações que venham a melhorar a sua performance. Empresas bastante endividadas, com cláusulas contratuais rígidas têm maior probabilidade de realizar uma redução de custos drástica, principalmente em tecnologia e empregados, bem como de liquidar ativos e levantar dinheiro, que usam para pagar dívida (Ofek 1993; Campello et al. 2010). No entanto, a elevada dívida leva à deterioração do *ranking* em que a empresa está classificada, o que aumenta a probabilidade de falência (Floyd et al. 2015). Estes aspetos levam a que este tipo de empresas sejam as primeiras a realizar reestruturações financeiras (Ofek 1993), o que contraria os resultados anteriores em que não encontravam uma relação entre estas a dívida e a reestruturação financeira (Gilson et al. 1990). Segundo Brandão pag. 399 (2014), as empresas que se encontram bastante alavancadas no início da reestruturação tendem a enfrentar a mesma situação anos mais tarde.

Com o conselho de administração a dominar as questões e implicações associadas com o declínio e com a tentativa de recuperação, a habilidade para formular respostas

apropriadas é dos aspetos mais importantes em estudo (Francis and Desai 2005). Neste sentido, a relação entre a composição e características do conselho de administração e a probabilidade de falência tem sido largamente estudada (Daily and Dalton 1994a; Dowell et al. 2011). Empresas onde o Presidente desempenha a função de CEO e cujo conselho de administração tem uma maior proporção de diretores afiliados apresentam uma maior probabilidade de falência (Platt and Platt 2012; Daily and Dalton 1994a). Quanto ao tamanho do conselho, verifica-se que, quanto menor, maior é a probabilidade de recuperação, uma vez o processo de tomada de decisão é mais célere (Dowell et al. 2011). Apesar de não existir uma evidência clara de que a proporção de diretores externos está relacionada com a probabilidade de falência, sabe-se que quando o grupo de diretores externos é detentor de uma parte significativa das ações da empresa, a probabilidade de falência diminui, principalmente quando a situação é mais grave (Dowell et al. 2011). Por outro lado, uma grande participação na gestão e a elevada proporção de dívida pública, reduz a probabilidade de mudança de CEO e tem um efeito negativo, mas não significativo, com outras ações operacionais (Weisbach 1988; Ofek 1993). Estas conclusões são consistentes com o argumento de que as mudanças na gestão resultam de uma monitorização ativa feita essencialmente pelos detentores de dívida privados, que se demonstram mais vigilantes.

3.3.2 Contexto macroeconómico

Quando o declínio acontece devido a contrações cíclicas ou temporais, as estratégias de recuperação que não têm como objetivo a mudança da orientação estratégica, irão ser mais eficazes. Numa indústria em contração, todas as empresas competem para o mesmo, mas devem competir numa base de redução de recursos, portanto as empresas mais eficientes a utilizar os recursos são as mais eficientes no global. Para empresas com uma posição competitiva fraca, as estratégias de recuperação que diminuem o espectro de produtos ou serviços e se focam nas atividades em que se conseguem distinguir dos concorrentes e nas quais possui mais capacidades são as que demonstram ser mais eficazes. As empresas em dificuldades, cuja indústria em que estão inseridas também se encontra em declínio têm uma maior probabilidade de ser recuperadas e não liquidadas ou adquiridas (Acharya et al. 2007).

Quanto a estratégias como a aquisição, verifica-se que durante sobressaltos da economia estão positivamente relacionadas com a performance da empresa. Contudo, tem um impacto negativo na performance quando efetuada antes ou depois desse sobressalto (Melvin and Taylor 2009). Outro aspeto relevante é a disponibilidade de crédito: um estudo que analisa como é que as empresas gerem a sua liquidez durante a crise financeira de 2008-2009, concluiu que quando as linhas de crédito estão disponíveis, o impacto da crise é reduzido, principalmente ao nível do investimento em capital, gastos em tecnologias ou empregados (Campello et al. 2011).

Em síntese, o contexto macroeconómico em que a empresa atua pode influenciar de forma direta e determinante o sucesso da estratégia que está a ser implementada.

4. Modelo de identificação de dificuldades financeiras

Para se alcançar o objetivo deste trabalho torna-se essencial a utilização de uma medida atual e que possa fiavelmente identificar, por um lado as empresas que se encontram em situação de crise financeira interna e por outro as que, após esse período conseguiram recuperar.

A literatura sobre previsão de falência tem utilizado vários modelos que permitem identificar situações de crise. As principais variáveis utilizadas nos trabalhos referidos, bem como as metodologias implementadas para calcular a probabilidade de falência têm sido alteradas. Nos primeiros estudos foram utilizadas variáveis contabilísticas para estimar a probabilidade através de modelos estatístico (Ohlson 1980; Beaver 1966; Altman 1968). O modelo Z-Score, introduzido por Altman (1968), com base na utilização de rácios financeiros ponderados por coeficientes que seriam os adequados para aquele tipo de ambiente de mercado, tornou-se popular e foi largamente aceite como medida de dificuldades financeiras. Esta medida tem vindo a provar a sua eficácia e quando cuidadosamente desenvolvida tem um valor significativo, principalmente para os utilizadores das demonstrações financeiras preocupados em avaliar o risco de crédito e a saúde financeira da empresa. No entanto, o modelo não deve ser aplicado a empresas de setor e contexto muito diferentes em relação às que foi desenvolvido, pelo que está completamente errado utilizar o modelo inicialmente criado em mercados como o Reino Unido (Agarwal and Taffler 2007). Shumway (2001) estimou um modelo *logit* dinâmico com uma frequência anual e adicionou dados de mercado, Koh et al. (2015) utilizaram uma medida de distância à falência baseada no trabalho de Merton (1974). Esta última medida que tem vindo a merecer destaque não só em diversos estudos publicados, mas também a um nível mais prático por parte dos investidores. O modelo referido será utilizado neste estudo, uma vez que captura aspetos importantes no processo de determinação da probabilidade de falência (Bharath and Shumway 2008; Campbell et al. 2008). Este modelo interpreta o valor do capital próprio da empresa como uma opção de compra com o valor da empresa como subjacente e preço de exercício igual ao valor facial da dívida. Apresenta-se como uma medida da diferença entre o valor do ativo da empresa e o seu valor facial da dívida, escalada pelo desvio padrão do valor dos ativos. De forma

simbólica o modelo de Black-Scholes-Merton formula a seguinte equação com variável dependente o valor do capital próprio da empresa

$$E = V \mathcal{N}(d1) - e^{-rT} F \mathcal{N}(d2) \quad (a)$$

onde, E corresponde ao valor do capital próprio da empresa, F ao valor facial da dívida, r à taxa sem risco, T ao horizonte temporal escolhido e \mathcal{N} pretende representar a função densidade da distribuição normal cumulativa. Quanto a $d1$ e $d2$, serão obtidos através da seguinte fórmula:

$$d1 = \frac{\ln\left(\frac{V}{F}\right) + (r + 0.5\sigma^2v)T}{\sigma v \sqrt{T}} \quad (b)$$

$$d2 = d1 - \sigma \sqrt{T} \quad (c)$$

Segundo os pressupostos de Merton e tendo em conta o modelo de Black-Scholes-Merton pode obter-se a volatilidade do capital próprio e do valor da empresa através da seguinte equação

$$\sigma E = \left(\frac{V}{E}\right) \mathcal{N}(d1) \sigma v \quad (d)$$

Em suma, o modelo apresentado sustenta dois pressupostos fundamentais, o primeiro corresponde ao modelo de Black-Scholes-Merton que expressa o valor do capital próprio da empresa como uma função do seu valor. O segundo relaciona a volatilidade desse mesmo capital próprio com a volatilidade do valor da empresa. Após recolher e calcular os valores de todas as variáveis referidas estamos em condições de calcular o valor da distância à falência através da equação que a seguir se apresenta

$$DD = \frac{\ln\left(\frac{V}{F}\right) + (\mu - 0.5\sigma^2v)T}{\sigma v \sqrt{T}} \quad (e)$$

em que, μ é uma estimativa do retorno anualizado dos ativos da empresa.

5. Metodologia e dados

Com este estudo pretende-se analisar as estratégias que possam ser determinantes na recuperação da empresa em dificuldades financeiras, no entanto este tipo de análise tem subjacente a desvantagem de não isolar o efeito de dificuldades económicas (Asquith et al. 1994). Foram escolhidas para a amostra empresas pertencentes ao Reino Unido por ser um mercado abrangente e que poderá acrescentar um maior poder explicativo ao estudo. Como a medida de dificuldades financeiras a implementar tem como variáveis alguns dados de mercado foram selecionados para o estudo apenas empresas cotadas. Excluíram-se empresas de natureza financeira e ainda outras que requerem infraestruturas significativas e, portanto, têm um maior valor de dívida tornando-se muito mais sensíveis a mudanças na taxa, como é exemplo empresas de gás, água e eletricidade. Colocados estes filtros a amostra é constituída por 591 empresas inteiramente retirada através da base de dados Amadeus.

Tabela 1- Estatísticas descritivas para empresas em dificuldades financeiras

A tabela mostra a mediana, média, desvio padrão e o número de observações do total do ativo, valor de mercado do capital próprio e o rácio entre o valor de contabilístico e o valor de mercado do capital próprio. Estes dados são relativos ao ano em que é identificada a presença de dificuldades financeiras.

	Mediana	Média	Desvio Padrão	Nº de observações
Total do ativo (em milhões)	139,50	4701,51	23897,54	338
Valor de mercado do capital próprio (em milhões)	106,97	532,53	2185,68	338
Valor contabilístico/Valor de mercado do capital próprio	1,01	8,15	37,11	338

A tabela sumariza as estatísticas descritivas da amostra em análise no ano em que se deteta que estão em dificuldades financeiras, doravante referido como ano 0. A média do valor contabilístico dos ativos é de 4701,51 milhões, que é superior ao estudo de (Asquith et al. 1994) que se foca na análise de empresas muito alavancadas. O desvio

padrão sendo uma medida da dispersão dos valores da amostra em relação à sua média permite concluir se a amostra tem valores muito distantes o que não se verifica de forma significativa na amostra recolhida. O último indicador em análise permite asseverar que o valor contabilístico do capital próprio é, na maioria dos casos superior ao seu valor de mercado.

5.1 Identificação das empresas com dificuldades financeiras

Uma das principais questões relacionadas com este trabalho é a escolha da medida que irá permitir identificar a situação financeira da empresa. Nos primeiros estudos desta temática foi escolhida como variável de identificação a média do retorno do investimento antes de impostos (Hambrick and Schecter 1983; Robbins and Pearce 1992; Francis and Desai 2005). No entanto, mesmo sendo comumente aceite como um bom indicador de eficácia, principalmente em negócios na fase de maturidade é uma medida muito limitada e possível de manipulação (Hambrick and Schecter 1983), por isso alguns estudos incluíram dados relativos à indústria (Robbins and Pearce 1992), ou dados de mercado (Ofek 1993).

Para o cálculo da distância à falência seguiu-se o trabalho de Bharath and Shumway 2008; Hillegeist et al. 2004 que simplifica as etapas e variáveis necessárias de forma clara. O primeiro passo a realizar é estimar a volatilidade do capital próprio (σ_E) a partir do retorno das ações dos anos anteriores, seguindo-se a escolha do horizonte temporal da estimação (T), neste caso 1 (um) ano. Terá que se escolher uma medida do valor facial da dívida sendo que, a mais comum é considerar o valor *book-to-value* do total do passivo da empresa (F). Para terminar recolhe-se o valor da *risk free rate* (r) e o valor de mercado do capital próprio da empresa (E). Depois de concretizados os passos descritos estamos em condições de, através da resolução de um sistema de equações não lineares- equação (a) e (d), obter o valor da empresa (V) e a sua volatilidade (σ_V) e por fim calcular a distância à falência.

Tabela 2- Variáveis utilizadas no cálculo da distância à falência

A tabela mostra as variáveis que foram necessárias para calcular a distância à falência.

Variável	Descrição
F	Total do passivo
E	Valor de mercado do capital próprio
σ_E	Volatilidade do valor de mercado do capital próprio ²
r	Taxa sem risco ³
T	Horizonte temporal escolhido (1)
μ	Retorno do ativo

No que diz respeito ao ciclo da reestruturação, alguns trabalhos consideram o período temporal de 8 anos- 4 anos antes da identificação de *stress*, e 4 anos após (Schendel et al. 1976; Bibeault 1982). Outros, estudam apenas 4 anos, analisando 2 anos antes e 2 anos após (Chowdhury and Lang 1996; Hambrick and Schecter 1983; Robbins and Pearce 1993; Smith and Graves 2005). Neste estudo iremos ter em conta um ciclo de 4 anos. A análise deste período de tempo será suficiente para observar quais as reestruturações que tiveram sucesso. Para além disso, com a extensão deste período temporal, para além dos 4 anos, iríamos diminuir a amostra de forma significativa, com o efeito de reduzir a interpretação dos resultados (Smith and Graves 2005). Quanto à análise estratégica vão ser analisados dois anos após a identificação da necessidade de reestruturação. Assim, analisam-se três anos o que representa um horizonte temporal suficiente para observar as várias tentativas de reestruturação (Bibeault 1982; Hambrick and Schecter 1983; Robbins and Pearce 1992).

Ao longo da literatura verifica-se que são muitas as definições usadas para reconhecer empresas em dificuldades financeiras. Para reconhecer que a empresa está em dificuldades segue-se a metodologia da literatura existente (Sudarsanam and Lai 2001; Francis and Desai 2005; Smith and Graves 2005; Koh et al. 2015) considerando-se que uma empresa está em dificuldades financeiras quando a distância à falência diminui dois anos consecutivos. De forma similar, identifica-se como tendo recuperado se essa mesma

² Calculado com valores mensais

³ Considerada a taxa de títulos do governo a 10 anos com cupão zero, a 31 de dezembro do respetivo ano, disponível em *Bank of England*.

distância aumentar dois anos consecutivos, isto é, uma empresa que diminui a distância de 2007 para 2008 e de 2008 para 2009 é considerada como estando em dificuldades em 2009 e se essa distância aumentou de 2009 para 2010 e de 2010 para 2011 é identificada como tendo recuperado em 2011.

Tabela 3- Tamanho da amostra

A tabela mostra na primeira linha o número de empresas para as quais foi possível calcular a distância à falência. Na segunda o número de empresas que foram reconhecidas como estando em dificuldades financeiras (a sua distância à falência diminuiu dois anos consecutivos). As restantes linhas contêm o número de empresas que recuperaram (distância aumentou dois anos consecutivos), e não recuperaram.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Total
Distância	277	279	283	319	353	381	423	462	261	2038
Dificuldades	-	83	38	35	46	35	40	61	-	277
Recuperaram	-	-	-	35	11	16	16	7	2	87
Não recuperaram	-	-	-	57	30	17	25	21	17	167

A tabela 3 pretende apresentar o número de empresas com dados disponíveis para o cálculo da distância à falência, notando-se que esse número parece ser crescente apesar de diminuir no último ano de 2016. A amostra é constituída por 277 empresas em dificuldades financeiras, destas, 87 conseguiram recuperar e 167 não apresentam um aumento consecutivo da distância à falência, sendo classificadas como não recuperadas. Tendo em conta os trabalhos anteriores com horizonte temporal semelhante, estes dados são os esperados, nomeadamente quanto à percentagem de empresas que conseguiram recuperar (Hambrick and Schecter 1983; Smith and Graves 2005). De uma parte das empresas classificadas como estando em dificuldades não se consegue saber se conseguiram ou não recuperar por falta de dados para o cálculo da distância.

5.2 Tipos de estratégias de reestruturação

Com os dados disponíveis foi possível analisar três grandes tipos de estratégias- operacional, ativo e financeira. Nas variáveis utilizadas para a análise da implementação da estratégia seguem-se os trabalhos de Sudarsanam and Lai (2001) e Koh et al. (2015). Na estratégia operacional avaliam-se possíveis despedimentos através do número de empregados e o alcance de uma maior eficiência através da interpretação de variações da margem operacional- percentagem de vendas que a empresa consegue reter após deduzir os custos diretos associados com a produção dos bens e serviços que vende. A estratégia relacionada com os ativos da empresa pretende avaliar duas dimensões- o desinvestimento em ativos-, através da análise do valor dos ativos fixos tangíveis e os gastos com os ativos fixos. Por fim, quanto à estratégia financeira analisa-se o rácio de cobertura de juros para interpretar a facilidade da empresa em pagar os seus gastos com financiamento. Para analisar a execução de uma estratégia que traduza uma melhoria na gestão de *cash* da empresa, avalia-se os dias que demora a receber dos seus clientes.

Tabela 4- Definição de variáveis

A tabela apresenta as variáveis em estudo correspondentes a cada tipo de estratégia.

<i>Estratégia de reestruturação</i>	<i>Definição</i>
Reestruturação operacional	Número de empregados; Margem operacional;
Reestruturação do ativo	Diminuição do ativo fixo tangível; Aumento dos gastos com ativo fixo (CAPEX)
Reestruturação financeira	Rácio de cobertura dos juros Dias de crédito concedidos a clientes;

6. Resultados

6.1 Características financeiras após a situação de crise financeira

A tabela 4 fornece as características financeiras das empresas identificadas como recuperadas e não recuperadas no ano em que foram diagnosticadas como estando numa situação de dificuldades financeiras, e a média dos dois anos após o reconhecimento.

As empresas que recuperaram são aquelas cuja distância à falência aumentou dois anos consecutivos, enquanto que as que não recuperaram continuam sem uma melhoria consecutiva. Esta análise pretende avaliar a empresa em termos de rentabilidade alavancagem e gestão de liquidez. Através do rácio do retorno dos ativos (ROA), do capital próprio da empresa (ROE), e através da margem dos resultados antes de gastos de financiamento e impostos (EBIT%) consegue-se obter conclusões sobre a rentabilidade da empresa. As restantes dimensões em análise são obtidas pelo rácio da alavancagem financeira e liquidez corrente.

Através da análise conclui-se que as empresas que recuperaram conseguiram melhorar a rentabilidade dos seus ativos, isto é a empresa acabou por usar os seus ativos de forma mais eficiente, e gerou mais resultados por unidade de capital próprio inserido pelos *shareholders*. Ao nível da gestão de liquidez não foram encontradas diferenças significativas, o que aconteceu também em relação ao rácio que analisa a alavancagem financeira.

Os resultados obtidos vão de encontro aos revelados no estudo de Sudarsanam and Lai (2001), em que se conclui que a performance do grupo que recuperou é significativamente superior em relação ao grupo que não recuperou.

Tabela 5- Características financeiras das empresas

Esta tabela mostra as características financeiras das empresas que estiveram numa situação de dificuldade financeira, no ano em que essas foram reconhecidas e nos dois anos após, divididas entre recuperadas (R) e não recuperadas (NR). ROA= Resultado antes de impostos/Total do ativo. ROE= Resultados antes de impostos/capital próprio. EBIT Margin = Resultados antes de juros e impostos/ Receitas totais. FinLev= Total do ativo/ Total capital próprio. CR=Ativos correntes/Passivo corrente. ***, **, * representa a significância estatística de nível, 1%, 5% e 10%, respetivamente.

	Ano 0			Média ano 1 e 2		
	R	NR	t statistic	R	NR	t statistic
ROA	1,6509	-1,462	1,5	4,4436	0,5457	2,329**
ROE	13,2472	-5,8422	3,05***	25,3345	0,4422	3,262***
EBIT Margin %	5,082	2,618	0,87	9,0606	4,1966	1,839*
FinLev	0,3579	6,7442	-0,999	2,4992	11,1261	-1,246
CR	1,5794	1,8297	-1,137	1,7129	1,7054	0,036

6.2 Implementação da estratégia

6.2.1 Reestruturação operacional

Tal como referido anteriormente, a implementação da estratégia operacional é analisada através da diminuição do número de empregados e da melhoria da margem operacional da empresa. Foi introduzida esta última variável como medida da proporção de rendimento que fica disponível para a empresa após o pagamento dos custos de produção.

Tabela 6- Frequência relativa da implementação da reestruturação operacional

A tabela representa a percentagem de empresas que reduziu o seu número de empregados e a percentagem que melhorou a sua margem operacional, em cada ano em análise. “R” representa as empresas que recuperaram e “N.R.” as que não conseguiram recuperar. Foram realizados testes não paramétricos de Wilcoxon- Mann- Whitney, no entanto nenhuma das variáveis se revelou estatisticamente significativa.

	Ano 0			Ano 1			Ano 2		
	R	NR	Z statistic	R	NR	Z statistic	R	NR	Z statistic
Nº de empregados	41%	60%	-0,985	34%	49%	-1,167	38%	50%	-1,414
Margem operacional	52%	49%	-0,624	60%	57%	-0,539	55%	51%	-0,132

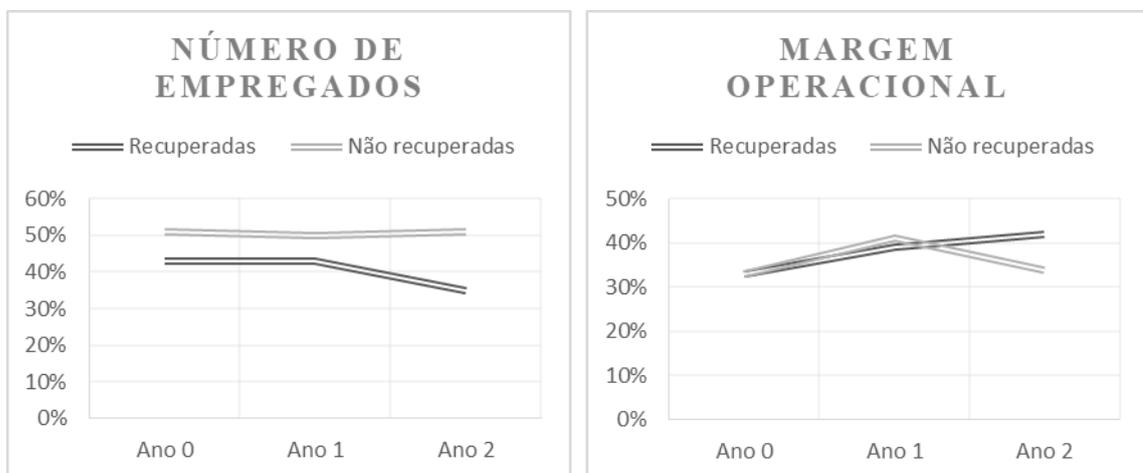


Figura 3- Implementação da reestruturação operacional

Verifica-se através da análise dos gráficos que, relativamente às empresas que conseguiram recuperar, a proporção de entidades que diminuíram o número de empregados foi reduzindo ao longo do tempo. Realça-se também o facto da proporção destas empresas, que reduziu esta variável ser sempre inferior à proporção de empresas do outro grupo. Em relação às “não recuperadas”, a tendência é contrária, verificando-se um aumento das que reduziram o seu número de empregados. Estes resultados podem também ser interpretados como consequência do insucesso da reestruturação, isto é, as empresas que não recuperaram vêm-se obrigadas a reduzir os custos, recorrendo aos recursos humanos, o que tende a piorar a situação, iniciando-se um ciclo de constante deterioração da situação financeira. O mesmo se aplica à margem operacional, em que as empresas que recuperaram melhoram esta variável de forma contínua e sustentada, enquanto que as “não recuperadas” vêm a sua performance a diminuir principalmente do ano 2 para o ano 3.

6.2.2 Reestruturação do ativo

A reestruturação do ativo inclui a diminuição do ativo tangível da empresa e o aumento dos gastos com ativo fixo, como forma de melhoria da performance e aproveitamento de oportunidades.

Tabela 7- Frequência relativa da implementação da reestruturação do ativo

A tabela representa a proporção de empresas que reduziram o seu ativo fixo tangível e que aumentaram os seus gastos com ativo fixo tangível. O valor de gastos foi calculado considerando que: ativo fixo tangível final= Ativo fixo tangível no início do período + gastos com ativo fixo – depreciações. “R” representa as empresas que recuperaram e “N.R” as que não conseguiram recuperar. Foram realizados testes não paramétricos de Wilcoxon-Mann-Whitney. ***, **, * representa a significância estatística de nível, 1%, 5% e 10%, respectivamente.

	Ano 0			Ano 1			Ano 2		
	R	NR	z statistic	R	NR	z statistic	R	NR	z statistic
Ativo fixo tangível	41%	60%	-0,704	34%	49%	-0,863	38%	50%	-0,745
Gastos com ativo fixo	52%	49%	-1,788*	60%	57%	-1,83*	55%	51%	-0,885

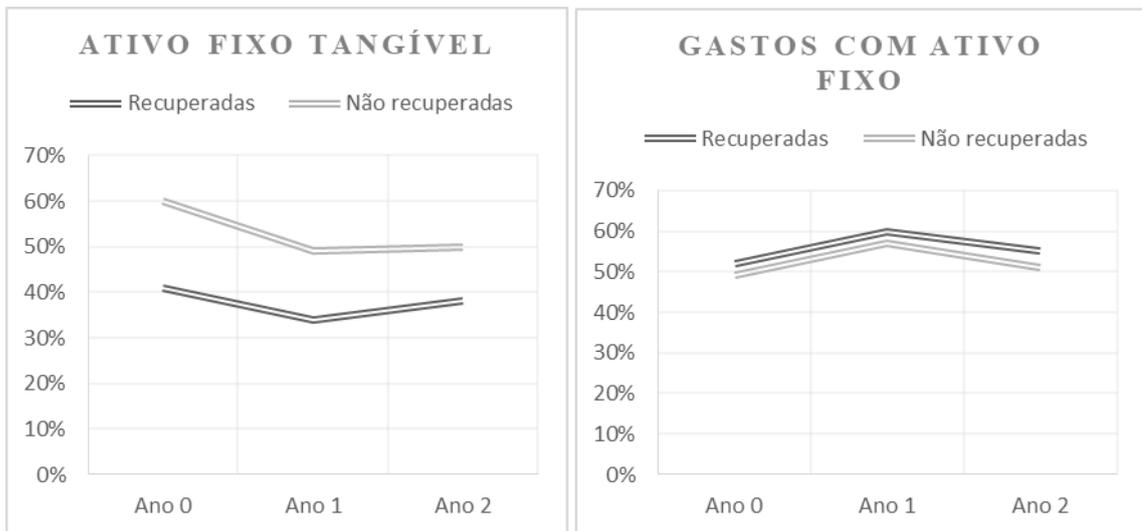


Figura 4- Implementação da reestruturação do ativo

Através dos gráficos torna-se elucidativo que a proporção de empresas que reduziram os seus ativos fixos é maior para empresas recuperadas, no entanto ambos os grupos têm uma tendência semelhante. Quanto aos gastos com ativo fixo quer a tendência, quer a proporção de empresas que tomam essa decisão são similares.

6.2.3 Reestruturação financeira

A reestruturação financeira é analisada através do rácio de cobertura de juros e pelos dias de crédito concedido a clientes.

Tabela 8- Frequência relativa da implementação da reestruturação financeira

A tabela representa a proporção de empresas que melhoraram o seu rácio de cobertura de juros e que diminuíram os dias de crédito concedidos. “R” representa as empresas que recuperaram e “N.R” as que não conseguiram recuperar. Foram realizados testes não paramétricos de Wilcoxon-Mann-Whitney. ***, **, * representa a significância estatística de nível, 1%, 5% e 10%, respetivamente.

	Ano 0			Ano 1			Ano 2		
	R	NR	z statistic	R	NR	z statistic	R	NR	z statistic
Rácio de cobertura de juros	47%	43%	-1,311	51%	52%	-0,939	60%	43%	-2,022**
Dias de crédito concedidos	60%	49%	-0,634	53%	50%	-0,562	59%	44%	-0,053

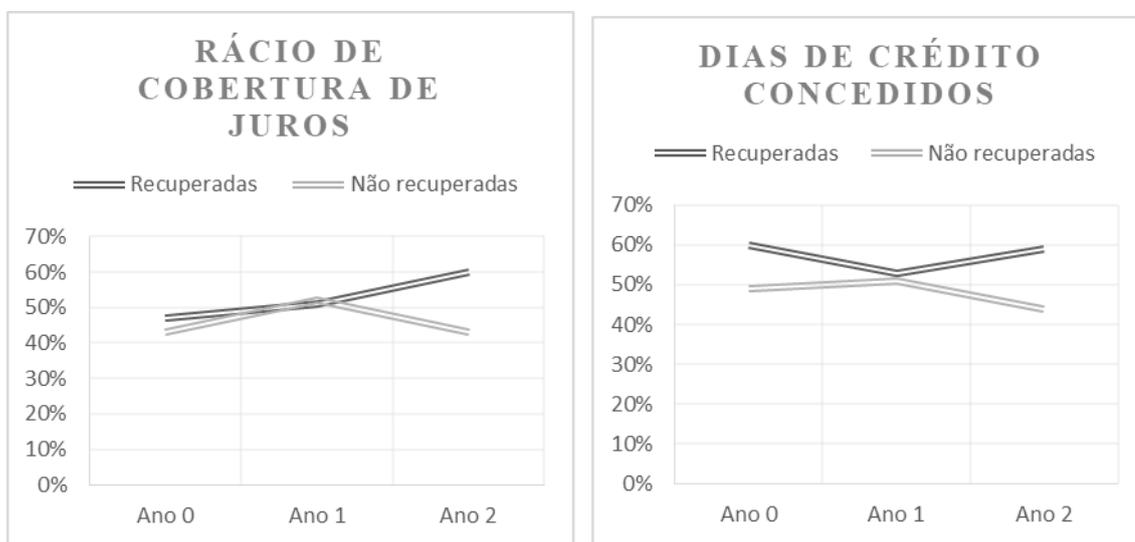


Figura 5- Implementação da reestruturação financeira

Através da interpretação dos gráficos, verifica-se que as empresas que recuperaram melhoraram a sua gestão de juros, através da diminuição de gastos com juros e/ou aumento do seu resultado antes de juros e impostos. As que não recuperaram

diminuíram esta variável no último ano de análise, o que poderá também ser uma consequência da não recuperação nos anos anteriores. Quanto aos dias de crédito concedidos, verifica-se que as empresas que recuperaram adotam este comportamento de forma mais drástica no ano em que são reconhecidas as dificuldades financeiras, e aliviam os seus clientes nos anos seguintes, após uma estabilização de curto prazo. As empresas que não recuperaram melhoram apenas no ano seguinte, sendo esta situação revertida no terceiro ano em análise.

6.2.4 Implementação das estratégias ao longo do tempo

Numa primeira observação verifica-se que os dois grupos apresentam prioridades diferentes na implementação das estratégias -evidenciado pela tabela nº9-, o que explica o alcance de uma melhoria nos resultados apenas por um dos grupos. As empresas que conseguiram recuperar iniciam de forma predominante uma gestão de *cash* de curto prazo, como primeira medida a implementar, seguindo-se um aumento dos gastos com ativo não corrente como um mecanismo de alcance de vantagem competitiva. No ano seguinte, estas empresas continuam a efetuar as mesmas estratégias- comportamento que não se alteram no terceiro ano-, apesar de em primeiro lugar se encontrar o aumento dos gastos com ativo fixo. No terceiro ano de análise a gestão dos gastos com financiamento é notória com um aumento do rácio de cobertura de juros a ser conseguido pela maioria das empresas.

As empresas que não recuperaram, no primeiro ano deram importância a uma diminuição do seu ativo fixo tangível e uma redução do número de empregados, a par de uma gestão de *cash* que, apesar de ser implementada, não o foi pela grande maioria. No segundo ano destaca-se o aumento do rácio de cobertura de gastos com financiamento, uma nova tendência de diminuição do número de colaboradores e o contínuo aumento (até ao terceiro ano) dos gastos em ativo não corrente.

Em suma, as principais diferenças no comportamento adotado levam a concluir que as empresas que conseguiram recuperar têm comportamentos que não melhoram apenas o curto prazo, mas asseguram o médio-longo prazo, tendo a maioria adotado ao longo dos três anos as mesmas estratégias, nomeadamente a gestão de *cash*, o aumento dos gastos com ativo não corrente e a gestão dos gastos de financiamento. As não recuperadas não apresentam um comportamento tão sistemático e organizado, tendo optado numa primeira fase pelo despedimento e diminuição do ativo e posteriormente num maior investimento e sempre com a redução de colaboradores a merecer destaque.

Tabela 9-Importância das estratégias de reestruturação ao longo do tempo

Esta tabela enumera as estratégias por ordem de importância para que a empresa consiga recuperar. Esta ordenação é baseada na frequência relativa de cada estratégia apresentada nas tabelas anteriores. “R” representa as empresas recuperadas e “N.R” as não recuperadas.

	<i>R</i>			<i>N. R</i>		
	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 0	Ano 1	Ano 2
Dias de crédito concedidos	1	2	2	3	3	4
Gastos com ativo fixo	2	1	3	3	1	1
Rácio de cobertura de juros	3	3	1	5	2	5
Nº de empregados	4	4	6	2	3	2
Ativo fixo tangível	5	6	5	1	5	2
Margem operacional	6	5	4	6	6	6

7. Conclusão

A questão motivadora para o presente trabalho era entender a razão de, perante contextos adversos bastante similares, algumas empresas conseguiram recuperar e outras não.

Neste estudo comparam-se as estratégias adotadas por empresas que recuperaram e não recuperaram através de uma amostra de 277 empresas cotadas no Reino Unido. Ao longo deste foi analisada a frequência e o momento em que estas estratégias são colocadas em prática. Os resultados mostram que as empresas que adotam estratégias que visam a estabilização do curto prazo e a melhoria da performance num médio e longo prazos, são as que apresentam uma maior propensão para ultrapassarem uma situação de crise financeira. Estes resultados sustentam as hipóteses relacionadas com o trabalho inicialmente defendido por Robbins and Pearce (1992) e posteriormente comprovado por Mellahi and Wilkinson (2004). Por outro lado, as que não conseguem recuperar não têm um processo de estabilização eficaz o que leva a que iniciem um processo de deterioração contínuo. Assim, a implementação de uma estratégia orientada para a eficiência, é determinante para a obtenção do sucesso empresarial.

Pela análise da revisão de literatura pode concluir-se que a recuperação não depende apenas do tipo de estratégia a implementar mas também do contexto micro e macroeconómico onde a empresa está inserida. Neste sentido, é necessário analisar a viabilidade de cada estratégia tendo em conta as causas do declínio e o meio envolvente.

Este trabalho contribui para a literatura existente pela explicação teórica e testes empíricos a fim de perceber quais as estratégias implementadas pelas empresas que alcançaram uma melhor performance após um período de *stress* financeiro. Não obstante os contributos enunciados, o estudo possui ainda algumas limitações. Uma dessas limitações prende-se com a falta de dados que nos possam permitir a concretização de algumas estratégias nomeadamente a mudança de CEO, e quais as características do novo líder. Também a própria medida de identificação de dificuldade financeira possui alguns pressupostos que podem não traduzir uma imagem verdadeira e apropriada da situação financeira da empresa- limitação que é comum a todos os estudos desta índole. Existem medidas não contabilísticas não consideradas no presente estudo que podem ser úteis na análise das estratégias implementadas pelos dois grupos diferentes.

Para investigações futuras seria interessante a análise da relação entre as causas identificadas e a estratégia de recuperação adotada, através do estudo de variáveis contabilísticas, de mercado e de indústria. Também a comparação entre a utilização da medida da distância à falência e do Z-Score poderia ser analisada, a fim de perceber se existiam diferenças significativas. Seria de igual benefício analisar a necessidade de reestruturação em períodos de recessão (e características do mesmo). Numa ótica mais contabilística, analisar mais detalhadamente as demonstrações financeiras. Por exemplo, analisar a Demonstração de Fluxos de Caixa, nomeadamente as variações na rúbrica do investimento, para poder relacionar com a probabilidade de recuperação. Por fim, foram analisadas neste estudo as reestruturações de empresas com uma situação financeira deteriorada, num novo trabalho podiam ser estudadas reestruturações de sucesso elaboradas por empresas numa boa situação económica em que as motivações passam, por exemplo, pela melhoria da performance, reforço da vantagem competitiva, entre outros.

8. Bibliografia

- Acharya, V. V., S. T. Bharath, and A. Srinivasan. 2007. Does industry-wide distress affect defaulted firms? Evidence from creditor recoveries. *Journal of Financial Economics* 85 (3):787-821.
- Agarwal, V., and R. J. Taffler. 2007. Twenty-five years of the Taffler z-score model: Does it really have predictive ability? *Accounting and Business Research* 37 (4):285-300.
- Altman, E. I. 1968. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the prediction of Corporate Bankruptcy *The Journal of Finance* 23 (4):589-609.
- Arogyaswamy, K., V. L. Barker, and M. Yasaiardekani. 1995. Firm turnarounds: An integrative two stage model. *Journal of Management Studies* 32 (4):493-525.
- Asquith, P., R. Gertner, and D. Scharfstein. 1994. Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-Bond Issuers. *Quarterly Journal of Economics* 109 (3):625-658.
- Barker, V. L., and M. A. Mone. 1994. Retrenchment: Cause of turnaround or consequence of decline? *Strategic Management Journal* 15 (5):395-405.
- Beaver, W. H. 1966. Financial Ratios as Predictors of Failure *Journal of Accounting Research* 4:71-111.
- Berk, J. B., R. Stanton, and J. Zechner. 2010. Human Capital, Bankruptcy, and Capital Structure. *Journal of Finance* 65 (3):891-926.
- Bharath, S. T., and T. Shumway. 2008. Forecasting default with the Merton distance to default model. *Review of Financial Studies* 21 (3):1339-1369.

- Bibeault, D. B. 1982. *Corporate turnaround: How managers turn losers into winners*: New York: McGraw-Hill.
- Bowman, E. H., H. Singh, M. Useem, and R. Bhadury. 1999. When does restructuring improve economic performance? *California Management Review* 41 (2):33-+.
- Boyne, G. A., and K. J. Meier. 2009. Environmental Change, Human Resources and Organizational Turnaround. *Journal of Management Studies* 46 (5):835-863.
- Brandão, E. 2014. *Finanças*. 8 ed.
- Bruton, G. D., D. Ahlstrom, and J. C. C. Wan. 2003. Turnaround in East Asian firms: Evidence from ethnic Overseas Chinese communities. *Strategic Management Journal* 24 (6):519-540.
- Campbell, J. Y., J. Hilscher, and J. Szilagyi. 2008. In Search of Distress Risk. *Journal of Finance* 63 (6):2899-2939.
- Campello, M., E. Giambona, J. R. Graham, and C. R. Harvey. 2011. Liquidity Management and Corporate Investment During a Financial Crisis. *Review of Financial Studies* 24 (6):1944-1979.
- Campello, M., J. R. Graham, and C. R. Harvey. 2010. The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics* 97 (3):470-487.
- Castrogiovanni, G. J., and G. D. Bruton. 2000. Business turnaround processes following acquisitions: Reconsidering the role of retrenchment. *Journal of Business Research* 48 (1):25-34.
- Chowdhury, S. D., and J. R. Lang. 1996. Turnaround in small firms: An assessment of efficiency strategies. *Journal of Business Research* 36 (2):169-178.

- Coucke, K., E. Pennings, and L. Sleuwaegen. 2007. Employee layoff under different modes of restructuring: exit, downsizing or relocation. *Industrial and Corporate Change* 16 (2):161-182.
- Covin, J. G., and D. P. Slevin. 1989. Strategic management of small firms in hostile and benign environments. *Strategic Management Journal* 10 (1):75-87.
- Daily, C. M., and D. R. Dalton. 1994a. Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure. *Academy of Management Journal* 37 (6):1603-1617.
- . 1994b. Corporate Governance and the Bankrupt Firm: An Empirical Assessment *Strategic Management Journal* 15 (8):643-654.
- Datta, D. K., J. P. Guthrie, D. Basuil, and A. Pandey. 2010. Causes and Effects of Employee Downsizing: A Review and Synthesis. *Journal of Management* 36 (1):281-348.
- Deangelo, H., and L. Deangelo. 1990. Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms *Journal of Finance* 45 (5):1415-1431.
- Denis, D. J., and D. K. Denis. 1995. Performance changes following top management dismissals *Journal of Finance* 50 (3):966-967.
- Denis, D. K., and K. J. Rodgers. 2007. Chapter 11: Duration, outcome, and post-reorganization performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42 (1):101-118.
- Dess, G. G., and P. S. Davis. 1984. PORTER (1980) GENERIC STRATEGIES AS DETERMINANTS OF STRATEGIC GROUP MEMBERSHIP AND

ORGANIZATIONAL PERFORMANCE. *Academy of Management Journal* 27 (3):467-488.

Donoher, W. J. 2004. To File Or Not To File? Systemic Incentives, Corporate Control, and the Bankruptcy Decision. *Journal of Management* 30 (2):239-262.

Dougherty, D., and E. H. Bowman. 1995. The effects of organizational downsizing on product innovation. *California Management Review* 37 (4):28-44.

Dowell, G. W. S., M. B. Shackell, and N. V. Stuart. 2011. Boards, CEOs, and surviving a financial crisis: Evidence from the internet shakeout *Strategic Management Journal* 32 (10):1025-1045.

Eisfeldt, A. L., and C. M. Kuhnen. 2013. CEO turnover in a competitive assignment framework. *Journal of Financial Economics* 109 (2):351-372.

Filatotchev, I., and S. Toms. 2006. Corporate governance and financial constraints on strategic turnarounds. *Journal of Management Studies* 43 (3):407-433.

Finkin, E. F. 1985. Company turnaround. *Journal of Business Strategy* 5 (4):14-24.

Floyd, E., N. Li, and D. J. Skinner. 2015. Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics* 118 (2):299-316.

Francis, J. D., and A. B. Desai. 2005. Situational and organizational determinants of turnaround. *Management Decision* 43 (9):1203-1224.

Gennaioli, N., and S. Rossi. 2013. Contractual Resolutions of Financial Distress. *Review of Financial Studies* 26 (3):602-634.

- George, T. J., and C. Y. Hwang. 2010. A resolution of the distress risk and leverage puzzles in the cross section of stock returns. *Journal of Financial Economics* 96 (1):56-79.
- Gilson, S. C. 1989. Management turnover and financial distress. *Journal of Financial Economics* 25 (2):241-262.
- Gilson, S. C., K. John, and L. H. P. Lang. 1990. Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of Financial Economics* 27 (2):315-353.
- Giroud, X., H. M. Mueller, A. Stomper, and A. Westerkamp. 2012. Snow and Leverage. *Review of Financial Studies* 25 (3):680-710.
- Greve, H. R. 2011. Positional rigidity: Low performance and resource acquisition in large and small firms. *Strategic Management Journal* 32 (1):103-114.
- Guthrie, J. P., and D. K. Datta. 2008. Dumb and dumber: The impact of downsizing on firm performance as moderated by industry conditions. *Organization Science* 19 (1):108-123.
- Hambrick, D. C., and S. M. Schecter. 1983. Turnaround strategies for mature industrial-product business units. *Academy of Management Journal* 26 (2):231-248.
- Hannan, M. T., and J. Freeman. 1984. Structural Inertia and Organizational Change *American Sociological Review* 49 (2):149-164.
- Hillegeist, S. A., E. K. Keating, D. P. Cram, and K. G. Lundstedt. 2004. Assessing the probability of bankruptcy. *Review of Accounting Studies* 9 (1):5-34.
- Hillier, D., P. McColgan, and S. Werema. 2009. Asset sales and firm strategy: an analysis of divestitures by UK companies. *European Journal of Finance* 15 (1):71-87.

- Hofer, C. W. 1980. Turnaround Strategies. *Journal of Business Strategy* 1 (1):19-31.
- Kahl, M. 2002. Economic distress, financial distress, and dynamic liquidation. *Journal of Finance* 57 (1):135-168.
- Kalay, A., R. Singhal, and E. Tashjian. 2007. Is Chapter 11 costly? *Journal of Financial Economics* 84 (3):772-796.
- Koh, S., R. B. Durand, L. L. Dai, and M. Chang. 2015. Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring. *Journal of Corporate Finance* 33:19-33.
- Lang, L., A. Poulsen, and R. Stulz. 1995. Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion. *Journal of Financial Economics* 37 (1):3-37.
- Lin, Z., X. Zhao, K. A. Ismail, and K. M. Carley. 2006. Organizational design and restructuring in response to crises: Lessons from computational modeling and real-world cases. *Organization Science* 17 (5):598-618.
- Lohrke, F. T., A. G. Bedeian, and T. B. Palmer. 2004. The role of top management teams in formulating and implementing turnaround strategies: a review and research agenda. *International Journal of Management Reviews* 5-6 (2):63-90.
- McGahan, A. M., and M. E. Porter. 1997. How much does industry matter, really? *Strategic Management Journal* 18:15-30.
- Mellahi, K., and A. Wilkinson. 2004. Organizational failure: a critique of recent research and a proposed integrative framework. *International Journal of Management Reviews* 5-6 (1):21-41.
- Melvin, M., and M. P. Taylor. 2009. The global financial crisis: Causes, threats and opportunities. Introduction and overview. *Journal of International Money and Finance* 28 (8):1243-1245.

- Morrow, J. L., D. G. Sirmon, M. A. Hitt, and T. R. Holcomb. 2007. Creating value in the face of declining performance: Firm strategies and organizational recovery. *Strategic Management Journal* 28 (3):271-283.
- Moulton, W. N., and H. Thomas. 1993. Bankruptcy as a deliberate strategy: Theoretical considerations and empirical evidence. *Strategic Management Journal* 14 (2):125-135.
- Ndofor, H. A., J. Vanevenhoven, and V. L. Barker. 2013. Software firm turnarounds in the 1990s: An analysis of reversing decline in a growing, dynamic industry. *Strategic Management Journal* 34 (9):1123-1133.
- Ofek, E. 1993. Capital structure and firm response to poor performance: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 34 (1):3-30.
- Ohlson, J. A. 1980. Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research* 18 (1):109-131.
- Pant, L. W. 1991. An investigation of industry and firm structural characteristics in corporate turnarounds. *Journal of Management Studies* 28 (6):623-643.
- Pearce, J. A., and K. Robbins. 1993. Toward improved theory and research on business turnaround. *Journal of Management* 19 (3):613-636.
- Pearson, C. M., and J. A. Clair. 1998. Reframing crisis management. *Academy of Management Review* 23 (1):59-76.
- Platt, H., and M. Platt. 2012. Corporate board attributes and bankruptcy. *Journal of Business Research* 65 (8):1139-1143.

- Robbins, D. K., and J. A. Pearce. 1992. Turnaround: Retrenchment and recovery. *Strategic Management Journal* 13 (4):287-309.
- . 1993. Entrepreneurial retrenchment among small manufacturing firms. *Journal of Business Venturing* 8 (4):301-318.
- Rumelt, R. P. 1991. How much does industry matter? *Strategic Management Journal* 12 (3):167-185.
- Schendel, D., G. R. Patton, and J. Riggs. 1976. Corporate turnaround strategies: A study of profit decline and recovery. *Journal of General Management* 3 (3):3-11.
- Slatter, S. 1984. *Corporate Recovery: Successful Turnaround Strategies and Their Implementation*: Penguin, Harmondsworth, UK.
- Slatter, S., D. Lovett, and L. Barlow. 2006. *Leading Corporate Turnaround*: Jossey-Bass.
- Smith, C. W., and J. B. Warner. 1979. On financial contracting. *Journal of Financial Economics* 7 (2):117-161.
- Smith, M., and C. Graves. 2005. Corporate turnaround and financial distress. *Managerial Auditing Journal* 20 (3):304-320.
- Stopford, J. M., and C. Badenfuller. 1990. Corporate rejuvenation. *Journal of Management Studies* 27 (4):399-415.
- Sudarsanam, S., and J. Lai. 2001. Corporate financial distress and turnaround strategies: An empirical analysis. *British Journal of Management* 12 (3):183-199.
- Thomas, A. S., R. J. Litschert, and K. Ramaswamy. 1991. The performance impact of strategy- Manager coalignment. *Strategic Management Journal* 12 (7):509-522.

- Thomas, A. S., and K. Ramaswamy. 1993. Environmental change and management staffing: a comment. *Journal of Management* 19 (4):877-887.
- Weisbach, M. S. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20 (1-2):431-460.
- White, M. J. 1989a. The corporate bankruptcy decision. *Journal of Economic Perspectives* 3 (2):129-151.
- White, P. A. 1989b. A theory of casual processing. *British Journal of Psychology* 80:431-454.
- Wruck, K. H. 1990. Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics* 27 (2):419-444.