

**ESTUDO DO IMPACTO DE F&A, INTEGRAÇÃO VERTICAL E FOLGA DE RECURSOS SOBRE
O DECLÍNIO NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE GRANDE PORTE**

ROSIELE FERNANDES PINTO
UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)
rosielepb@yahoo.com.br

FERNANDO RIBEIRO SERRA
UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO (UNINOVE)
fernandorserra@gmail.com

LUIZ ANTONIO DE CAMARGO GUERRAZZI
UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO (UNINOVE)
luizguerrazzi@hotmail.com

ESTUDO DO IMPACTO DE F&A, INTEGRAÇÃO VERTICAL E FOLGA DE RECURSOS SOBRE O DECLÍNIO NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE GRANDE PORTE

RESUMO

Este estudo tem como objetivo investigar o impacto das ações estratégicas, fusões e aquisições (F&A) e integração vertical, e uso da folga de recursos sobre o declínio organizacional em um contexto de país emergente. Foram desenvolvidas sete hipóteses a partir da literatura incluindo a moderação pelo dinamismo do ambiente incerto. A amostra de 83 empresas brasileiras de capital aberto, em pares combinados e dados secundários, que consideram empresas que declinaram e não declinaram para efeito comparativo, entre 1997 e 2008, considerado um período de crescimento do país. Os resultados encontrados reforçam que o contexto declínio moderado pela incerteza do ambiente de um país emergente apresenta impactos distintos em relação ao de ambiente dos países desenvolvidos. As F&A e a integração vertical aumentam a possibilidade de declínio, porém a possibilidade de declínio reduz em ambientes dinâmicos mais incertos. A folga de recursos disponível confirmou-se como uma folga que reduz a possibilidade de declínio. As contribuições desta pesquisa se estendem a aspectos teóricos e práticos do declínio organizacional. Esse novo olhar lançado sobre o desempenho das empresas brasileiras a partir de uma investigação das empresas que declinaram durante um período considerado de crescimento desmistifica o senso comum sobre o declínio dessas empresas a partir de explicações pautadas em dados concretos e substanciais.

Palavras-chave: Declínio Organizacional. Fusões e Aquisições. Integração Vertical. Folga de Recursos.

1 INTRODUÇÃO

Apesar dos esforços de alguns autores a partir da década de 1990 em aprofundar as pesquisas em declínio e assuntos relacionados, ainda estamos longe de compreendermos e explicarmos por que empresas admiradas e bem-sucedidas declinam (Serra, Ferreira, & Almeida, 2013). Os estudos organizacionais têm privilegiado pesquisas orientadas para o crescimento (Torres, Serra, Ferreira, & Menezes, 2011), ignorando a contribuição que um estudo dessa natureza possa trazer para a sobrevivência das organizações (McKinley, Latham, & Braun, 2014).

O declínio organizacional, no seu extremo, leva à falência. No Brasil, o Indicador Serasa Experian de Falências e Recuperações (2016) apontou que, em 2016, foram realizados 1852 pedidos de falência no Brasil, sendo decretadas 721, foram 1863 recuperações judiciais requeridas. Dadas as peculiaridades do Brasil, as situações vivenciadas pelas empresas brasileiras que enfrentam ou enfrentaram o declínio podem diferir em relação às empresas no resto do mundo e, principalmente, em relação às empresas nos países desenvolvidos, nos quais se desenvolve a maioria dos estudos. Entender o declínio no contexto das especificidades nacionais e regionais nas quais as empresas estão inseridas se faz necessário. Tomamos o exemplo de mercados emergentes da América Latina, com suas idiossincrasias culturais, políticas e institucionais (Rugman, Oh, & Lim, 2012), que devem ser pesquisadas como parte do contexto em que o declínio pode ocorrer.

Diante disso, propomos a seguinte questão de pesquisa: qual o impacto de ações (F&A, integração vertical) e da folga de recursos sobre o declínio nas empresas brasileiras de grande porte? Para responder essa questão desenvolvemos um estudo empírico quantitativo, com dados coletados de fonte secundárias e testados a partir da análise de regressão, para avaliar o impacto dessas variáveis com o declínio organizacional.

É relevante compreender o impacto das F&A, integração vertical e folga de recursos. A integração vertical é uma decisão estratégica tradicional dos negócios, que permite a internalização de recursos, ela é influenciada pelo contexto, podendo ser analisada sob o ponto de vista de adaptação ao ambiente intitucional. Outra decisão estratégica usual, e considerada a “estratégia preferida dos CEOs”, é a de F&A. Ainda, as empresas possuem recursos organizacionais considerados folgas que também envolvem decisões relacionadas aos usos estratégicos dos recursos disponíveis internamente ou externamente à empresa. Todas estas decisões ou uso de recursos podem ter impacto no declínio organizacional.

2 MODELO CONCEITUAL E HIPÓTESES

As variáveis F&A, a integração vertical e folga de recursos compõem o grupo de hipóteses dessa pesquisa. A opção por analisar ações que têm relação com os recursos organizacionais se justifica dada a importância que os recursos organizacionais têm para o desempenho das empresas, argumento este defendido em muitos estudos. Quando as empresas possuem recursos superiores, elas tendem a apresentar melhores resultados, assim, a qualidade dos recursos possuídos pelas empresas afeta seu estado organizacional (Norman, Butler, & Ranft, 2013). A importância dos recursos para as organizações tem tido um destaque na literatura da RBV–Visão Baseada em Recursos, porém precisa ser melhor explorada no fenômeno do declínio organizacional. O processo pelo qual as empresas obtêm ou desenvolvem e combinam recursos para criar e manter a vantagem competitiva não é bem entendido (Sirmon, Hitt, & Ireland, 2007). A exploração dos recursos da empresa e sua gestão podem explicar os resultados sobre o desempenho. Nesse sentido, esta pesquisa busca entender como as variáveis F&A, a integração vertical e a folga de recursos têm impacto sobre o declínio das empresas brasileiras.

2.1 F&A e o declínio organizacional

Do ponto de vista econômico, as fusões e aquisições são uma das principais formas de promover o crescimento organizacional de maneira rápida, e é a estratégia de crescimento preferida pelos executivos. Hitt, Ireland e Harrison (2005) apontam que muitas aquisições têm sido realizadas para alcançar economias de escala, escopo e poder de mercado, além de projetar a empresa como tendo crescimento rápido. No entanto, os resultados dessa estratégia são incertos e nem sempre alcançam o esperado. Muitas vezes são pagos altos prêmios por uma aquisição de uma empresa que no futuro gera resultados ruins. Apesar de sua popularidade, a maioria delas falha na melhoria do desempenho (Hitt *et al.*, 2005) e oferecem riscos substanciais (Wan e Yiu, 2009). Talvez por isto, a pesquisa em F&A tem se focado no desempenho (Ferreira, Santos, Almeida, & Reis, 2014).

Existe uma quantidade significativa de estudos, porém não existe um consenso em relação à influência positiva ou negativa quando comparado o desempenho pré ou pós-F&A (Ferreira *et al.*, 2014). Laamanen e Keil (2008) verificaram em sua pesquisa que uma alta taxa de aquisições está relacionada com desempenho negativo. Wan e Yiu (2009) examinando o impacto das aquisições em ambiente de crise, mostraram que as aquisições das empresas estão relacionadas ao desempenho negativo pós-crise ambiental.

Todo o processo envolvido nas F&A é complexo, e as causas relacionadas ao mau desempenho e que podem levar ao declínio são diversas (Hambrick & D’Aveni, 1998). Dentre elas, a má seleção da empresa-alvo, a falta de integração com a empresa adquirida, diferenças culturais mal administradas (Child, Faulkner, & Pitkethly, 2001) e dívidas excessivas em função do esforço na aquisição (Haspeslagh & Jemison, 1991). Pelo argumento apresentado, as F&A, como estratégia preferencial para o crescimento das empresas, tem apresentado resultados negativos e que podem levar ao declínio organizacional.

H1: As F&A estão positivamente relacionadas ao declínio organizacional.

2.2 Integração vertical e o declínio organizacional

A integração vertical consiste na internalização de trocas que seriam realizadas em mercados abertos (D'Aveni & Ilinitch, 1992), a qual pode se desenvolver a montante (*upstream/backward*) ou à jusante (*downstream/forward*). Tem sido uma das estratégias mais estudadas, e foi dominante até a década de 1970 (Zhang, 2013). A partir da década de 1970, com os mercados institucionalmente mais desenvolvidos, sobretudo nas indústrias maduras e estáveis, as empresas começaram a experimentar crescentemente a desintegração, comprando fornecedores em diversos setores (Feenstra, 1998; McKendrick, Doner & Haggard, 2000). A fragmentação da produção aconteceu como uma forma de especialização, proporcionando formas híbridas de governança, e pela própria escolha pelo mercado em detrimento da hierarquia (Martins, Serra, Ferreira, Leite & Li, 2010). A decisão pela desintegração vertical é motivada pela possibilidade de redução de custos, redução de tempo de desenvolvimento de produtos e acesso ao mercado, e pelo aumento da flexibilidade organizacional (Zhang, 2013).

O contexto institucional influencia as escolhas estratégicas das empresas (Peng, Sun, Pinkham, & Chen, 2009). Os mercados emergentes, como o brasileiro, experimentaram um progresso significativo em suas instituições econômicas ou de suporte ao mercado (North, 1990), como proteção adequada aos direitos de propriedade e sistema bancário desenvolvido, além do progresso da infraestrutura tecnológica e logística. Sendo assim, nas empresas maduras e menos sujeitas a flutuações dinâmicas de mercado, existe a tendência de desintegração vertical. As empresas mais integradas, por outro lado, correm maior risco de declinar.

As perdas de vantagens da integração vertical excessiva em relação ao contexto acontecem em virtude do aumento dos custos gerenciais de coordenar os diversos estágios de integração da cadeia de valor, pelo eventual desbalanceamento da cadeia de valor que pode levar à subutilização de recursos organizacionais, pela redução da flexibilidade de resposta ao ambiente, pela dificuldade de comunicação e controle entre os elos da cadeia e pela dificuldade de manter os investimentos para ter a tecnologia atualizada (Harrigan, 1984).

H2: A integração vertical está positivamente relacionada ao declínio organizacional.

2.3 O efeito moderador do dinamismo do setor

Nessa pesquisa classificamos setores dinâmicos como setores menos estáveis, partimos da definição do oposto, ou seja, um setor estável é aquele em que as preferências dos clientes, tecnologias e dinâmica competitiva mudam pouco (Henderson, Miller & Hambrick, 2006). Consideramos que o dinamismo do setor influencia o desempenho e modera a relação das F&A e da integração vertical em relação ao declínio das empresas em um país emergente. Em um país emergente, apesar do progresso no ambiente institucional brasileiro, os setores de ambientes mais dinâmicos que lidam com ambiente tecnológico e a incerteza de demanda podem ter vantagens na integração vertical e nas F&A, pela maior possibilidade de adaptação ao ambiente na dificuldade de encontrar fornecedores específicos e flexibilidade no mercado. Em ambientes de inovação, por exemplo, o acesso a ativos complementares faz diferença. As escolhas estratégicas devem estar adequadas ao contexto institucional no qual operam (Peng, Lee, & Wang, 2005), ainda assim, o efeito moderador do dinamismo do setor sobre a relação F&A e integração vertical em determinados contextos institucionais tem sido pouco estudado (Wan & Yiu, 2009).

Em se tratando das F&A, em empresas que operam em setores dinâmicos a demanda por novos recursos é ainda maior para se adaptar às demandas ambientais. Os recursos existentes nas empresas podem ser insuficientes para produzirem a recuperação necessária, então a busca por recursos externos pode ser uma alternativa para melhorar o desempenho. Morrow, Sirmon, Hitt, & Holcomb (2007), no estudo sobre as ações estratégicas tomadas pelas empresas em declínio, argumentam que para fazer grandes mudanças as empresas necessitam obter níveis significativos de novos recursos, podendo ser feita através de F&A e tem efeitos positivos sobre o desempenho. Nesse sentido, apesar das taxas de insucesso

atribuídas ao processo de F&A, quando realizadas em setores mais dinâmicos, terão um efeito negativo sobre o declínio das empresas. Sendo assim, é aceitável considerar que o dinamismo do setor no qual a empresa opera é um relevante fator moderador entre F&A e declínio organizacional, pois à medida que a empresa realiza uma F&A, ela terá mais recursos disponíveis para lidar com as demandas e imprevisibilidade do setor.

H3a: A relação positiva entre F&A e declínio organizacional é moderada negativamente pelo dinamismo do setor, ou seja, o efeito das F&A sobre o declínio tende a ser menor quando o dinamismo aumenta.

Como foi mencionado anteriormente, em economias emergentes, a internalização de certas atividades pode ser importante para resolver falhas no fornecimento de matérias primas e produtos, logística (Li, Ramaswami, & Petit, 2006). Apesar da evolução institucional, algumas empresas para competir, sobretudo nos ambientes de fornecimento cíclico ou tecnológicos, precisam integrar a cadeia para o acesso a recursos próprios (Lajili, Madunik, & Mahoney, 2007). Por exemplo, no Brasil o caso da Riachuelo, empresa de moda que adapta as ofertas em volume e qualidade no varejo, a partir de uma cadeia de valor integrada e flexível (Coldibeli, 2015). Esta também é uma situação usual em setores em que a tecnologia exige ativos específicos (Afuah, 2001). Em condições de incerteza de fornecimento, a integração vertical pode ser uma opção estratégica interessante (Lajili *et al.*, 2007).

H3b: A relação positiva entre integração vertical e declínio organizacional é moderada negativamente pelo dinamismo do setor, ou seja, o efeito da integração vertical sobre o declínio tende a ser menor quando o dinamismo aumenta.

2.4 Folga de recursos e o declínio organizacional

A folga de recursos (*slack*) consiste no excedente de recursos além do necessário para manter o funcionamento das organizações. Ela é classificada em três dimensões inter-relacionadas mas conceitualmente distintas, que são a folga disponível, folga recuperável e folga potencial (Bourgeois III, 1981, 1983). Optamos por medir as folgas separadamente, visto que cada uma delas exibe certas peculiaridades. Por exemplo, o estudo de Ju e Zhao (2009) mostra que a folga disponível teve um efeito positivo no desempenho das empresas pesquisadas, enquanto a folga recuperável apresentou um efeito inverso.

Marlin e Geiger (2015) defendem que o benefício da folga disponível é que as empresas conseguem se arriscar sabendo que os recursos ainda permanecerão mesmo se a experimentação falhar. Ela permite melhor desempenho das empresas no processo de internacionalização (Dutta, Malhotra, & Zhu, 2016). Fornece a flexibilidade necessária durante os períodos de incerteza, proporcionando aos gestores os recursos para tirar proveito das oportunidades e resolver demandas imprevistas de crescimento (Guha, 2016), podendo aliviar as restrições de capital e melhorar as escolhas estratégicas dos gestores (Mousa, Marlin, & Ritchie, 2013), também pode proteger a organização da morte (Kraatz & Zajac, 2001). A folga disponível é especialmente benéfica para os gestores de empresas em declínio nos anos imediatamente anteriores a decretarem a falência (Guha, 2016). Construímos nossa hipótese sobre as evidências encontradas na maioria dos estudos anteriores de folga.

H4a: A folga de recursos disponível está negativamente associada ao declínio organizacional.

A folga potencial consiste na capacidade da organização de gerar recursos extras/adicionais provindos do ambiente organizacional, (Bourgeois III, 1981, 1983). Ao contrário da folga disponível e recuperável, a existência de folga potencial não deve, por sua própria natureza, levar a problemas de uso indevido porque este componente de folga consiste em recursos que estão apenas potencialmente disponíveis para a empresa e atualmente não utilizados (Marlin & Geiger, 2015). Esse tipo de folga encoraja a inovação porque os riscos da experimentação são protegidos quando o potencial de acesso a recursos externos existe, sugerindo uma relação positiva entre a folga potencial e a inovação (Geiger & Cashen, 2002). Uma empresa com um baixo nível de folga potencial é financeiramente limitada, e não pode

fazer um investimento devido ao alto custo de aquisição de fundos ou à falta de disponibilidade de fundos externos (Guha, 2016). Essa folga fornece a capacidade para a empresa buscar novos investimentos e oportunidades que podem levar à melhoria no desempenho (Ju & Zhao, 2009).

H4b: A folga de recursos potencial está negativamente associada ao declínio organizacional.

A folga recuperável consiste em recursos que já foram absorvidos dentro do sistema como excesso de custos, mas podem ser recuperados durante períodos adversos (Bourgeois III, 1981, 1983). Por exemplo, algumas empresas mantêm mais funcionários do que o necessário para suportar os altos e baixos da demanda e da atividade empresarial. Em geral, isso aumenta os gastos mas também fornece um “colchão” para assegurar a eficácia se a demanda aumentar (Marlin & Geiger, 2015). A literatura sobre inovação está repleta de histórias de descobertas ao acaso que resultaram da folga, como a descoberta do Post-it na 3M (Nohria & Gulati, 1996), essa folga pode ser considerada uma folga recuperável de tempo. Portanto, a folga recuperável são recursos de qualquer tipo que possam ser recuperados para influenciar o desempenho ao longo de um ciclo no qual as atividades do gerente são desenvolvidas (Wang, Sun, Yu, & Zhang, 2014).

H4c: A folga de recursos recuperável está negativamente associada ao declínio organizacional.

3 MÉTODO

Para atingir o objetivo dessa pesquisa, adotamos o método de pares combinados (*matching-pairs*), que consiste em selecionar pares de empresas comparáveis, de modo que cada empresa do par se diferencie em uma dimensão específica (Collins & Hansen, 2012). O pesquisador pode combinar uma amostra de empresas que exibem um fenômeno de interesse com um grupo de empresas-controle que têm similar característica, mas não exibem o fenômeno de interesse, e comparar os resultados (Certo & Semadeni, 2006). Esse método é bastante utilizado nas pesquisas de declínio organizacional, como por exemplo no trabalho de Hambrick e D’Aveni (1988), um dos mais citados na pesquisa de declínio organizacional.

3.1 Universo e amostra da pesquisa

O universo dessa pesquisa é composto por empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na BM&FBOVESPA, entre 1997 a 2008. Esse período foi selecionado para que o declínio das empresas fosse analisado em um ambiente geral de estabilidade, evitando o efeito crise. Antes de 1997, o Brasil ainda se ajustava ao processo de abertura econômica, e as empresas viviam o reflexo desse processo, iniciado no final da década de 1980. Após o ano de 1997, o Brasil enfrentava um cenário favorável, e as empresas brasileiras vivenciavam um ambiente econômico nacional e internacional estável e propício ao crescimento. Os dados da pesquisa vão até 2008, pois, a partir daquele ano, a economia passou a sentir os reflexos da crise internacional.

Para desenvolver o *matching-pairs*, compomos a amostra com um grupo de empresas que declinaram e não declinaram. Para classificar as empresas do grupo que declinaram, nos apropriamos do conceito mais adotado por pesquisadores desse tema, que caracterizam o declínio como uma diminuição dos recursos da empresa, sejam eles matérias, humanos ou financeiros. Empresas em declínio são aquelas que experimentaram uma queda mais de 5% nas receitas durante um determinado período de tempo (Cameron, Kim, & Whetten, 1987). Seguindo esse critério, o grupo de empresas que declinaram deveriam apresentar ROA (retorno sobre ativo) negativo e/ou apresentar queda no ROA; e apresentar lucro líquido negativo e/ou queda no lucro líquido, por três anos consecutivos. Pesquisas anteriores também se utilizaram de medidas financeiras para definir empresas que declinaram. Barker III e Mone (1994) consideraram na sua amostra empresas declinantes aquelas que tiveram pelo menos dois anos consecutivos de declínio do desempenho, medido por reduções no ROI- Retorno

sobre o Investimento, medida esta também utilizada por Robbins e Pearce (1992). Conforme os critérios estabelecidos selecionamos 60 empresas, desse total excluímos 17 empresas, que tiveram o registro cancelado na BM&FBOVESPA, restando 43 para compor a amostra do grupo de empresas que declinaram. Os dados levantados para essa análise foram coletados na base de dados da Economática.

Após a seleção do grupo de empresas que declinaram, iniciamos o processo de seleção do grupo de empresas que não declinaram, para viabilizar o *matching-pairs*. Selecionamos para esse grupo 40 empresas. Os dois grupos de empresas deveriam fazer parte de setores correspondentes, para que fosse possível fazer uma análise *matching-pairs* coerente.

Tabela 1: Amostra da Pesquisa (declinaram/não declinaram)

Setores	Declinaram	Não declinaram
Consumo não Cíclico	Caf Brasília, Excelsior, Leco, Marambaia, Minupar, Oderich, Vigor	Josapar, Souza Cruz.
Construção e Transporte	Chiarelli; Haga S/A, Portobello.	Eternit
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Pet Manguinho.	
Materiais Básicos	Eluma, Eucatex, Gazola, Klabin, Micheletto, Rimet, Sansuy, Semp.	Aliperti, Celul Irani, Elekeiroz, Ferbasa, Fibam, Fibria, Mangels Indl, Met Duque, Metal Iguaçu, Panatlantica, Suzano Papel, Tekno, Uniminas.
Bens Industriais	Aco Altona, Arteb, Celm, D F Vasconc, Recrusul, Riosulense, Trafo.	Bardella, Baumer, DHB, Forja Taurus, Fras-Le, Inds Romi, Inepar, Kepler Weber, Marcopolo, Metisa, Nordon Met, Randon Part, Tupy, Wetzell S/A.
Consumo Cíclico	Arthur Lange, Botucatu Tex, Buettner, Cambuci, Estrela, F Guimaraes, Fab C Renaux, Hercules, IGB, Santanense, Schlosser, Tec Blumenau, Tecel S Jose, Tectoy, Teka, Tex Renaux, Vicunha Textil.	Alpargatas, Bic Monarc, Cedro, Cia Hering, Dohler, Ind Cataguas, Karsten, Nadir Figuei, Vulcabras.

Fonte: Elaborada pelos autores.

3.2 Procedimento de coleta de dados

Coletamos os dados em fontes secundárias, como as bases Economática para a coleta dos dados econômicos e financeiros e a *Thomson One* para dados referentes ao processo de F&A. Consultamos o formulário de referência das empresas, disponível no *site* da CVM, para coletar informações acerca da idade e da propriedade (familiar ou não familiar), como também acerca das atividades das empresas e o negócio em que elas atuam, informações necessárias para medir a variável integração vertical. Consultamos os *sites* das empresas, além de jornais, boletins e outros documentos. Para a análise dos dados utilizamos o *software* IBM-SPSS v.20.

3.3 Variável dependente

A variável dependente desse estudo é declínio organizacional. Foi medida por uma variável dicotômica igual a 1 para o grupo de empresas que declinaram, e 0 para o grupo de empresas que não declinaram. O relacionamento das hipóteses testamos pela análise de regressão logística. Essa técnica também foi utilizada em estudos anteriores, ao analisar o relacionamento entre declínio organizacional e inovação, Latham e Braun (2009) testaram a relação das variáveis, por meio da variável binária falência e sobrevivência.

3.4 Variáveis independentes

Para mensurar as F&A levantamos na base de dados *Thomson One* as F&A realizadas pelas empresas da amostra. A variável F&A foi medida por meio de uma variável *dummy*, assumindo o valor 1 para as empresas que realizaram uma ou mais F&A, e 0 para as empresas que não realizaram F&A, essa medida também foi utilizada por Norman *et al.*, (2013). A

integração vertical foi mensurada tomando como base os estudos de Harrigan (1986). Classificamos como integradas verticalmente as empresas que englobavam tanto as atividades de produção da matéria prima (*backward*) e/ou distribuição/comercialização dos produtos (*forward*). Para essa classificação, consultamos no formulário de referência das empresas, disponível no *site* da CVM, no item que descreve as atividades das empresas, identificamos as atividades desenvolvidas por cada empresa durante os anos de 1997 a 2008. Classificamos as empresas individualmente como integradas verticalmente ou não, medida por meio de uma variável *dummy*, assumindo o valor 1 para as empresas integradas verticalmente, e 0 para as empresas não integradas verticalmente. Esta medida também foi utilizada no estudo de Filatotchev & Toms (2003). Para mensurar folga de recursos esse estudo segue Bourgeois III (1981) e Bourgeois III e Singh (1983), que medem a folga de recursos a partir de três categorias: -folga disponível: identifica a quantidade de recursos que estão inutilizados e prontamente disponíveis para a empresa, medido pela razão entre ativo circulante e passivo circulante; -folga potencial: identifica a capacidade da empresa de gerar recursos adicionais a partir do ambiente, medido pela razão entre o passivo total e o patrimônio líquido; -folga recuperável: identifica a quantidade de excessos de custos incorporados na empresa que poderiam ser recuperados durante dificuldades financeiras, medido pela razão entre despesas com vendas e administrativas pela receita.

Para a variável moderadora dinamismo do setor, seguimos Serra, Três e Ferreira (2016), que classificaram os setores em menos dinâmicos e mais dinâmicos. Considerando que o dinamismo do setor consiste na taxa de imprevisibilidade da mudança no ambiente externo (Garg, Walters, & Priem, 2003), a partir da classificação de setores feita pela BM&FBOVESPA, classificamos os setores nos quais as empresas da amostra pertencem. Foram considerados setores dinâmicos aqueles setores menos estáveis, ou seja, mais imprevisíveis, e setores menos dinâmicos como setores mais estáveis, ou seja, mais previsíveis. O dinamismo do setor foi medido por meio de uma variável *dummy*, assumindo o valor 1 para as empresas inseridas no setor dinâmico e o valor 0 para as empresas inseridas no setor menos dinâmico.

3.5 Variáveis de controle

Consideramos o efeito da variável idade baseado no conceito de *liability of newness* (Stinchcombe, 1965), que defende que empresas mais novas estão em desvantagem em relação as mais velhas porque falta para elas experiência, laços externos e legitimidade, aumentando a probabilidade de elas deixarem de existir (Norman *et al.*, 2013). As empresas mais antigas teriam melhor capacidade organizacional que as mais novas, pois têm mais tempo para aprender através da experimentação e repetição (Rafiq, Salim, & Smyth, 2016). Os anos de operações das empresas foram medidos como uma proxy para a idade da empresa, sendo a contagem de tempo realizada a partir do ano de fundação da empresa até o ano de 2008. O tamanho da empresa é uma variável central em muitos estudos de declínio organizacional, sendo operacionalizada na maioria dos trabalhos pelo número de funcionários, vendas ou ativo total da empresa. Nesta pesquisa, adotamos o ativo total como indicador dessa variável e sua medida foi dada em Real (R\$), sendo os dados coletados na base de dados Econômica. Para a variável de controle propriedade da empresa que consiste em classificar se a empresa é controlada por um grupo familiar ou não, consultamos o formulário de referência das empresas também disponível na CVM, o item que indica as relações familiares existentes entre os gestores. Verificamos individualmente as empresas para identificarmos as relações familiares entre os membros gestores, conforme indicado nesse formulário; quando havia parentesco entre os gestores, considerávamos a empresa como familiar. Essa variável foi medida por meio de uma variável *dummy*, assumindo o valor 1 para as empresas familiares e o valor 0 para as empresas não familiares. Como os dados foram

coletados para 12 anos diferentes, foi também necessário controlar o efeito do ano, seguindo pesquisas anteriores (Norman *et al.*, 2013).

4 RESULTADOS

A Tabela 2 apresenta o resultado das correlações, o que mostra que não existe nos resultados correlação que sugere um problema de multicolinearidade.

Tabela 2: Matriz de Correlação

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 Declínio	1									
2 F. disponível	-,466**	1								
3 F. potencial	,037	,082**	1							
4 F. recuperável	,233**	-,132**	-,079*	1						
5 Integ. vertical	-,120**	,159**	,064*	-,099**	1					
6 F&A	-,104**	,119**	,171**	-,130**	,005	1				
7 Dinam. setor	,184**	-,074*	-,016	,137**	,161**	-,035	1			
8 Idade	-,056	,081*	-,126**	,060	-,024	-,052	,189**	1		
9 Tamanho	-,396**	,321**	,243**	-,325**	,306**	,506**	-,060	-,031	1	
10 Propriedade	-,092**	,010	,059	-,021	-,157**	,069*	,138**	-,019	-,053	1

Fonte: Elaborado pelos autores. **Correlação é significativa ao nível de 0,01. *Correlação é significativa ao nível de 0,05.

Tabela 3: Resultado da Regressão Logística para Declínio

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
F&A		,906***	,922***	1,435***		1,240***
Integ. vertical		,289*	,075		,079	,411**
Folga disponível		-,824***	-,794***			-,778***
Folga potencial		,000	,000			,000
Folga recuperável		-,021	-,025			-,013
Dinam. do setor			1,340***	1,460***	2,359***	2,725***
Din. setor x F&A				-,945***		-,997**
Din. setor x vertic					-,1548***	-,1492**
Idade da Empresa	-,006**	-,005*	-,013***	-,015***	-,014***	-,014***
Tamanho da empresa	-,677***	-,791***	-,822***	-,941***	-,702***	-,869***
Propriedade	-,744***	-,917***	-,1247***	-,1146***	-,1004***	-,1188***
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N	991	975	975	991	991	975
Chi ²	190,233***	357,264***	405,933***	274,416***	259,662***	422,518***
R ²	,233	,409	,454	,323	,307	,469

Fonte: Elaborado pelos autores. *, **, *** denota significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Na Tabela 3 apresentamos os resultados da influência das variáveis testadas sobre declínio organizacional. O modelo 1 contém todas as variáveis de controle, todas elas foram significantes na análise, apresentando uma relação negativa ao declínio. Esse resultado indica que, apesar de serem variáveis de controle, o tamanho da empresa, a idade e o controle familiar possuem um efeito negativo sobre o declínio organizacional. O modelo 2 inclui as variáveis de controle e as variáveis independentes. Nesse modelo as variáveis de controle bem como a variável independente folga disponível tiveram um efeito significativo e negativo sobre o declínio organizacional. As variáveis F&A e integração vertical tiveram um efeito significativo e positivo sobre o declínio organizacional. As variáveis folgas potenciais e recuperáveis não foram significativas. Esses resultados empíricos suportam as hipóteses H1, H2 e H4, o que indica que as F&A e a integração vertical afetam positivamente o declínio, e a folga disponível afeta negativamente o declínio nas empresas pesquisadas. O modelo 3 inclui as variáveis de controle, as variáveis independentes e a variável moderadora dinamismo do setor. Nesse modelo as variáveis de controle e a variável independente folga disponível tiveram um efeito significativo e negativo sobre o declínio organizacional, enquanto que as

variáveis F&A e dinamismo do setor tiveram um efeito significativo e positivo. As variáveis integração vertical, as folgas potenciais e recuperáveis não foram significativas. Esses resultados empíricos suportam a hipótese H1, o que indica que as F&A afetam positivamente o declínio, e a hipótese H4a, que indica que a folga disponível afeta negativamente o declínio nas empresas pesquisadas.

Nos modelos 4 e 5, adicionamos separadamente o efeito moderador do dinamismo do setor: no Modelo 4 sobre as F&A e no Modelo 5 sobre a integração vertical. Os resultados no modelo 4 indicam que as variáveis de controle e a variável F&A moderada pelo dinamismo do setor tiveram um efeito significativo e negativo sobre o declínio organizacional, enquanto que as variáveis F&A e dinamismo do setor tiveram um efeito significativo e positivo sobre o declínio organizacional. Esses resultados suportam a hipótese H3a, que indica que a relação positiva entre F&A e declínio organizacional é moderada negativamente pelo dinamismo do setor. Esses resultados também suportam a hipótese H1, que indica uma relação positiva entre F&A e declínio organizacional. No modelo 5 os resultados indicam que as variáveis de controle e a variável integração vertical moderada pelo dinamismo do setor tiveram um efeito significativo e negativo sobre o declínio organizacional, enquanto que a variável dinamismo do setor teve um efeito significativo e positivo. A variável independente integração vertical não teve significância. Esses resultados suportam a hipótese H3b, que indica que a relação positiva entre integração vertical e declínio organizacional é moderada negativamente pelo dinamismo do setor.

O modelo 6 é o modelo completo com todas as variáveis e interações incluídas. Nele os resultados indicam que as variáveis de controle tiveram um efeito significativo e negativo sobre o declínio organizacional, bem como as variáveis folga disponível e dinamismo do setor moderando as variáveis integração vertical e F&A. As variáveis integração vertical, as F&A e o dinamismo do setor tiveram um efeito positivo sobre o declínio organizacional. As variáveis independentes folga potencial e folga recuperável não tiveram significância. Portanto, esse estudo confirmou as hipóteses H1, H2, H3a, H3b e H4a.

5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse estudo testou a relação das variáveis F&A, integração vertical e folga de recursos com o declínio organizacional. Essas variáveis têm em comum sua relação com os recursos organizacionais e foram selecionadas devido à importância que a gestão dos recursos tem para as empresas. De acordo com a visão baseada em recursos, os recursos são limitados (Barney, 1991), então supomos que as empresas que conseguirem gerenciar seus recursos de forma mais eficiente terão melhores desempenhos. Isso implica em decisões estratégicas e operacionais da empresa. Os resultados encontrados são esclarecedores sobre o impacto que as variáveis F&A, integração vertical e folga de recursos têm sobre o declínio das empresas pesquisadas, o teste que mensurou a relação dessas variáveis, mostrou que existem diferenças significantes entre essas variáveis e o declínio das empresas pesquisadas. O impacto positivo das F&A sobre o declínio das empresas pesquisadas reforça o que é apontado pela literatura, que defende que, apesar de existir uma forte tendência das empresas recorrerem às F&A como forma de obterem crescimento rápido, nem sempre os ganhos para as empresas atendem ao esperado. Quanto à integração vertical, os achados dessa pesquisa mostraram que ela afeta o declínio organizacional. Por outro lado, o que observamos nos negócios é que há empresas aumentando suas apostas na integração vertical e levando para dentro de casa processos que antes estavam nas mãos de terceiros. O resultado desta pesquisa levanta o questionamento sobre em que condições a integração vertical pode trazer benefícios para as empresas.

Apesar do expressivo crescimento no número de F&A, tanto em níveis globais como no Brasil, os resultados encontrados nessa pesquisa indicam que a possibilidade de declínio das empresas aumenta com as F&A. No Brasil, o processo de abertura econômica e as

mudança nas leis para desregular os fluxos de comércio internacional contribuíram para o aumento das F&A. No entanto, há evidências consideráveis da prática de negócios de que muitas atividades de F&A não têm êxito (Homburg & Bucerius, 2006). O resultado confirma os achados de pesquisas anteriores sobre F&A, visto que a maioria dos estudos descobriram que as F&A em geral são prejudiciais ao desempenho da empresa (Wan & Yiu, 2009). Porém não investigamos em que situações e condições as F&A das empresas da amostra foram realizadas, como por exemplo a experiência que essas empresas tinham em relação a F&A, a proximidade do negócio com as empresas adquirentes, pois as aquisições relacionadas são menos arriscadas do que as aquisições não relacionadas (Park, 2003), como também se as F&A foram domésticas ou estrangeiras. Aquisições internacionais têm um efeito negativo sobre o desempenho devido à maior incerteza e complexidade em comparação com as aquisições domésticas (Cerrato *et al.*, 2016).

Um importante fator de sucesso das empresas em mercados em rápidas mudanças é a ambidesteridade, que consiste na capacidade de capitalizar um conjunto existente de recursos e capacidades (*exploitation*) e, ao mesmo tempo, desenvolver novas combinações de recursos (*exploration*) para atender às necessidades futuras do mercado (Hill & Birkinshaw, 2014). As F&A podem ter um desses objetivos ou os dois. Não investigamos, nessa pesquisa o objetivo que F&A buscaram alcançar e se isso impactou no resultado da relação entre F&A e o desempenho. Essa análise de certa maneira poderia explicar o efeito das F&A sobre o desempenho das empresas. O impacto positivo das F&A sobre o declínio reforçam os questionamentos apontados na literatura: por que as empresas realizam F&A? Elas são sempre o melhor meio de alcançar o crescimento? Essa pergunta é recorrente devido às altas taxas de insucesso das F&A. Poucos benefícios financeiros são obtidos pelas empresas após a aquisição e, muitas vezes, as empresas percebem a aquisição como um erro e, verificando esse erro, elas desinvestem, o que gera consequentemente uma perda substancial para elas (Brouthers & Dikova, 2010).

O declínio das empresas dessa pesquisa também foi acentuado pela integração vertical. Significativas pesquisas realizadas no âmbito de países desenvolvidos apontam a integração vertical como algo ruim para o desempenho das empresas, o que vai nesse caso de encontro ao resultado obtido no contexto das empresas brasileiras pesquisadas neste estudo. Essas pesquisas em países desenvolvidos apontam a estratégia de desintegração vertical como sendo a melhor alternativa, pois, segundo elas, os padrões complexos de integração vertical reduz a habilidade de as empresas adaptarem-se às mudanças em condições competitivas, aumentando o risco para os acionistas e credores no sentido de que a variabilidade no fluxo de caixa e retornos podem aumentar (D'Aveni & Ilinitich, 1992). Os resultados de algumas pesquisas sugerem, por exemplo, que o envolvimento em vários estágios de atividade integrada não pode ser sustentado ao longo de toda a vida de uma indústria com igual sucesso, além de que não é uma estratégia sem custos. Empresas integradas podem estar mais preocupadas com a manutenção das trocas verticais internas do que com a adaptação às mudanças ambientais (D'Aveni & Ilinitich, 1992). Nesse sentido a desintegração vertical se apresenta como estratégia eficaz, não somente porque transfere os custos da empresa para os fornecedores, mas também por criar valor econômico dentro da cadeia de abastecimento, permitindo a empresa explorar capacidades especializadas (Leiblein, Reuer, & Dalsace, 2002).

No caso brasileiro, em função dos altos custos de transação, do ambiente institucional complexo, da herança de processos trabalhistas e da falta de uma legislação bem definida, a integração vertical se torna atraente e pode ser, em alguns casos, uma alternativa positiva para o desempenho das empresas. Portanto, é importante avaliar em que contexto e condições a integração vertical é uma boa escolha, pois a teoria não afirma que é sempre relativamente mais eficiente internalizar operações (Martins, Serra, Leite, Ferreira, & Li, 2010). Isso aponta para a necessidade de melhor explorar a relação entre integração vertical e declínio

organizacional, considerando as especificidades das empresas da amostra, para que essa relação seja melhor explicada. Em parte, este efeito se apresenta explicado pela moderação com o dinamismo do setor, neste caso com atividades cíclicas, pelas incertezas causadas pelo ambiente institucional de um país emergente, em que as empresas estão inseridas em um ambiente dinâmico, o impacto que a integração vertical e as F&A têm sobre o desempenho pode ser diferente daquele quando as empresas não estão inseridas nesse ambiente.

Destacamos o efeito moderador do dinamismo do setor sobre a relação entre as F&A e a integração vertical e o declínio das empresas. Os setores em que as empresas atuam pode impactar nessa relação. Um ambiente dinâmico (incerto) vai exigir mais recursos de adaptação da empresa, aumentando a possibilidade de declinar. Essa análise, de certa forma, representa um avanço à literatura de F&A e integração vertical, visto que pesquisas anteriores que analisaram essas variáveis não dedicaram atenção devida ao contexto ambiental. A relação encontrada nessa pesquisa, quando moderamos pelo dinamismo do setor F&A foi negativa, o que se justifica visto que, em um ambiente dinâmico (incerto), muitas vezes os recursos das empresas provenientes do ambiente interno são insuficientes para prover as demandas desse ambiente em que as mudanças são constantes. Sendo assim, em ambientes de mercado dinâmicos ou incertos nos mercados emergentes, a aquisição de novos recursos a partir do ambiente externo melhora a capacidade da empresa para lidar com as incertezas desse ambiente, influenciando seu desempenho.

Uma descoberta também importante dessa pesquisa, foi o papel que a folga de recursos teve sobre o desempenho das empresas, e em especial o efeito negativo da folga disponível sobre o declínio das empresas pesquisadas. As variáveis folgas potenciais e recuperáveis não impactaram nessa relação, talvez pela maior atenção sobre recursos disponíveis e pela maior complexidade de medir e avaliar estes outros tipos de folga (Gradwohl & Fleck, 2015). Testamos as folgas separadamente, o que nos permitiu identificarmos a influência que cada uma delas exerceu no desempenho das empresas, trazendo uma melhor explicação para a relação controversa existente entre variável folga de recursos e declínio organizacional. Embora as três folgas possam ter diferentes implicações para o desempenho das empresas, falta uma teoria *a priori* sobre os diferentes efeitos dessas folgas, a maioria dos estudos supostamente aplica-se a ambos os tipos de folga (Tan & Peng, 2003). Esse impacto negativo da folga disponível sobre o declínio organizacional confirma estudos anteriores. Por exemplo, Levinthal (1991) defende que a falência representa uma crise de liquidez na qual a empresa não consegue cumprir as obrigações financeiras para com funcionários, fornecedores etc, uma vez que não há geração de caixa suficiente para isso. Porém, segundo esse autor, a crise será atenuada se a empresa tiver um grande estoque de ativos. Nessas condições, muitas empresas conseguirão sobreviver mesmo diante da crise devido ao capital organizacional acumulado do sucesso passado. Guha (2016) analisou a folga organizacional em empresas falidas ou sobreviventes e encontrou nessa pesquisa que a folga disponível e potencial diferem significativamente nas empresas falidas, a folga disponível das empresas falidas reduziu significativamente ao longo dos últimos cinco anos antes da falência.

Vanacker, Collewaert, & Zahra (2016) analisaram a relação da folga com o contexto institucional em empresas europeias. Pesquisas extensivas do relacionamento entre folga de recursos e desempenho foram desenvolvidas em economias desenvolvidas, poucas pesquisas atendem às economias em transição (Ju & Zhao, 2009). Apesar de terem se passado alguns anos dessa afirmação, observamos que ainda hoje os estudos de folga de recursos se concentram na sua grande maioria em países desenvolvidos. Porém, destacamos algumas pesquisas realizadas em economias em desenvolvimento, como, por exemplo, os estudos de Tan e Peng (2003), Tecles e Tabak (2010), Fadol, Barhem e Elbanna (2015), Wang *et al.* (2014), Wanke, Barros e Faria (2015), Pang, Shen, e Li (2011) e Peng *et al.* (2010). A maioria desses estudos foram em empresas chinesas. No Brasil, destacamos poucas pesquisas que

analisam a folga de recursos, com uma ressalva para os trabalhos de Wanke, Barros e Faria (2015), Gradwohl e Fleck (2015), Fleck e Sender (2004), Dallabona, Macohon, Zittei, e Lavarda (2013). Isso reforça a importância do estudo de folga de recursos no contexto das empresas brasileiras.

Outro ponto importante também a ser considerado aqui se refere ao que foi elucidado nos resultados dos testes com as variáveis de controle. Apesar de não ser usual a inclusão da discussão de variáveis de controle nos trabalhos, os resultados encontrados são interessantes. Por exemplo, a variável tamanho da empresa teve uma relação negativa com o declínio das empresas pesquisadas. A variável propriedade familiar nos revelou que empresas familiares declinam menos. A lealdade à família e a preocupação com a reputação sugere que a família tem forte incentivo para garantir rentabilidade à empresa (Anderson & Reeb, 2003). A variável idade nesta pesquisa mostrou que as empresas mais velhas declinam menos, o que confirma o conceito de *liability of newness*.

As contribuições desta pesquisa se estendem a aspectos teóricos e práticos do declínio organizacional. Esse novo olhar lançado sobre o desempenho das empresas brasileiras a partir de uma investigação das empresas que declinaram durante um período considerado de crescimento desmistifica o senso comum sobre o declínio dessas empresas a partir de explicações pautadas em dados concretos e substanciais. Além disso, esta pesquisa demonstra a importância de se desenvolver estudos no campo da estratégia, tanto em “cases” de sucesso como de insucesso, o que representa uma oportunidade a ser explorada por pesquisas futuras de estratégia no Brasil.

Estender os estudos de folga de recursos para o contexto das empresas brasileiras em declínio permitiu entendermos a influência que a folga exerce em um ambiente institucional diferente, no qual a escassez de recursos, sejam eles financeiros, humanos ou tecnológicos são mais acentuados do que nas empresas de países desenvolvidos. Pouco se sabe sobre o efeito da folga em economias em transição, sob a condição de forte concorrência e fraca infraestrutura do mercado financeiro (Tan & Peng, 2003). Muitas vezes, os estudos de folga de recursos ignoram as variáveis contextuais, sendo que localização e cultura podem influenciar o impacto que os recursos organizacionais e capacidades podem ter sobre o desempenho (Fadol *et al.*, 2015).

Os resultados desta pesquisa trazem à tona a importância dos recursos para o desempenho das empresas. Quando existe uma incompatibilidade entre as necessidades de recursos do ambiente e o investimento de uma empresa em recursos, a criação de valor e o desempenho deverão ser prejudicados. Em tais situações, as empresas muitas vezes fazem ajustes em seus recursos, com graus variados de sucesso (Norman *et al.*, 2013). Além disso, os resultados mostraram que o declínio não é um evento isolado, mas consequência de decisões importantes na empresa e de ações que elas tomam em relação aos seus recursos. O ambiente institucional da empresa também tem reflexo sobre esse fenômeno. Conforme apontado por Pang *et al.* (2011), o ambiente institucional tem desempenhado um importante papel nas escolhas estratégicas e no desempenho subsequente dentro de uma economia de transição.

A pesquisa em declínio organizacional é predominantemente quantitativa, o que aponta para a necessidade de pesquisas futuras que busquem conhecer o processo em si que envolve o declínio, pois estudos dessa natureza são incipientes, assim pesquisas qualitativas poderiam ser aplicadas. Este estudo também lançou um olhar sobre a importância de se analisar o contexto institucional nas decisões estratégicas, por exemplo, a integração vertical pode ser boa para empresa em dadas circunstâncias, ambientes ou países, porém pode não ser a melhor escolha para o caso das empresas brasileiras, devido às peculiaridades que envolvem o país. Isso tem implicações gerenciais. Mais do que seguir tendências, os gestores devem ter uma análise mais crítica no gerenciamento dos recursos.

REFERÊNCIAS

- Afuah, A. (2001). Dynamic boundaries of the firm : are firms better integrated in the face of off being vertically a technological change? *Academy of Management Journal*, 44(6), 1211–1228.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301–1328.
- Barker III, V. L., & Mone, M. A. (1994). Retrenchment: Cause of turnaround or consequence of decline? *Strategic Management Journal*, 15, 395–405.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120.
- Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo. (2016). Empresas Listadas. Recuperado em 20 maio, 2016, de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm.
- Bourgeois III, L. J. (1981). On the measurement of organizational slack. *Academy of Management Review*, 6(1), 29–39.
- Bourgeois III, L. J., & Singh, J. V. (1983). Organizational slack and political behavior among top management teams. *Academy of Management Proceedings*, 8(1), 43–49.
- Brouthers, K. D., & Dikova, D. (2010). Acquisitions and real options: The greenfield alternative. *Journal of Management Studies*, 47(6), 1048–1071.
- Cameron, K. S., Kim, M. U., & Whetten, D. A. (1987). Organizational effects of decline and turbulence. *Administrative Science Quarterly*, 32, 222–240.
- Certo, S. T., & Semadeni, M. (2006). Strategy research and panel data: evidence and implications. *Journal of Management*, 32(3), 449–471.
- Child, J., Faulkner, D., & Pitkethly, R. (2001). *The management of international acquisitions: Realizing their potential value*. New York: Oxford University Press.
- Coldibeli (2015). Dono da Riachuelo teve lições na política e quer ser Steve Jobs das roupas. Recuperado em 5 novembro, 2017, de <http://economia.uol.com.br/empreendedorismo/noticias/redacao/2015/07/20/dono-da-riachuelo-teve-licoes-na-politica-e-quer-ser-steve-jobs-das-roupas.htm>.
- Collins, J., & Hansen, M. T. (2012). *Vencedoras por opção*. São Paulo: HSM Editora.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2016). Consulta de Documentos de Companhias Abertas. Recuperado em julho 2016, de <http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/CiaAb/FormBuscaCiaAbOrdAlf.aspx>.
- Dallabona, L. F., Macohon, E. R., Zittei, M., & Lavarda, C. E. (2013). Antecedentes e efeitos da folga organizacional em empresas listadas na BM&FBOVESPA: análise sob as perspectivas contingencial e agência. In *Encontro Nacional da Anpad-Enanpad* (pp. 1–16).
- D’Aveni, R. A., & Ilinitich, A. (1992). Complex patterns of vertical integration in the forest products industry: Systematic and bankruptcy risks. *Academy of Management Journal*, 35(3), 596–625.
- Dawley, D. D., Hoffman, J. J., & Lamont, B. T. (2002). Choice situation, refocusing, and post-bankruptcy performance. *Journal of Management*, 28(5), 695–717.
- Dutta, D. K., Malhotra, S., & Zhu, P. (2016). Internationalization process, impact of slack resources, and role of the CEO: The duality of structure and agency in evolution of cross-border acquisition decisions. *Journal of World Business*, 51(2), 212–225.
- Fadol, Y., Barhem, B., & Elbanna, S. (2015). The mediating role of the extensiveness of strategic planning on the relationship between slack resources and organizational performance. *Management Decision*, 53(5), 1023–1044.

- Feenstra, R. (1998). Integration of trade and disintegration of production in the global economy. *The Journal of Economic Perspectives*, 12, 31-50.
- Ferreira, M. P., Santos, J. C., Almeida, M. I. R. de, & Reis, N. R. (2014). Mergers & acquisitions research: A bibliometric study of top strategy and international business journals, 1980-2010. *Journal of Business Research*, 67(12), 2550–2558.
- Filatotchev, I., & Toms, S. (2003). Corporate governance, strategy and survival in a declining industry: A study of UK cotton textile companies. *Journal of Management Studies*, 40(4), 895–920.
- Fleck, D.; Sender, G. (2004). *Folga Organizacional em Bancos Brasileiros*. In: Estudos em Negócios III. COPPEAD, Rio de Janeiro: Mauad.
- Garg, V. K., Walters, B. A., & Priem, R. L. (2003). Chief executive scanning emphases, environmental dynamism, and manufacturing firm performance. *Strategic Management Journal*, 24(8), 725–744.
- Geiger, S. W., & Cashen, L. (2002). A multidimensional examination of slack and its impact on innovation. *Journal of Managerial Issues*, 14(1), 68–84.
- Gradwohl, D., & Fleck, D. (2015). Folga organizacional: O construto, seu impacto e funções. Rio de Janeiro: UFRJ -COPPEAD.
- Guha, M. (2016). Organizational slack in declining firms and surviving firms. *Journal of Strategy and Management*, 9(1), 93–114.
- Hambrick, D. C., & D’Aveni, R. A. (1988). Large corporate failures as downward spirals. *Administrative Science Quarterly*, 33, 1–23.
- Harrigan, K. R. (1984). Formulating vertical integration strategies. *Academy of Management Review*, 9(4), 638-652.
- Harrigan, K. R. (1986). Matching vertical integration strategies to competitive conditions. *Strategic Management Journal*, 7(6), 535–555.
- Haspeslagh, P., & Jemison, D. (1991). *Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal*. New York: The Free Press.
- Henderson, A. D., Miller, D., & Hambrick, D. C. (2006). How quickly do CEOs become obsolete? Industry dynamism, CEO tenure, and company performance. *Strategic Management Journal*, 27(5), 447–460.
- Hill, S. a., & Birkinshaw, J. (2014). Ambidexterity and survival in corporate venture units. *Journal of Management*, 40(7), 1899–1931.
- Hitt, M., Ireland, D. & Harrison, J. (2005) Mergers and acquisitions: A value creating or value destroying strategy. In Hitt, M., Freeman, R. & Harrison, J. (Eds.) *Blackwell Handbook of Strategic Management*, 384-408.
- Homburg, C., & Bucerius, M. (2006). Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions? An analysis of the role of internal and external relatedness. *Strategic Management Journal*, 27(4), 347–367.
- Ju, M., & Zhao, H. (2009). Behind organizational slack and firm performance in China: The moderating roles of ownership and competitive intensity. *Asia Pacific Journal of Management*, 26(4), 701–717.
- Kraatz, M. S., & Zajac, E. J. (2001). How organizational resources affect strategic change and performance in turbulent environments: Theory and Evidence. *Organization Science*, 12(5), 632–657.
- Laamanen, T., & Keil, T. (2008). Performance of serial acquirers: Toward an acquisition program perspective. *Strategic Management Journal*, 29, 663–672.
- Lajili, K., Madunic, M., & Mahoney, J. T. (2007). Testing organizational economics theories of vertical integration. In *Research Methodology in Strategy and Management* (pp. 343-368). Emerald Group Publishing Limited.
- Latham, S. F., & Braun, M. (2009). Managerial risk, innovation, and organizational decline.

- Journal of Management*, 35(2), 258–281.
- Leiblein, M. J., Reuer, J. J., & Dalsace, F. (2002). Do make or buy decisions matter? The influence of organizational governance on technological performance. *Strategic Management Journal*, 23(9), 817–833.
- Levinthal, D. A. (1991). Random walks and organizational mortality. *Administrative Science Quarterly*, 36, 397–420.
- Li, M., Ramaswamy, K., & Pettit, P. B. (2006). Business groups, market failures, and corporate strategy: An integrative framework. *Asia Pacific Journal of Management*, 23(4), 559–577.
- Marlin, D., & Geiger, S. W. (2015). A reexamination of the organizational slack and innovation relationship. *Journal of Business Research*, 68(12), 2683–2690.
- Martins, R., Serra, F. R., Leite, A. L. D. S., Ferreira, M. P., & Li, D. (2010). Transactions cost theory influence in strategy research: a review through a bibliometric study in leading journals. *Journal of Strategic Management Education*, 6(3), 177–197.
- McKendrick, D., Doner, R. F., & Haggard, S. (2000). *From Silicon Valley to Singapore: Comparative Advantage in the Hard Disk Drive Industry*. Stanford Business Books.
- McKinley, W., Latham, S., & Braun, M. (2014). Organizational decline and innovation: Turnarounds and downward spirals. *Academy of Management Review*, 39(1), 88–110.
- Morrow, J. L., Sirmon, D. G., Hitt, M. A., & Holcomb, T. R. (2007). Creating value in the face of declining performance: Firm strategies and organizational recovery. *Strategic Management Journal*, 28, 271–283.
- Moulton, W. N., & Thomas, H. (1993). Bankruptcy as a deliberate strategy: theoretical considerations and empirical evidence. *Strategic Management Journal*, 14, 125–135.
- Mousa, F.-T., Marlin, D., & Ritchie, W. J. (2013). Configurations of slack and their performance implications: an examination of high-tech IPOs. *Management Decision*, 51(2), 225–247.
- Nohria, N., & Gulati, R. (1996). Is slack good or bad for innovation? *Academy of Management*, 39(5), 1245–1264.
- Nohria, N., & Gulati, R. (1997). What is the optimum amount of organizational slack? a study of the relationship between slack and innovation in multinational firms. *European Management Journal*, 15(6), 603–611.
- Norman, P. M., Butler, F. C., & Ranft, a. L. (2013). Resources matter: Examining the effects of resources on the state of firms following downsizing. *Journal of Management*, 39(7), 2009–2038.
- North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge university press.
- Pang, C., Shen, H., & Li, Y. (2011). How organizational slack affects new venture performance in China: a contingent perspective. *Chinese Management Studies*, 5(2), 181–193.
- Park, C. (2003). Prior performance characteristics of related and unrelated acquirers. *Strategic Management Journal*, 24(5), 471–480.
- Peng, M. W. (2002). Cultures, institutions, and strategic choices: Toward an institutional perspective on business strategy. *The Blackwell handbook of cross-cultural management*, 52–66.
- Peng, M. W., Lee, H., & Wang, Y. (2005). What determines the scope of the firm over time? A focus on institutional relatedness. *Academy of Management Review*, 30, 622–633.
- Peng, M. W., Sun, S. L., Pinkham, B., & Chen, H. (2009). The institution-based view as a third leg for a strategy tripod. *The Academy of Management Perspectives*, 23(3), 63–81.
- Peng, M. W., Li, Y., Xie, E., & Su, Z. (2010). CEO duality, organizational slack, and firm performance in China. *Asia Pacific Journal of Management*, 27(4), 611–624.

- Rafiq, S., Salim, R., & Smyth, R. (2016). The moderating role of firm age in the relationship between R&D expenditure and financial performance: Evidence from Chinese and US mining firms. *Economic Modelling*, *56*, 122–132.
- Robbins, D. K., & Pearce II, J. A. (1992). Turnaround: Retrenchment and recovery. *Strategic Management Journal*, *13*(4), 287–309.
- Rugman, A. M., Oh, C. H., & Lim, D. S. K. (2012). The regional and global competitiveness of multinational firms. *Journal of the Academy of Marketing Science*, *40*(2), 218–235.
- Serasa Experian. (2016). Indicador Serasa Experian de falências e recuperações. Recuperado em abril, 2017, de https://www.serasaexperian.com.br/release/indicadores/falencias_concordatas.htm
- Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas. (2013). Sobrevivência das empresas no Brasil. Recuperado em 10 maio, 2016, de https://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Sobrevivencia_das_empresas_no_Brasil=2013.pdf.
- Serra, F. A. R., Ferreira, M. P., & Almeida, M. I. R. (2013). Organizational decline: A yet largely neglected topic in organizational studies. *Management Research: The Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, *11*(2), 133–156.
- Serra, Três e Ferreira (2016). The CEO Effect on the performance of brazilian companies: An empirical study using measurable characteristics. *European Management Review*.
- Sirmon, D. G., Hitt, M. A., & Ireland, R. D. (2007). Managing firm resources in dynamic environments to create value: Looking inside the black box. *Academy of Management Review*, *32*(1), 273–292.
- Stinchcombe, A. L. (1965). Social structure and organizations. In J. Marsh (Ed.), *Handbook of Organizations*.
- Tan, J., & Peng, M. W. (2003). Organizational slack and firm performance during economic transitions: Two studies from an emerging economy. *Strategic Management Journal*, *24*(13), 1249–1263.
- Tecles, P. L., & Tabak, B. M. (2010). Determinants of bank efficiency: The case of Brazil. *European Journal of Operational Research*, *207*(3), 1587–1598.
- Torres, A. P., Serra, F. A. R., Ferreira, M. P., & Menezes, E. A. (2011). The decline of large brazilian companies. *Corporate Ownership & Control*, *8*(4), 214–224.
- Vanacker, T., Collewaert, V., & Zahra, S. A. (2016). Slack resources, firm performance, and the institutional context: Evidence from privately held European firms. *Strategic Management Journal*.
- Wan, W. P., & Yiu, D. (2009). From crisis to opportunity: environmental jolt, corporate acquisitions, and firm performance. *Strategic Management Journal*, *30*, 791–801.
- Wang, D., Sun, D., Yu, X., & Zhang, Y. (2014). The Impact of CEO duality and ownership on the relationship between organisational slack and firm performance in China. *Systems Research and Behavioral Science*, *31*, 94–101.
- Wanke, P., Barros, C. P., & Faria, J. R. (2015). Financial distress drivers in Brazilian banks: A dynamic slacks approach. *European Journal of Operational Research*, *240*, 258–268.
- Zhang, D. (2013). The revival of vertical integration: strategic choice and performance influences. *Journal of Management and Strategy*, *4*(1), 1–14.
- Zhong, H. (2011). The Relationship between slack resources and performance: an empirical study from China. *International Journal of Modern Education and Computer Science*, *3*(1), 1–8.