

RECESSÃO E DESEMPENHO: CRISES ECONÔMICAS NO CONTEXTO DA ESTRATÉGIA EMPRESARIAL

Autoria: Rafael Guilherme Burstein Goldszmidt, Flávio Carvalho de Vasconcelos

As recessões tem sido um constante tema de debate em Macroeconomia, tendo como unidade de análise essencial o país, ou, menos frequentemente, a indústria. Apesar da relevância do impacto deste tipo de crise sobre o desempenho das empresas, a discussão acerca dos efeitos de contrações da atividade econômica sobre firmas individuais tem sido negligenciada nos estudos de Estratégia Empresarial. Ainda não sabemos se há, de fato, um campo de interesse distinto para estudo sobre Estratégia durante recessões ou se os determinantes de vantagem competitiva durante períodos de estabilidade são os mesmos que protegem as empresas das crises econômicas.

Este trabalho teve como objetivo de começar a desvendar algumas destas questões, estudando o comportamento do desempenho das firmas durante um período de contração da atividade econômica. Mais especificamente, abordou-se a recessão norte-americana de 2001. Seus objetivos específicos incluíram: Decompor a variabilidade do impacto de uma recessão no desempenho financeiro das firmas nos efeitos firma e indústria e analisar o efeito da recessão sobre a posição relativa do desempenho das firmas, identificando se a crise amplifica as diferenças anteriores de performance ou redefine o ranking de desempenho das empresas.

A amostra de empresas analisada, proveniente da Compustat, incluía observações anuais entre 1998 e 2004 de 1548 empresas, das quais 510 atuantes em manufatura. O desempenho foi operacionalizado por três indicadores de natureza contábil. Um modelo multinível de curva de crescimento permitiu a análise do impacto da crise sobre o desempenho das empresas.

A decomposição da variabilidade do impacto da recessão sobre o desempenho indicou que o efeito firma é predominante, ou seja, a variação da performance na crise é determinada principalmente por características idiossincráticas das firmas e não por atributos dos setores em que estas atuam. No entanto, o efeito setor mostrou-se mais relevante durante a recessão do que em momentos de estabilidade econômica.

Os achados relativos à correlação entre o impacto da crise e o desempenho anterior das empresas indicaram que a recessão não amplificou as diferenças de desempenho existentes entre as firmas antes da crise, mas alterou a posição relativa de suas performances.

Esses resultados sugerem que características das firmas que oferecem vantagem competitiva em momentos de crescimento econômico não as tornam necessariamente menos sensíveis ao efeito de uma recessão. Em termos de implicações gerenciais, esses achados sugerem que as crises econômicas merecem atenção especial das firmas, e que um bom desempenho em momentos de estabilidade não assegura o sucesso durante a recessão. Apesar da amplitude do estudo, a amostra utilizada incluiu somente uma recessão, abrangendo apenas firmas que se mantiveram ativas entre 1998 e 2000, reduzindo o espectro de aplicações dos resultados auferidos.

1. INTRODUÇÃO

Recessões são eventos marcantes para as economias nacionais, assim como para o desempenho das firmas individuais (CABALLERO; HAMMOUR, 1994). Apenas na última década, a economia global sofreu dois grandes impactos dessa natureza, em 2001 (IMF, 2002) e 2008, sendo que os efeitos do último ainda não foram completamente superados (COURTOIS, 2010). Durante esse tipo de crise, em média uma em cada seis empresas não sobrevive (seja porque é adquirida ou entra em falência) e 80% não recuperam o nível anterior de crescimento de vendas e rentabilidade, mesmo três anos após a retomada do crescimento econômico (GULATI; NOHRIA; WOHLGEZOGEN, 2010).

Apesar da relevância da recessão para a atividade empresarial, o seu impacto sobre o desempenho das firmas individuais não é homogêneo e tem sido escassamente estudado (BROMILEY; NAVARRO; SOTILLE, 2008). Geroski e Gregg (1997) observaram, com base em dados de 2.300 grandes empresas britânicas, entre 1971 e 1993, que o desempenho de algumas empresas se reduz muito incisivamente durante o período de contração na atividade econômica, ao mesmo tempo que outras firmas se beneficiam. Enquanto as 400 firmas que sofreram o maior impacto na recessão de 1991 no Reino Unido perderam £3 bilhões em lucros, os 10% menos afetados tiveram um incremento total de £10 bilhões em seu resultado financeiro (GEROSKI; GREGG, 1997).

As recessões têm sido amplamente estudadas em macroeconomia, no contexto de ciclos de negócios – períodos intercalados de crescimento e contração da atividade econômica (BURNS; MITCHELL, 1946; ZARNOWITZ, 1985). Nesses estudos, o país é a unidade de análise básica, e o interesse principal consiste no desenvolvimento de políticas econômicas (GREGG; WADSWORTH, 2010). Com menor frequência, são tratadas na literatura as consequências do ciclo de negócios sobre o desempenho médio de diferentes indústrias (DOMOWITZ, HUBBARD; PETERSEN, 1988; ROTEMBERG; WOODFORD, 1992; MACHIN; VAN REENEN, 1993; NEKARDA; RAMEY, 2010).

Contudo, para o campo de estudos da Administração em geral, e especificamente para a Estratégia Empresarial, interessa compreender os efeitos da crise sobre as empresas individuais e não apenas sobre os agregados econômicos. No entanto, o comportamento do desempenho de empresas durante uma recessão tem sido pouco discutido, com escassos trabalhos empíricos sobre o tema (LATHAM; BRAUN, 2010). No final da década de 1980, Mascarenhas e Aaker (1989) destacavam a pouca atenção dada, na literatura acadêmica, ao efeito do ciclo de negócios sobre o desempenho das firmas. Mais de 20 anos após, Gulati, Nohria e Wohlgezogen (2010) e Navarro, Bromiley e Sottile (2010) enfatizam que essa limitação não foi superada.

Questões fundamentais, como a importância relativa do setor de atuação e das características individuais das empresas, há muito discutidas no campo da Estratégia Empresarial no que se refere ao desempenho médio das firmas (RUMELT, 1991), ainda não foram tratadas quanto ao impacto de uma recessão. Até o presente trabalho não tínhamos evidências empíricas que indicassem se os efeitos da contração da atividade econômica dependem basicamente da indústria em que a firma se insere, ou se variam principalmente em função de características idiossincráticas de cada empresa.

Até mesmo a comprovação da necessidade do desenvolvimento de estudos específicos em estratégia sobre crises econômicas é incipiente. Se o sucesso em momentos de estabilidade econômica assegura ou torna mais provável um bom desempenho durante a recessão, esta apenas amplificaria as diferenças de performance observadas antes da crise. Nesse caso, o estudo de estratégia em momentos de recessão se restringiria à análise dos determinantes de vantagem competitiva já consolidada na literatura (CROOK *et al.*, 2008). Bastaria à

empresas concentrar-se nos determinantes do desempenho durante o período de crescimento econômico, sem atenção especial à preparação para recessões.

No entanto, se as empresas com desempenho superior antes da recessão são vulneráveis à crise e se as firmas que se encontravam em posição inferior de rentabilidade no período pré-recessionário podem evoluir positivamente durante a contração da atividade econômica, torna-se relevante o estudo dos determinantes específicos do impacto da recessão sobre a performance das firmas, já que estes podem ser distintos daqueles que permitem o sucesso em ambientes econômicos estáveis. Os efeitos da crise poderiam, então, mudar a posição relativa de desempenho das firmas em relação às suas concorrentes.

Se os determinantes do desempenho superior num contexto econômico de crescimento não levam necessariamente ao sucesso durante a recessão, coloca-se naturalmente a questão de quais atributos idiossincráticos das firmas e quais estratégias estão associadas a um desempenho superior durante a contração da atividade econômica. Trata-se de compreender por que algumas empresas são mais afetadas do que outras durante a recessão.

Nesse contexto, o objetivo geral deste trabalho consiste em analisar o comportamento do desempenho das firmas durante uma recessão. Seus objetivos específicos incluem:

1. Decompor a variabilidade do impacto de uma recessão no desempenho financeiro das firmas nos efeitos firma e indústria.
2. Analisar o efeito da recessão sobre a posição relativa do desempenho das firmas, identificando se a crise amplifica as diferenças anteriores de performance ou redefine o ranking de desempenho das empresas.

Este trabalho traz três contribuições principais ao campo da Estratégia. Em **termos teóricos**, traz uma contribuição aos estudos sobre componentes da variância do desempenho ao estudar um tipo específico de flutuação macroeconômica – a recessão –, explorando o efeito ano e avançando sobre a lacuna acerca da dinâmica do desempenho ao longo do tempo na linha de estudos sobre determinantes da performance das firmas (RUMELT, 1991; MCGAHAN; PORTER, 1997). Enquanto uma ampla série de estudos empíricos (apresentada em revisões de literatura por ARMSTRONG; SHIMIZU, 2007; NEWBERT, 2007 e CROOK *et al.*, 2008) tem buscado compreender quais características dos setores (PORTER, 1980) e recursos (BARNEY, 1991) das firmas afetam seu desempenho médio, a dinâmica do desempenho ao longo do tempo e o efeito ano seguem largamente inexplorados.

Este trabalho avança ao tratar da lacuna sobre o efeito ano (MCGAHAN, PORTER, 1997), articulando duas linhas de estudos que tratam do efeito de recessões sobre o desempenho das firmas, porém que não têm sido discutidas em conjunto. A primeira, com foco no comportamento agregado dos setores (DOMOWITZ, HUBBARD; PETERSEN, 1988), negligencia a heterogeneidade das firmas que atuam em uma mesma indústria. A segunda, ainda incipiente, que se concentra nessa heterogeneidade, coloca em segundo plano o papel do setor (GEROSKI; GREGG, 1997; GULATI; NOHRIA; WOHLGEZOGEN, 2010; LATHAM; BRAUN, 2010; NAVARRO; BROMILEY; SOTTILE, 2010).

A abordagem conjunta dos níveis da firma e do setor só é permitida pela proposta de aplicação de um modelo estatístico de curva de crescimento (SINGER; WILLETT, 2003), que possibilita a análise de determinantes da evolução do desempenho das firmas que se encontram em diferentes níveis de agregação, a saber, a firma e o setor. Esse tipo de modelo permite o estudo de características específicas de firmas e setores que os tornam mais ou menos vulneráveis a uma recessão, trazendo uma contribuição **em termos metodológicos** ao estudo dos determinantes do desempenho das firmas.

Em **termos empíricos**, este é o primeiro estudo que estima a importância relativa do setor e da firma para a determinação do impacto da recessão sobre o desempenho. Apesar da existência de trabalhos que analisam a evolução do desempenho médio das indústrias frente às flutuações macroeconômicas (DOMOWITZ, HUBBARD; PETERSEN, 1988) e de estudos

que abordam o comportamento de firmas individuais (LATHAM; BRAUN, 2008; ALIMOV; MIKKELSON, 2010; GULATI; NOHRIA; WOHLGEZOGEN, 2010; NAVARRO, BROMILEY; SOTTILE, 2010), até o presente nenhum trabalho considerou ambos os níveis de análise simultaneamente.

Este é, também, o primeiro trabalho a relacionar indicadores objetivos de desempenho anterior das empresas com a magnitude do impacto da recessão em uma amostra de empresas de diferentes setores, controlando o efeito da indústria. Antes deste, só dois estudos empíricos haviam tratado dessa questão. Um deles, desenvolvido com dados de empresas do Reino Unido durante a recessão de 1991, havia indicado que o desempenho antes da recessão não está correlacionado com o impacto da crise sobre as firmas (GEROSKI; GREGG, 1997). Aquele trabalho, no entanto, concentrou-se apenas no nível da firma, negligenciando o papel do setor de atuação. Mascarenhas e Aaker (1989) também trataram desse tema, porém com uma análise restrita a um único setor (perfuração de poços de petróleo).

A seção seguinte apresenta o referencial teórico do trabalho, tratando dos determinantes do impacto da recessão sobre o desempenho das firmas nos níveis da indústria e da empresa individual. A seguir, apresentam-se os dados utilizados (indicadores de desempenho de firmas norte-americanas no período em torno da recessão de 2001, extraídos da base da COMPUSTAT). Em seguida, discutem-se os modelos multinível de curva de crescimento e os resultados obtidos a partir da sua estimação. Finalmente, as conclusões, limitações e sugestões para estudos futuros são abordadas.

1. REFERENCIAL TEÓRICO

Este trabalho se insere em uma longa e consolidada linha de estudos em estratégia sobre componentes da variância do desempenho das empresas, que buscou estimar a contribuição dos efeitos país, indústria, grupo estratégico, firma e ano para a performance das empresas (RUMELT, 1991; MAKINO; ISOBE; CHAN, 2004; SHORT *et al.*, 2007). Essas pesquisas convergiram, em termos gerais, ao indicar a predominância do efeito firma e os demais como significantes, porém de menor magnitude. Embora utilizassem várias observações anuais de desempenho, todos esses estudos tiveram como foco a análise dos valores médios em um dado período, sem discutir a variabilidade ao longo do tempo.

Contudo, o desempenho das empresas se altera significativamente de um ano para outro, e essa variabilidade no decorrer do tempo responde por 30% a 50% da variabilidade total. Como o efeito firma médio explica aproximadamente 40% dessa variabilidade (MISANGYI *et al.*, 2006), conclui-se que a dimensão dinâmica do desempenho é tão ou mais relevante do que o efeito firma.

Uma das hipóteses acerca da origem dessa variabilidade ao longo do tempo consiste na influência de mudanças macroeconômicas, como a ocorrência de recessões, que afetariam o desempenho das empresas, tema do presente trabalho. Empiricamente, a influência de flutuações do ambiente econômico foi captada pelo efeito ano. No entanto, esse efeito tem sido próximo de zero, tanto para empresas de ambientes mais estáveis, como o norte-americano (RUMELT, 1991), quanto de países emergentes como o Brasil (GONÇALVES; QUINTELLA, 2006).

Esse achado, no entanto, aliado à elevada variabilidade não explicada ao longo do tempo, não indica que as flutuações macroeconômicas anuais são irrelevantes para o desempenho, mas pode sugerir que o efeito das mudanças no ambiente ao longo do tempo é diferente para distintas empresas. Não haveria anos bons e anos ruins para todas as companhias. Cada firma reagiria de maneira específica às alterações contextuais, e seu desempenho responderia a elas em uma trajetória específica, não apenas seguindo tendências de seus pares em geral ou de concorrentes da mesma indústria.

Para avançar na compreensão do efeito ano, mostra-se necessário entender melhor as alterações anuais no ambiente externo – das quais um tipo específico são as flutuações

macroeconômicas –, assim como explorar a heterogeneidade do impacto desse tipo de mudança no ambiente externo sobre o desempenho das firmas. Entre os eventos macroeconômicos mais relevantes para a atividade produtiva de países e empresas individuais, destacam-se as recessões (CABALLERO; HAMMOUR, 1994). O presente trabalho propõe-se a discutir a variabilidade do desempenho das firmas frente a esse tipo de crise, ou seja, discutir por que algumas empresas e setores sofrem mais do que outras frente a um período de contração da atividade econômica, tema discutido a seguir.

1.1 Influência da indústria no impacto de uma recessão sobre o desempenho das firmas

Vários estudos empíricos em Economia discutem a variabilidade do comportamento da atividade econômica em diferentes setores ao longo do ciclo de negócios. Berman e Pfleeger (1997) analisam a correlação entre emprego, demanda e PIB de um conjunto de 183 indústrias norte-americanas, entre 1994 e 2005. Identificam indústrias com nível de atividade pouco relacionado à economia em termos agregados, como serviços educacionais, e outras fortemente associadas, como imóveis residenciais; alguns setores foram até mesmo beneficiados pelas recessões, entre os quais a indústria da saúde.

Corroborando os achados de Berman e Pfleeger (1997), Hornstein (2000) identifica um padrão médio pró-cíclico de variação de diversos indicadores de atividade de diferentes indústrias. Diferentes setores apresentaram comportamento marcadamente variado ao longo do ciclo de negócios. Em serviços, predominaram tendências relativamente estáveis de crescimento, com flutuações menos intensas ao longo do ciclo de negócios, e praticamente nenhuma contração durante as recessões. No que se refere às vendas, a maior amplitude de variação se deu nos setores de manufatura; e a menor, no atacado e varejo (ZARNOWITZ, 1990).

Embora a sensibilidade ao ciclo de negócios seja mais intensa nos setores de manufatura (ZARNOWITZ, 1990), ela não é uniforme entre eles. As vendas de bens duráveis apresentam quedas mais intensas durante as recessões e uma taxa de recuperação mais lenta durante a expansão da economia. Mitchell (1951) já relatava que os bens duráveis apresentaram uma amplitude quase duas vezes maior que a de bens não duráveis ao longo do ciclo de negócios, considerando-se as recessões entre as Grandes Guerras. Em um período mais recente, Petersen e Strongin (1996) demonstraram empiricamente que as indústrias de bens duráveis são três vezes mais cíclicas que as de bens de consumo não duráveis.

Diversas razões justificam este comportamento dos bens duráveis. Além disso, os bens não duráveis são vistos como necessários e de consumo não postergável, em contraponto com os bens duráveis (DELEERSNYDER *et al.*, 2004). Dado que não há pressão para a aquisição dos bens duráveis em um momento específico, os consumidores podem postergar sua compra para momentos em que as perspectivas macroeconômicas sejam mais favoráveis (COOK, 1999). Finalmente, os bens duráveis apresentam, em geral, preços mais elevados e são frequentemente adquiridos a crédito, cujo volume tende a decrescer durante recessões (DELEERSNYDER *et al.*, 2004). Por outro lado, os consumidores têm maiores dificuldades de reduzir seus gastos em produtos não duráveis e de consumo freqüente, cuja compra se tornou habitual, o que leva a uma menor redução na demanda deste tipo de bens.

Os estudos apresentados acima sugerem que diferentes indústrias podem reagir de maneiras distintas às flutuações do ciclo de negócios. Além de diferenças na intensidade da redução na demanda entre setores, o desempenho das empresas em distintas indústrias durante uma recessão pode ser influenciado pelo grau de concentração de produtores e pelo incentivo criado para quebra dos cartéis (GREEN; PORTER, 1984; DOMOWITZ; HUBBARD; PETERSEN, 1986; ROTEMBERG; SALONER, 1986; HASKEL; MARTIN; SMALL, 1995).

Os argumentos teóricos e as evidências empíricas descritas acima indicam a existência de um efeito médio do ciclo de negócios, variável entre setores. Não implicam, no entanto, que a dimensão desse efeito seja homogênea entre diferentes firmas que atuam na mesma

indústria. De fato, há evidências que as empresas não são afetadas com a mesma intensidade pelas recessões, como declaram Geroski e Gregg (1997, p. 551): “*One of the interesting features of this process [recessions] is its selectivity: some firms prosper in recessions while others fare very badly*”. Os determinantes da heterogeneidade do impacto da recessão sobre o desempenho das firmas são abordados a seguir.

1.2 Determinantes do impacto de uma recessão sobre o desempenho no nível da firma

Geroski e Gregg (1997), com base em dados secundários de 2.300 grandes empresas britânicas entre 1971 e 1993, observaram que as margens de lucro médias variavam de maneira pró-cíclica, enquanto o nível de dispersão foi contracíclico, ou seja, a variabilidade das margens entre firmas aumentou durante as recessões. A análise do comportamento do desempenho durante as recessões nesse período indicou que a distribuição do seu impacto foi desigual; o desempenho de um pequeno número de empresas se reduziu muito incisivamente durante o período de queda na atividade econômica, ao mesmo tempo que outras firmas se beneficiaram. Mais além, os autores concluíram que o desempenho anterior não era um bom preditor do impacto da crise. Empresas nas primeiras posições em termos de lucratividade no período pré-recessão sofreram impactos intensos da crise, enquanto outras, com resultados muito inferiores à média, prosperaram durante a recessão (GEROSKI, GREGG, 1997).

Essa mudança nas posições relativas de desempenho frente à contração da atividade econômica foi destacada também por Mascarenhas e Aaker (1989), que analisaram a adaptação das estratégias de firmas de perfuração de poços de petróleo ao longo dos ciclos de negócios entre 1973 e 1983. Os autores mostraram que as posições relativas de desempenho das firmas não se mantiveram ao longo das fases do ciclo de negócios, ou seja, as firmas com maior desempenho no mercado em expansão não conseguiram consistentemente atingir um desempenho superior quando a demanda se retraiu.

Os resultados descritos acima trazem implicações essenciais para o campo da Estratégia Empresarial. Se os determinantes do impacto da recessão fossem os mesmos do desempenho em momentos de estabilidade, o estudo da estratégia ao longo do ciclo de negócios não teria um espaço independente relevante. Bastaria às empresas ocupar-se de alcançar vantagem competitiva durante o crescimento econômico e isso asseguraria uma passagem menos prejudicial pela recessão.

No entanto, os resultados de Geroski e Gregg (1997) e Mascarenhas e Aaker (1989) indicam que as firmas com desempenho superior antes da crise não são, necessariamente, menos afetadas pela contração da atividade econômica. Isso sugere que os determinantes da vulnerabilidade à recessão não são os mesmos que definem as posições relativas de performance em momentos de estabilidade econômica (MASCARENHAS; AAKER, 1989). Nesse contexto, torna-se relevante desenvolver estudos acerca de quais características das firmas e que estratégias podem afetar a intensidade do impacto das recessões sobre o seu desempenho, que complementaria a literatura existente sobre determinantes do desempenho médio das firmas (CROOK *et al.*, 2008).

O campo que trata do impacto de recessões no desempenho das firmas, no entanto, é muito incipiente, e o único trabalho que tenta sistematizar o conhecimento sobre essa questão é o de Latham e Braun, (2010), que desenvolvem uma detalhada revisão da literatura e propõem o modelo teórico ilustrado abaixo (Figura 1).

Segundo esse modelo, as condições iniciais de recursos das firmas afetam o desempenho durante a crise (proposição 1), assim como nos períodos subsequentes (proposição 2). Por outro lado, as firmas adotam distintas estratégias frente à crise. Essas estratégias são classificadas amplamente em duas categorias: entrenchamento (*retrenchment*), com ênfase em redução de custos, e contracíclicas – voltadas a investimentos durante a crise (BROMILEY, NAVARRO *et al.*, 2008), interagindo entre si (proposição 5). As estratégias são influenciadas pelas características das firmas no início da contração da

economia (proposição 3) e afetam o seu desempenho durante a crise (proposição 4) e o período pós-crise (proposição 6).

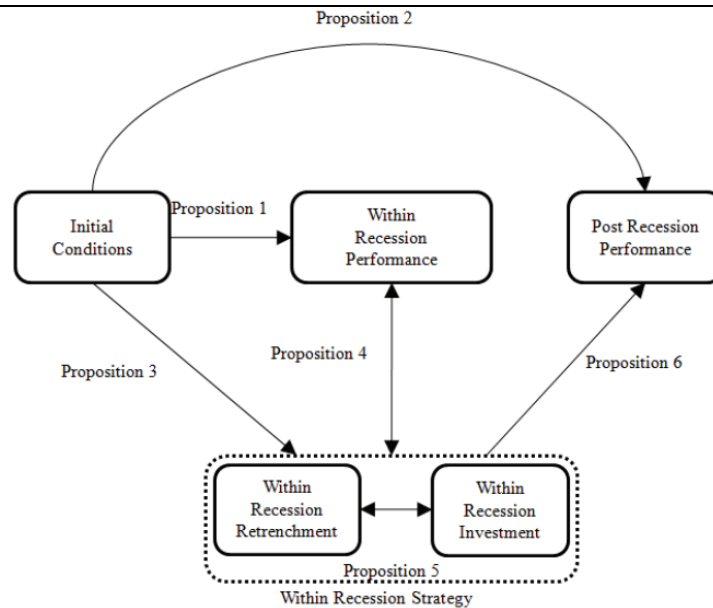


Figura 1 – Determinantes do impacto de uma recessão sobre o desempenho das firmas

Fonte: Latham e Braun(2010).

As proposições 1 e 2 podem ser apoiadas pela principal corrente teórica no campo da Administração nas últimas décadas, a Visão Baseada em Recursos (*Resource Based View – RBV*), que enfatiza os recursos idiossincráticos das firmas que são valiosos, raros, difíceis de imitar e substituir como uma fonte de desempenho superior (BARNEY, 1991).

Uma das críticas mais contundentes à RBV tem sido seu foco excessivamente interno, deixando em segundo plano o papel do ambiente externo da firma (PRIEM; BUTLER, 2001). O valor dos recursos, no entanto, depende fundamentalmente do contexto em que a empresa está inserida (BRUSH; ARTZ, 1999; MILLER; SHAMSIE, 1996).

Diversos recursos podem ter um impacto distinto no desempenho durante a recessão e em momentos de crescimento econômico, como exemplo, uma marca valorizada pelos consumidores que permite a cobrança de um preço-prêmio, que tem sido associado a um desempenho superior (YEUNG; RAMASAMY, 2008). No entanto, durante uma recessão em que os consumidores se tornam mais sensíveis ao preço, produtos com esse tipo de marcas podem perder espaço para opções de baixo preço, como as marcas próprias (DELEERSNYDER *et al.*, 2004).

No que se refere às proposições 4, 5 e 6, relativas ao impacto das estratégias para enfrentar a crise sobre o desempenho, estudos empíricos compararam o efeito de estratégias de *retrenchment* e contracíclicas.

Navarro, Sottile e Bromiley (2006) analisaram uma amostra de empresas da lista S&P 500 com os melhores e piores retornos para o acionista em torno da recessão de 2001 (1999 a 2003). Identificaram um efeito positivo de práticas de contratação de funcionários e investimentos contracíclicos.

Já Gulati, Nohria e Wohlgezogen (2010) analisaram, em caráter descritivo, dados provenientes da Compustat relativos a desempenho de empresas nas recessões de 1980-82, 1990-91 e 2001. Observaram um período de três anos antes e depois da recessão. Operacionalizaram as estratégias para enfrentar a crise em termos de alterações no número de

empregados, custos, despesas de P&D, despesas de vendas, gerais e administrativas, despesas de capital e ativo imobilizado. Identificaram quatro padrões de respostas à recessão: foco em prevenção (movimentos defensivos, para evitar perdas); foco em promoção (movimentos ofensivos com investimentos contracíclicos), pragmático (combinação de movimentos defensivos e ofensivos) e progressivo (combinação ótima de movimentos defensivos e ofensivos). O grupo de empresas com movimentos ofensivos e estratégia contracíclica não obteve o melhor desempenho, mas sim o grupo dos progressivos, que aliou investimentos contracíclicos à redução de custos.

Outros trabalhos em áreas diversas da Administração estudaram o impacto de estratégias em áreas funcionais específicas, como as relacionadas à propaganda durante a recessão, indicando efeitos positivos de estratégias contracíclicas (WAGNER, 1984; SADHU, et al., 1990; VENKATRAMAN; PRESCOTT, 1990; SRINIVASAN et al., 2005).

Em geral, esses trabalhos indicam resultados positivos de estratégias contracíclicas, embora Gulati et al. (2010) sugiram que o investimento durante a recessão só traz desempenho superior quando aliado a cortes de custos, característica de *retrenchment*.

Em conjunto os argumentos apresentados acima justificam a heterogeneidade do impacto da recessão sobre o desempenho das firmas que atuam em um mesmo setor, seja em função da sua dotação inicial de recursos, seja pelas distintas estratégias adotadas durante a crise.

2. Metodologia

2.1 Operacionalização do desempenho

O construto desempenho organizacional ocupa um lugar central na literatura de estratégia (RUMELT, SCHENDEL; TEECE, 1994) e apresenta diferentes dimensões (VENKATRAMAN; RAMANUJAM, 1986). Combs et al. (2005), com base em uma análise de artigos publicados no *Strategic Management Journal* entre 1980 e 2004, identificaram três dimensões distintas de desempenho organizacional: retorno contábil, crescimento e mudança no valor de mercado.

Este trabalho estudou a dimensão de retorno contábil do desempenho organizacional, que tem predominado na linha de estudos sobre determinantes do desempenho (RUMELT, 1991; MCGAHAN; PORTER, 1997). As duas outras dimensões identificadas por Combs et al. (2005) não foram incluídas no escopo deste trabalho. O crescimento tem sido abordado com menos frequência nesta linha de estudos, com apenas um trabalho que analisou a composição da variância da taxa de crescimento das firmas (BRITO, 2009). Finalmente, o valor de mercado não foi tratado neste trabalho, que se concentra no desempenho diretamente associado às operações das empresas e não nas expectativas dos agentes econômicos sobre o estado futuro da economia, que aumentam fortemente a volatilidade do mercado de capitais em momentos de crise econômica (HAMILTON; LIN, 1996; HSU; LI, 2009).

A sobrevivência é uma dimensão independente do desempenho (MURPHY; TRAILER; HILL, 1996). O estudo do fenômeno da sobrevivência durante recessões não faz parte do objetivo deste trabalho, que se restringiu ao impacto da recessão sobre o desempenho das empresas que se mantiveram ativas durante a crise.

No que se refere à dimensão de retorno contábil do desempenho organizacional, Combs, Crook e Shook (2005) recomendam ROA (Return on Assets) e ROS (Return on Sales) como indicadores confiáveis. Este estudo acompanhou a proposta desses autores, utilizando três diferentes indicadores (com uma variante de ROA, excluído o efeito de juros e impostos, denominada OPROA). Assim, as medidas de desempenho consideradas foram: o retorno operacional sobre ativos (OPROA), (como em HOUGH, 2006 e MISANGYI et al., 2006), o retorno líquido sobre ativos (ROA), (segundo MCGAHAN; PORTER, 1997, SHORT et al., 2007 e MCGAHAN; VICTER, 2009), e a margem de lucro (Margem), equivalente a ROS.

2.2 Amostra e dados

Analisou-se, no presente trabalho, a recessão dos EUA de 2001 (HALL et al., 2001; KLIESEN, 2003). A escolha desse país deriva de uma justificativa de natureza teórica. Há escassos estudos empíricos sobre o tema, e eles tratam, principalmente, de empresas desse ambiente nacional (LATHAM; BRAUN, 2008; ALIMOV; MIKKELSON, 2010; GULATI; NOHRIA; WOHLGEZOGEN, 2010; NAVARRO; BROMILEY; SOTTILE, 2010). No processo inicial de desenvolvimento de teorias sobre um campo pouco explorado, optou-se por não incluir outras variáveis intervenientes, como um diferente contexto nacional, de maneira a poder comparar os achados deste trabalho com resultados anteriores e consolidar as conclusões sobre as relações entre características das firmas e impacto da recessão sem envolver variáveis intervenientes do país de atuação.

O período analisado incluiu os anos em torno da recessão de 2001. Embora a contração da atividade econômica de 2008 pudesse, pela sua intensidade, constituir um evento mais relevante para este estudo, o seu final ainda não foi oficialmente determinado (COURTOIS, 2010), e não seria possível observar o comportamento do desempenho pós-recessão. Assim, optou-se pela crise de 2001, na qual se pode analisar o desempenho das firmas também no período de retomada do crescimento econômico. A comparação entre os efeitos de diferentes crises vai além do escopo deste trabalho, razão pela qual as recessões anteriores não foram analisadas.

A fonte de dados para este estudo foi a base da Compustat norte-americana (STANDARD & POOR'S, 2010). Dois subconjuntos dessa base foram considerados. O primeiro (Amostra A) incluiu 3.570 observações anuais (1998 a 2004) de 510 empresas de manufatura atuantes em 55 setores, ou 38% da amostra com o perfil de interesse (empresas de manufatura com ativos e vendas acima de US\$ 10 milhões). A amostra B, incluiu firmas de comércio e serviços, além de manufatura, contando 1.548 empresas atuantes em 138 diferentes setores. A separação entre manufatura e os demais setores se deu para realização de comparações, dado que as empresas de manufatura tendem a ser mais afetadas pelas recessões (ZARNOWITZ, 1985). Estas amostras foram obtidas após um processo de eliminação de *missing values*, observações que se apresentassem como valores aberrantes e setores com menos de 3 firmas.

2.3 O modelo proposto

A variável dependente de interesse do presente trabalho consiste no impacto da recessão sobre o desempenho das firmas. Esse impacto não é diretamente observado nos indicadores de desempenho utilizados, mas precisa ser estimado, o que foi realizado neste trabalho por meio de um modelo de curva de crescimento segmentada (SINGER; WILLET, 2003).

Esse modelo apresenta três variáveis que representam o tempo. A variável tempo (na qual 0 representa o primeiro ano de interesse, 1998) permite captar a tendência antes da recessão. A variável crise, dummy que toma valor 0 de 1998 a 2000 e valor 1 a partir de 2001. Essa variável torna possível a mudança de intercepto da curva de crescimento a partir de 2001.

Foi criada, também, a variável t_{pos} , que tomou valor 0 entre 1998 e 2001, e valores de 1 a 3 entre 2002 e 2003. Essa variável captou a tendência do desempenho após a recessão. Essa abordagem é análoga à sugerida por Singer e Willett (2003) para a modelagem de curvas de crescimento com descontinuidades, porém com uma diferença. Usualmente, a variável tempo toma valores sequenciais em todo o período analisado. Neste modelo, ela torna-se constante a partir de 2001. Essa escolha permite que o coeficiente da variável t_{pos} represente a tendência do desempenho após a crise, e não a mudança na tendência do desempenho em relação à observada antes da recessão.

A observação do comportamento médio dos dados permitirá escolher entre uma trajetória linear ou, eventualmente, quadrática, que seria obtida com a variável t_pos_sqr (obtida elevando-se t_pos ao quadrado), no lugar de t_pos .

Tabela 1 – Definição operacional das variáveis do nível 1

Var/ano	<i>tempo</i>	<i>crise</i>	<i>t_pos</i>	<i>t_pos_sqr</i>
1998	0	0	0	0
1999	1	0	0	0
2000	2	0	0	0
2001	3	1	0	0
2002	3	1	1	1
2003	3	1	2	4
2004	3	1	3	9

Fonte: Elaboração própria.

A seguir, apresentam-se os modelos de curva de crescimento que permitiram atingir os objetivos do presente trabalho. O modelo descrito abaixo incluiu apenas os termos no nível 1, que definem a curva de crescimento segmentada, sem variáveis explicativas nos níveis 2 ou 3. Esse modelo permitiu a decomposição da variabilidade do impacto da recessão sobre o desempenho, assim como da tendência do desempenho antes e depois da recessão.

Nível 1

$$Desempenho_{ijk} = \pi_{0jk} + \pi_{1jk}tempo_{ijk} + \pi_{2jk}crise_{ijk} + \pi_{3jk}t_pos_{ijk} + e_{ijk} \quad e_{ijk} \sim N(0, \sigma_e^2)$$

em que

π_{0jk} é o desempenho esperado da firma j em $tempo = 0$ (1998)

π_{1jk} é a variação anual esperada do desempenho da firma j no período entre 1998 e 2001.

π_{2jk} é a variação esperada no intercepto da curva de crescimento da firma j a partir de 2001.

π_{3jk} é o coeficiente esperado de tendência linear da empresa j a partir de 2001.

e_{ijk} é o desvio do desempenho observado da empresa j no ano i em relação ao previsto pelo modelo.

Nível 2

$$\pi_{0jk} = \beta_{00k} + r_{0jk} \quad r_{0jk} \sim N(0, \sigma_{r0}^2)$$

$$\pi_{1jk} = \beta_{10k} + r_{1jk} \quad r_{1jk} \sim N(0, \sigma_{r1}^2)$$

$$\pi_{2jk} = \beta_{20k} + r_{2jk} \quad r_{2jk} \sim N(0, \sigma_{r2}^2)$$

$$\pi_{3jk} = \beta_{30k} + r_{3jk} \quad r_{3jk} \sim N(0, \sigma_{r3}^2)$$

em que

β_{00k} é o desempenho médio das firmas da indústria k em $tempo = 0$ (1998)

β_{10k} é a variação anual esperada do desempenho na indústria k no período entre 1998 e 2001.

β_{20k} é a variação esperada no intercepto da curva de crescimento na indústria k a partir de 2001.

β_{30k} é o coeficiente de tendência linear esperado na indústria k a partir de 2001.

Nível 3

$$\beta_{00k} = \gamma_{000} + u_{00k} \quad u_{00k} \sim N(0, \sigma_{u0}^2)$$

$$\beta_{10k} = \gamma_{100} + u_{10k} \quad u_{10k} \sim N(0, \sigma_{u1}^2)$$

$$\beta_{20k} = \gamma_{200} + u_{20k}$$

$$u_{20k} \sim N(0, \sigma_{u2}^2)$$

$$\beta_{30k} = \gamma_{300} + u_{30k}$$

$$u_{30k} \sim N(0, \sigma_{u3}^2)$$

em que

γ_{000} é a média do desempenho esperado de todas as indústrias, em *tempo* = 0 (*grand mean* do intercepto).

γ_{100} é a média da variação anual esperada do desempenho das indústrias no período entre 1998 e 2001 (*grand mean da tendência* 1998-2001).

γ_{200} é a média da variação esperada no intercepto da curva de crescimento das indústrias a partir de 2001 (*grand mean* da mudança de intercepto em 2001).

γ_{300} é a média coeficiente de tendência esperado das indústrias a partir de 2001 (*grand mean da tendência* 2001-2004).

De acordo com a Figura 2, o coeficiente π_{1jk} representa a tendência do desempenho da firma antes da recessão. O coeficiente π_{2jk} capta o impacto da recessão sobre o desempenho da firma, enquanto o coeficiente π_{3jk} representa a taxa de variação do desempenho no período pós-recessão.

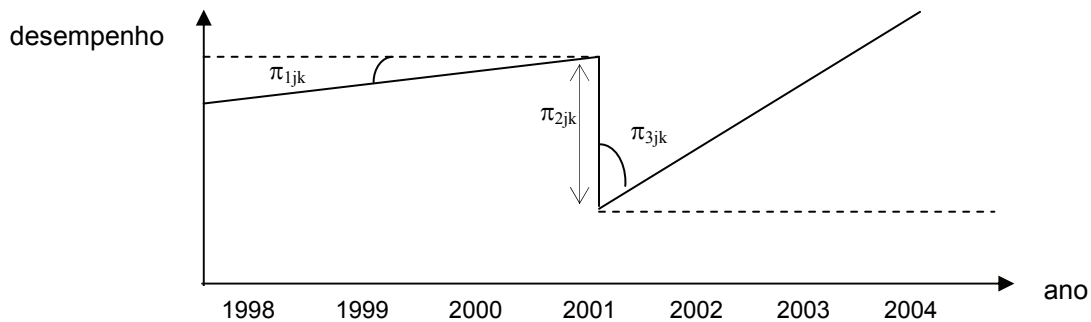


Figura 2 – Modelo de curva de crescimento proposto (Modelo 4)

Fonte: Elaboração própria.

A partir deste modelo foi possível decompor a variabilidade do impacto da recessão sobre o desempenho e da sua posterior taxa de recuperação nos efeitos indústria e firma.

Os efeitos setor e firma sobre o impacto da crise no desempenho foram estimados como os coeficientes de correlação intraclasse (RAUDENBUSH; BRYK, 2002; SINGER; WILLETT, 2003) relativos aos resíduos associados ao coeficiente da variável crise (π_{2jk}):

$$\text{efeito firma: } \sigma_{r2}^2 / (\sigma_{u2}^2 + \sigma_{r2}^2); \text{ efeito indústria: } \sigma_{u2}^2 / (\sigma_{u2}^2 + \sigma_{r2}^2).$$

Analogamente, puderam ser estimados os efeitos indústria e firma para a taxa de variação do desempenho antes e depois da recessão. A estimação da fração da variabilidade associada a cada um desses efeitos permitiu atingir o primeiro objetivo específico deste trabalho. O segundo objetivo específico foi tratado pela análise do coeficiente de correlação de Spearman entre as posições relativas de desempenho das firmas antes e depois da recessão.

3. RESULTADOS E DISCUSSÃO

O comportamento do desempenho alterou-se marcadamente durante a recessão. Os indicadores médios caíram, entre 2000 e 2001, de 10,0% para 5,1% em Margem, de 9,9% para 5,3% em OPROA e de 4,4% para 0,1% em ROA para as firmas de manufatura (Figura 3). A análise visual das trajetórias médias sugeriu uma não-linearidade na trajetória pós-recessão, razão pela qual utilizou-se o termo quadrático do tempo (*t_pos_sqr*) nos modelos.

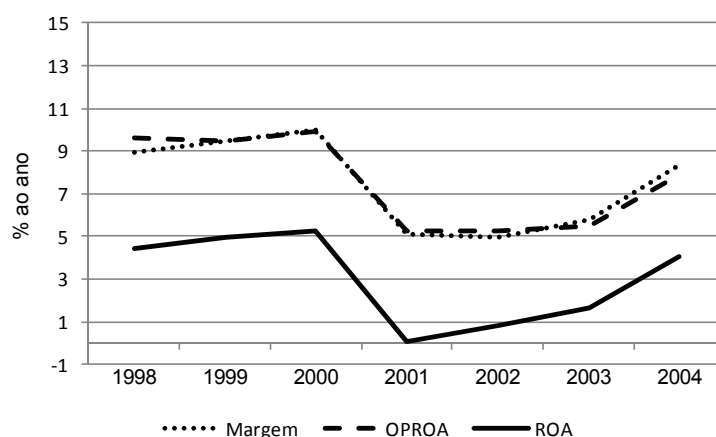


Figura 3 – Trajetórias médias de Margem, OPROA e ROA entre 1998 e 2004

Fonte: Elaborado a partir de dados da Compustat norte-americana (Standard & Poor's, 2010).

A heterogeneidade do impacto da recessão entre diferentes empresas foi marcante. Enquanto algumas empresas sofreram quedas de mais de 10% em seu Retorno Operacional, uma fração significativa das firmas não foi afetada negativamente pela crise, mas teve uma melhora no desempenho (26% para Margem, 21% para ROA e 14% para OPROA). Já quanto aos setores apenas 2 em 55 não tiveram queda no desempenho médio (3 quando se trata de OPROA e 4 ao se considerar ROA como indicador de performance).

Ao considerar a variabilidade total do desempenho das firmas no período analisado (1998-2004), a principal fração da variância está associada ao tempo (49%). Em torno de 53% da variabilidade ao longo do tempo foi explicada pela trajetória segmentada proposta. Estimou-se que 18% da variabilidade do impacto da recessão sobre o desempenho foi explicada pela indústria em que a empresa atua e 82% por características idiossincráticas das firmas. O efeito firma mostrou-se predominante, embora o efeito setor tenha sido mais relevante do que nos períodos pré e pós-recessão (11%) (Figura 4).

Esses resultados indicam que a dimensão do impacto da recessão é principalmente determinada por características idiossincráticas das firmas. No entanto, o papel do setor se torna mais relevante durante a crise, de maneira que distintos setores apresentam impactos marcadamente heterogêneos da crise.

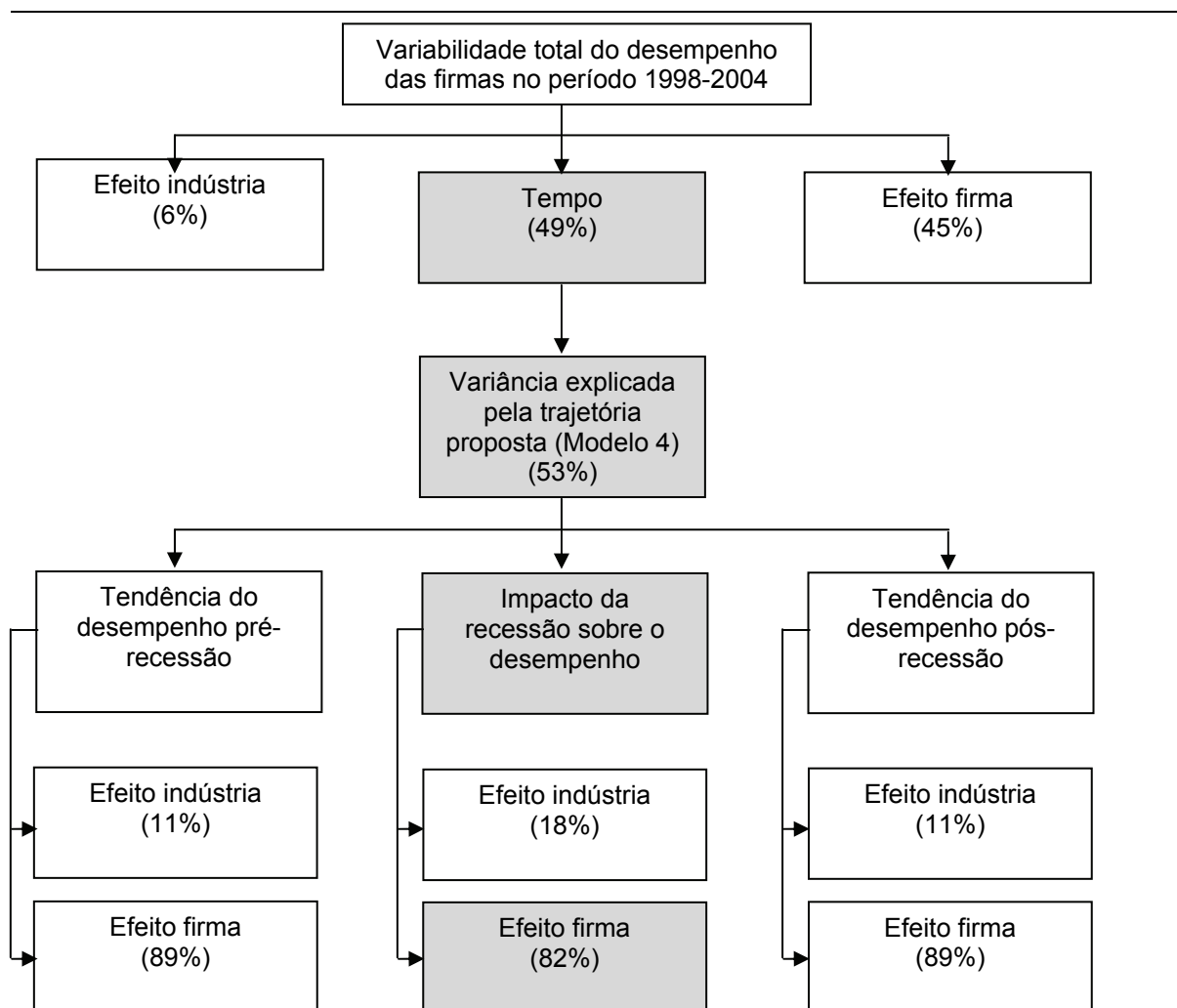


Figura 4 – Esquema de decomposição da variabilidade com resultados para Margem

Fonte: Elaboração própria.

Para analisar o padrão de mudança do *ranking* da performance das firmas, utilizou-se o coeficiente de correlação de Spearman, adequado para dados ordinais (SPRENT; SMEETON, 2001).

Tabela 2 – Coeficientes de correlação de Spearman entre o desempenho em *t* e *t-1*

Indicador de Desempenho/ <i>t</i>	Desempenho não centrado			Desempenho centrado		
	Margem	OPROA	ROA	Margem	OPROA	ROA
1999	0,72	0,69	0,52	0,72	0,68	0,50
2000	0,77	0,73	0,63	0,78	0,74	0,62
2001	0,57	0,56	0,45	0,58	0,63	0,56
2002	0,81	0,78	0,69	0,78	0,73	0,57
2003	0,85	0,81	0,74	0,83	0,80	0,69
2004	0,79	0,76	0,66	0,78	0,73	0,62

Fonte: Elaboração própria a partir da análise de dados da Compustat (Standard & Poor's, 2010).

Observou-se uma queda no coeficiente de correlação de Spearman de 2000 para 2001, e um aumento de 2001 para 2002 (Tabela 2). Essas diferenças foram significantes a um nível de 5% exceto para o aumento da correlação para ROA entre 2001 e 2002. Esses achados indicam que, durante a recessão, as posições relativas de desempenho das firmas tenderam a ser menos semelhantes àquelas dos anos anterior e posterior do que entre anos consecutivos em períodos de estabilidade.

Este resultado mostra que a recessão não mantém o *ranking* de performance das firmas, mas o altera de forma mais intensa do que o passar do tempo em períodos de crescimento econômico. Em conjunto, esses achados indicam que a recessão não tendeu a amplificar as diferenças de desempenho existentes, mas reordenou as posições relativas de performance de maneira mais intensa que em momentos de estabilidade econômica e que esta mudança não se reverteu rapidamente após a retomada do crescimento econômico.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho buscou aprofundar a compreensão sobre o impacto de uma recessão no desempenho das firmas. Embora a relevância dos efeitos desse tipo de crise econômica sobre a performance das firmas tenha sido documentada na literatura (GEROSKI; GREGG, 1997; GULATI; NOHRIA; WOHLGEZOGEN, 2010), a maior parte dos estudos que tratam de recessões tem uma abordagem macroeconômica, com o país como unidade de análise (ZARNOWITZ, 1985). Nesses trabalhos, foram relegadas a segundo plano questões relativas à heterogeneidade em níveis mais desagregados, como o setor e a firma, que são de interesse central para o campo da Estratégia Empresarial. O presente estudo avançou sobre essas questões analisando o comportamento do desempenho de firmas norte-americanas em torno da recessão dos EUA de 2001.

A primeira das questões abordadas neste trabalho referiu-se à identificação do nível de análise mais relevante para o estudo do impacto das recessões no campo da Estratégia Empresarial: o setor ou a firma individual. Embora os determinantes da magnitude do impacto da crise em ambos tenham sido tratados na literatura isoladamente, a contribuição relativa de cada nível não havia sido estimada antes deste trabalho. Para estudar simultaneamente os dois níveis de análise, um desenvolvimento metodológico fez-se necessário. Um modelo multinível de curva de crescimento permitiu a decomposição da variabilidade do impacto da recessão nos efeitos setor e firma, indicando a predominância do efeito firma, apesar de um aumento do efeito setor comparativamente aos períodos de estabilidade econômica. Esses resultados indicaram que, apesar do aumento do efeito setor, **o impacto da recessão sobre o desempenho depende principalmente de características individuais das empresas**. Durante a recessão, assim como em momentos de estabilidade econômica, a firma mostra-se como a unidade de análise principal para o estudo do desempenho. Este resultado foi consistente em empresas de manufatura assim como nos demais setores.

Esta conclusão oferece subsídios para estudos futuros sobre recessão no campo da Estratégia Empresarial, ao direcionar o seu foco para atributos das firmas mais do que características dos setores e traz uma importante contribuição ao conhecimento sobre o efeito de crises econômicas no desempenho das empresas, especialmente porque esta questão não havia sido abordada em nenhum estudo empírico anterior.

A segunda questão tratou da relação do impacto da recessão com o desempenho anterior à crise. A literatura existente não havia estabelecido claramente se a recessão amplia as diferenças de desempenho existentes entre as firmas ou se reordena as posições relativas de performance. Os resultados deste trabalho indicam que a recessão não amplifica as diferenças de desempenho existentes, mas altera a posição relativa de performance das firmas. Isto sugere que as características das firmas que as tornam menos vulneráveis às recessões não são

as mesmas que lhes conferem desempenho superior em períodos de estabilidade econômica. Em caso contrário, as firmas com performance superior teriam apresentado uma variação dos seus resultados em 2001 superior à dos concorrentes menos bem posicionados em termos de lucratividade, o que ampliaria as diferenças de desempenho, mantendo as posições relativas, contrariamente ao observado na análise empírica deste trabalho.

Esses resultados corroboram conclusões anteriores de Geroski e Gregg (1997) e Mascarenhas e Aaker (1989). No entanto, o primeiro trabalho considerou indicadores subjetivos do impacto da crise e o segundo abrangeu uma única indústria (perfuração de poços de petróleo). O presente estudo trouxe uma contribuição ao campo da Estratégia Empresarial como o único até este momento que relacionou indicadores objetivos de desempenho durante a recessão com a performance anterior, oferecendo evidências mais amplas sobre esta relação.

Se os determinantes do desempenho superior num contexto econômico de crescimento não levam necessariamente ao sucesso durante a recessão, coloca-se naturalmente a questão das causas de uma evolução mais positiva do desempenho durante a contração da atividade econômica. Essas causas, no nível da firma, podem estar associadas à sua base de recursos (BARNEY, 1991), às estratégias adotadas durante a crise (MASCARENHAS; AAKER, 1989; NAVARRO; BROMILEY; SOTTILE, 2010) e à interação entre ambas, como proposto por Latham e Braun (2010). Sugere-se que estudos futuros analisem quais recursos e estratégias específicos afetam o impacto da recessão no desempenho.

Finalmente, o presente trabalho sugere a necessidade de uma integração mais intensa entre Macroeconomia e Estratégia. Embora a Microeconomia esteja profundamente arraigada nos estudos em estratégia, em diversas vertentes, entre as quais, por exemplo, Organização Industrial (PORTER, 1985) e Visão Baseada em Recursos (BARNEY, 1991; PETERAF, 1993), as interfaces de estratégia com Macroeconomia são muito mais incipientes. Não apenas as flutuações dos ciclos de negócios são questões relevantes a serem abordadas da perspectiva da gestão estratégica, mas também as mudanças nas taxas de juros, política cambial e tributária têm um impacto direto sobre o desempenho das firmas que ainda não foi explorado no campo da Estratégia Empresarial.

Este trabalho apresentou diversas limitações entre as quais se destaca o processo de seleção da amostra, que implica que os resultados só podem ser considerados para a população de empresas com ativos e vendas superiores a US\$ 10 milhões anuais (excluindo pequenas empresas, filtro adotado seguindo McGahan e Porter (1997), patrimônio líquido não negativo, que se mantiveram ativas entre 1998 e 2004 em setores com pelo menos três empresas (o que exclui monopólios e duopólios). Mais além, os dados provenientes da base de corporações da Compustat agregam as atividades das firmas em diferentes indústrias, associando à cada empresa o setor principal em que atuam, o que pode atenuar o efeito setor sobre o impacto da recessão no desempenho das firmas.

Uma única recessão foi analisada. Características específicas desta podem estar associadas aos achados empíricos, o que limita a validade externa dos resultados para outras recessões. A inclusão de outros períodos de contração da atividade econômica permitiria reforçar a validade dos achados deste trabalho. A atual recessão pode oferecer valiosas informações para complementar este trabalho, assim que haja passado tempo suficiente para observar a tendência do desempenho pós-recessão.

5. REFERÊNCIAS

- ALIMOV, A.; MIKKELSON, W. H. Economic conditions and the value of cash holdings. Working paper, 2010. Disponível em <http://mba.nida.ac.th/asianfa2010/paper/514>. Acesso em 20/7/2010.
- BARNEY, J. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, v. 17, p. 99-120, 1991.

- BERMAN, J.; PFLEEGER, J. Which industries are sensitive to business cycles? *Monthly Labor Review*, v. 120, n. 2, p. 19-25, 1997.
- BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. de. The variance composition of firm growth rates. *BAR – Brazilian Administration Review*, Curitiba, v. 6, n. 2, p. 118-136, 2009.
- BROMILEY, P., NAVARRO P.; SOTTILE, P. Strategic business cycle management and organizational performance: a great unexplored research stream. *Strategic Organization*, v. 6, p. 207-219, 2008.
- BRUSH, T. H.; ARTZ, K. W. Toward a contingent resource-based theory: the impact of information asymmetry on the value of capabilities in veterinary medicine. *Strategic Management Journal*, v. 20, n. 3, p. 223-250, 1999.
- BURNS, A. F. Introduction. In W. C. Mitchell (Ed.). *What happens during business cycles: A progress report*. New York: National Bureau of Economic Research, 1951.
- CABALLERO, R. J.; HAMMOUR, M. L. The cleansing effect of recessions. *American Economic Review*, v. 84, p. 1350-1368, 1994.
- COOK, S. Cyclical and durability: evidence from U.S. consumers' expenditure. *Journal of Applied Economics*, v. 2, p. 299-310, 1999.
- COURTOIS, R. When did the recession end? *Richmond Fed Economic Briefs*, v. 10, n. 8, p. 1-5, 2010.
- CROOK, T. R., KETCHEN Jr, D. J.; COMBS, James G.; TODD, Samuel Y. Strategic resources and performance: a meta-analysis. *Strategic Management Journal*, v. 29, p. 1141-1154, 2008.
- DELEERSNYDER, B.; DEKIMPE, M. G.; SARVARY, M.; PARKER, P. M. Weathering tight economic times: the sales evolution of consumer durables over the business cycle. *Quantitative Marketing & Economics*, v. 2, p. 347-383, p. 2004.
- DOMOWITZ, I.; HUBBARD, R. G.; PETERSEN, B. C. Market structure and cyclical fluctuations in U.S. manufacturing. *Review of Economics & Statistics*, v. 70, p. 55-66, 1988.
- GEROSKI, P. A.; P. GREGG. *Coping with Recession: UK Company Performance in Adversity*. Cambridge, MA: Cambridge University Press, 1997. 198 p.
- GONÇALVES, A. R.; QUINTELLA, R. H. The role of internal and external factors in the performance of Brazilian companies and its evolution between 1990 and 2003. *Revista de Administração Contemporânea – RAC*, v. 10, Edição Especial, p. 117-136, 2006.
- GREGG, P.; WADSWORTH; J. Unemployment and inactivity in the 2008-2009 recession. *Economic & Labour Market Review*, v. 4, p. 44-50, 2010.
- GULATI, R.; NOHRIA, N.; WOHLGEZOGEN, F. Roaring out of recession. *Harvard Business Review*, v. 88, n. 3, p. 62-69, 2010.
- HASKEL, J.; MARTIN, C.; SMALL, I. P. Marginal cost and the business cycle. *Oxford Bulletin of Economics & Statistics*, v. 57, n. 1, p.2 5-41, 1995.
- HORNSTEIN, A. The Business Cycle and Industry Comovement. *Economic Quarterly*, v. 86, n. 1, p. 27-48, 2000.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *World Economic Outlook, April 2002: Recessions and Recoveries*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2002. 249 p.
- LATHAM, S. F.; BRAUN, M. Economic recessions, strategy, and performance: a synthesis. *Proceedings of the Academy of Management Meeting*, Montréal: AOM 2010.
- LATHAM, S. F.; BRAUN, M. R.. The performance implications of financial slack during economic recession and recovery: observations from the software industry (2001-2003). *Journal of Managerial Issues*, v. 20, p. 30-50, 2008.
- MACHIN, S.; VAN REENEN, J. Profit margins and the business cycle: evidence from UK manufacturing firms. *Journal of Industrial Economics*, v. 41, p. 29-50, 1993.
- MAKINO, S., ISOBE, T.; CHAN, C. M. Does country matter? *Strategic Management Journal*, v. 25, p. 1027-1043, 2004.

- MASCARENHAS, B.; AAKER, D. A. Strategy over the business cycle. *Strategic Management Journal*, v. 10, p. 199-210, 1989.
- MCGAHAN, A. M.; PORTER, M. E.. How Much Does Industry Matter, Really? *Strategic Management Journal*, v. 18, p. 15-30, 1997.
- MILLER, D.; SHAMSIE, J. The resource-based view of the firm in two environments: the Hollywood film studios from 1936 to 1965. *Academy of Management Journal*, v. 39, n. 3, p. 519-543, 1996.
- MISANGYI, V. F.; ELMS, H.; GRECKHAMER, T.; LEPINE, J. A. A new perspective on a fundamental debate: a multilevel approach to industry, corporate, and business unit effects. *Strategic Management Journal*, v. 27, p. 571-590, 2006.
- MITCHELL, W. C. *What Happens During Business Cycles*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1951.
- MURPHY, G. B.; TRAILER, J. W.; HILL, Robert C. Measuring performance in entrepreneurship research. *Journal of Business Research*, v. 36, n. 1, p. 15-23. 1996.
- NAVARRO, P.; BROMILEY, P.; SOTTILE, P. Business cycle management and firm performance: tying the empirical knot. *Journal of Strategy and Management*, v. 3, n. 1, p. 50-71, 2010.
- NEKARDA, C. J.; Ramey, V. The cyclical behaviour of the price-cost markup. NBER Working paper, 2010. Disponível em weber.ucsd.edu/~vramey/research/markupcyc-long.pdf. Acesso em: 10 nov. 2010.
- PETERAF, M. A. The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view. *Strategic Management Journal*, v. 14, p. 179-191, 1993.
- PETERSEN, B.; STRONGIN, S. Why are some industries more cyclical than others? *Journal of Business & Economic Statistics*, v. 14, n. 2, p. 189-198, 1996.
- PORTER, M. *Competitive Strategy*. New York: Free Press, 1980.
- PRIEM, R. L.; BUTLER, J. E. Tautology in the resource-based view and the implications of externally determined resource value: further comments. *Academy of Management Review*, v. 26, n. 1, p. 57-66, 2001.
- RAUDENBUSH, S. W.; BRYK, A. S. *Hierarchical Linear Models: Applications And Data Analysis Methods*. Thousand Oaks, CA: Sage, 2002.
- ROTEMBERG, J. J.; WOODFORD, M. Oligopolistic pricing and the effects of aggregate demand on economic activity. *Journal of Political Economy*, v. 100, p. 1153-1207, 1992.
- RUMELT, R. P. How much does industry matter? *Strategic Management Journal*, v. 12, p. 167-185, 1991.
- SHORT, J. C.; KETCHEN JR, D. J.; PALMER, T. B.; HULT, G. T. M. Firm, strategic group, and industry influences on performance. *Strategic Management Journal*, v. 28, p. 147-167, 2007.
- SINGER, J. D.; WILLETT, J. *Applied Longitudinal Data Analysis: Modeling Change And Event Occurrence*. New York: Oxford University Press. 2003
- SRINIVASAN, R.; RANGASWAMY, LILIEN, Gary L. Turning adversity into advantage: Does proactive marketing during a recession pay off? *International Journal of Research in Marketing*, v. 22, p. 109-125, 2005.
- VENKATRAMAN, N.; PRESCOTT, J. The market share-profitability relationship: testing temporal stability across business cycles. *Journal of Management*, v. 16, n. 4, p. 783-805, 1990.
- WAGNER, H. M. Profit wonders, investment blunders. *Harvard Business Review*, v. 62, p. 121-135. 1984.
- ZARNOWITZ, V. Recent work on business cycles in historical perspective: a review of theories and evidence. *Journal of Economic Literature*, v. 23, p. 523-580, 1985.