

Influência da política de investimentos no desempenho econômico de empresas industriais brasileiras em períodos pré-crise e crise econômica

doi: 10.4025/enfoque.v38i3.42658

Edgar Pamplona

Doutorando em Ciências Contábeis e Administração
no Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da
Universidade Regional de Blumenau (PPGCC/FURB)
E-mail: edgarpamplona@hotmail.com
Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-2579-5458>

Miriam Aparecida Silveira Mazzuco

Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação
em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau
(PPGCC/FURB)
Professora de Ensino de Graduação do
Centro Universitário Barriga Verde (UNIBAVE)
E-mail: miriam.asilveira@gmail.com
Orcid: <https://orcid.org/0000-0003-1307-5821>

Tarcísio Pedro da Silva

Doutor em Ciências Contábeis e Administração pelo Programa de Pós-Graduação em
Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau (PPGCC/FURB)
Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da
Universidade Regional de Blumenau (PPGCC/FURB)
E-mail: tarcisio@furb.br
Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-2370-791X>

Recebido em: 30.04.2018

Aceito em: 16.07.2018

2ª versão aceita em: 15.08.2018

RESUMO

As decisões de investimento estão entre as mais importantes inseridas na teoria de finanças e, devido sua complexidade, permanecem como foco de estudo em todo o mundo. Neste sentido, visando contribuir para a formação do conhecimento acerca do tema, que carece de evidências comparativas entre períodos de recessão e prosperidade, este estudo tem por objetivo verificar a influência da política de investimentos no desempenho econômico de empresas industriais brasileiras em períodos pré-crise e crise econômica. Para tanto, realizou-se pesquisa descritiva, de procedimento documental e abordagem quantitativa dos dados. A amostra de pesquisa corresponde a 123 organizações industriais brasileiras listadas na B3, sendo o período de análise de 2010 a 2015 e as informações derivadas da base de dados Economática®. Os resultados confirmam que as empresas vêm perdendo desempenho no período de crise econômica (2014 e 2015) e que as aquisições de imobilizado, vinculadas à política de investimentos, são significativamente menores nos referidos anos de recessão econômica. Quanto à influência de tais investimentos no desempenho econômico, tem-se que em períodos de prosperidade econômica as aquisições de ativos fixos proporcionam maior resultado, o que não foi confirmado estatisticamente em períodos de crise. Além disso, investimentos passados também não apresentam relação com a *performance* corporativa em períodos turbulentos. Conclui-se que decisões de investimentos são mais complexas e suscetíveis a não resultarem no desempenho planejado em períodos de crise, o que deve demandar, portanto, tomada de decisão ainda mais acurada por gestores para a correta efetivação dos investimentos realizados.

Palavras-chave: Política de investimentos. Desempenho econômico. Empresas industriais brasileiras. Pré-crise e crise econômica.

Influence of investment policy on the economic performance of Brazilian industrial companies in pre-crisis periods and economic crisis

ABSTRACT

Investment decisions are among the most important in the theory of finance and, because of their complexity, remain the focus of study on the world. As can be seen, aiming to contribute to the

formation of knowledge about the subject, which lacks comparative evidence between periods of recession and prosperity, this study has the objective to verify the influence of investment policy on the economic performance of Brazilian industrial companies in pre-crisis periods and economic crisis. Therefore, research was conducted a descriptive methodology, with the documentary procedure and quantitative approach to data. The sample of research comprised 123 Brazilian industrial organizations listed in B3, being the period of analysis corresponded to the years 2010 to 2015 and the information derived from the database Economática®. Given these points, the results confirm that companies have been losing performance in the period of economic crisis (2014 and 2015) and that the acquisitions of fixed assets, linked to the investment policy, are significantly smaller in the mentioned years of economic recession. However, as for the influence of such investments on economic performance, it is observed that in periods of economic prosperity the acquisitions of fixed assets provide a higher result, which was not confirmed statistically in periods of crisis. In the meantime, past investments are also not related to corporate performance in turbulent periods. All things considered, it is concluded that investment decisions are more complex and likely not to result in the planned performance in periods of crisis, which should, therefore, require an even more accurate decision by managers to correctly execute the investments made.

Keywords: Investment policy. Economic performance. Brazilian industrial companies. Pre-crisis periods and economic crisis.

1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, a globalização fez com que a competitividade adentra-se no cerne do desenvolvimento de estratégias corporativas em todo o mundo. Neste sentido, de acordo com Feurer e Chaharbaghi (1994), a competitividade de uma organização depende de inúmeros fatores que são inter-relacionados, como, por exemplo, os valores dos clientes, os valores dos acionistas e, primordialmente, a capacidade de agir e reagir dentro de um ambiente competitivo. Logo, as empresas devem mapear suas características, realçando seus pontos fortes, mitigando seus pontos fracos, aproveitando as oportunidades e combatendo as ameaças que existem no ambiente competitivo, formando suas estratégias.

De acordo com Bobillo, Temprano e Gaité (2003), no atual mundo globalizado, empresas situadas em países menos desenvolvidos possuem acesso à maioria dos mercados mundiais em condições de igualdade, uma vez que podem adquirir algumas das tecnologias mais avançadas e, assim, fazer uso de modelos estratégicos e organizacionais que têm sido bem sucedidos. O resultado é que, no longo prazo, a modificação dos fatores de produção permite as organizações igualdade – ou até diferencial – de custos e inovação a fim de assumir posição privilegiada no mercado.

Neste contexto, ao nível da empresa, ocorre impacto dos investimentos tangíveis e intangíveis no desempenho econômico-financeiro das corporações. Mais especificamente, a consecução dos resultados das empresas é apoiada não apenas pela melhoria na produtividade, mas também por um maior nível de competitividade baseado na eficiência, qualidade e eficácia produtiva. Desta forma, os resultados globais de uma organização não podem ser reduzidos a simples minimização dos custos e aumento no volume de produção, mas perpassar pela criação de critérios mais amplos que incluem todas as etapas da cadeia de valor para uma melhor avaliação do desempenho organizacional (Bobillo, Sanz & Gaité, 2006), sendo esta suportada por investimentos realizados continuamente.

A literatura tem apontado que inúmeros são os fatores que podem influenciar a forma e a intensidade em que as organizações realizam investimentos a fim de buscar vantagem competitiva e, por consequência, aumentar o desempenho organizacional. Além disso, a relação de investimentos com fatores organizacionais pode, ainda, ser afetada por condições econômicas. Roberts (2003) alerta que é fundamental para as organizações fazerem investimentos durante período de recessão econômica para ganhar vantagem competitiva.

Partindo dos fatores acima apresentados e, ainda, observando a escassez de estudos acerca do tema discutido, principalmente no cenário brasileiro, emerge-se o seguinte problema de pesquisa: Qual a influência da política de investimentos no desempenho econômico de empresas industriais brasileiras em períodos pré-crise e crise econômica? Logo, mediante a questão problema anteriormente mencionada, tem-se por objetivo verificar a influência da política de investimentos no desempenho econômico de empresas industriais brasileiras em períodos pré-crise e crise econômica.

O estudo justifica-se, inicialmente, pela importância do tema, uma vez que os fatores que afetam as decisões de investimento das organizações é uma questão importante em finanças contemporâneas (ALMEIDA; CAMPELLO, 2007). Além disso, os resultados de Roberts (2003), no contexto internacional, apontam que gastos com inovação em períodos turbulentos – vinculados a realização de investimentos – compensam, influenciando na rentabilidade e no crescimento organizacional. Desta forma, pesquisas em cenários historicamente mais instáveis, como o brasileiro, podem fornecer evidências importantes para o avanço do conhecimento sobre o tema.

Ademais, cabe destacar ainda que, apesar da importância de se conhecer os efeitos da crise sobre as operações das organizações, uma vez que nem todas as empresas possuem a capacidade de sobreviver à desaceleração da economia ou de se adaptar a uma nova realidade econômica, existe um vazio na literatura em examinar a interseção entre recessão, estratégia e desempenho corporativo (LATHAM; BRAUN, 2011), sobretudo havendo falta de pesquisas vinculadas a repercussão microeconômica das crises (DOLENC; GRUM; LAPORSEK, 2012). De fato, para Afthonidis e Tsiotras (2014), um plano estratégico coerente, que inclui, entre outros elementos, uma política agressiva de investimentos, proporciona as organizações não apenas sobreviver à crise econômica, mas também reforçar sua posição de mercado explorando oportunidades que surgem neste período. Logo, com base nesta importante lacuna de pesquisa, procura-se encontrar *insights* que

possam auxiliar gestores a tomada de decisões que fortaleçam as organizações brasileiras no mercado global.

Em relação à estrutura da pesquisa, destaca-se que além desta introdução, este artigo apresenta, sequencialmente, as seções de referencial teórico, procedimentos metodológicos, descrição e análise dos resultados e, finalmente, as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Estudos relacionados com a política de investimentos e sua influência no desempenho econômico são escassos, principalmente no cenário brasileiro. Além disso, a verificação do referido fenômeno em períodos de pré-crise e crise econômica tem sido negligenciado na literatura nacional. Desta forma, visando suprir esta lacuna de pesquisa e, por consequência, contribuir para a formação do conhecimento sobre o tema, a abordagem teórica foi realizada com estudos importantes existentes nas bases Jstor, Scielo, Science Direct, Scopus e Willey Online Library, além de revistas especializadas sobre o tema, permitindo assim fundamentar esta pesquisa com trabalhos relevantes publicados em periódicos de alto impacto. Por fim, ressalta-se que este referencial teórico está dividido em três etapas, sendo elas sequencialmente: política de investimentos; desempenho econômico; e, efeito crise e construção das hipóteses.

2.1 POLÍTICA DE INVESTIMENTOS

Segundo McConnell Muscarella (1985), a teoria de finanças aponta que os gestores corporativos precisam tomar basicamente dois tipos de decisões: de investimento e de financiamento. Ademais, destacam que o tema de financiamento foi abordado em grande número de estudos, todavia, existem relativamente poucas pesquisas sobre decisões de investimento. Com entendimento similar, Brealey Myers (2005) ressaltam que as corporações enfrentam duas grandes questões financeiras: “Quais investimentos a empresa deve fazer?”; e, “Como elas devem pagar por esses investimentos?”, sendo que primeira questão está

relacionada com o gasto do dinheiro e a segunda questão das origens dos recursos que financiam as atividades corporativas (no caso, de investimento).

Numa perspectiva atual, que engloba um fator adicional, Assaf Neto (2015) menciona que o processo de alocação de capital, ou seja, de investimentos, é uma das três decisões financeiras nas quais o gestor financeiro está exposto, sendo complementadas pelas decisões de financiamentos e dividendos. Neste contexto, para muitos, a política de investimentos é a mais importante das decisões de finanças corporativas devido a sua complexidade e abrangência, uma vez que um investimento somente é atraente quando cria valor aos proprietários e investidores, bem como para gestores, sobretudo quando da existência de remuneração variável atrelada ao desempenho corporativo.

De forma mais abrangente, tem-se que as decisões de investimentos envolvem a elaboração, a avaliação e a seleção das diversas opções de aplicação de capital, com o objetivo - normalmente de médio e longo prazo - de produzir retorno aos proprietários. Logo, pode-se

relatar que os investimentos fixos tendem a definir o futuro da empresa e que, uma vez tomadas, as decisões tornam-se de difícil reversão, o que enfatiza sua importância para as organizações (ASSAF NETO; LIMA, 2014).

Ademais, Assaf Neto e Lima (2014) apontam que as propostas de investimentos de capital de uma empresa poderão ser enquadradas conforme suas origens e de acordo com suas fontes geradoras, as quais podem ser classificadas dentro das seguintes modalidades apresentadas no Quadro 1.

Além disso, ressalta-se que o processo decisório no qual as empresas de capital aberto - aqui estudadas - estão expostas apresenta maior nível de complexidade, pois nestas as decisões de políticas de investimentos poderão ou não impactar no valor da empresa de mercado (LOSS; SARLO NETO, 2006). Neste sentido, Antunes e Procianoy (2003) enfatizam que, de fato, um dos principais fatores que determinam o valor da empresa em longo prazo são as decisões de investimento.

Quadro 1. Modalidades de Investimentos.

Necessidade/Atividade	Oportunidade
Ampliação (expansão) do volume de atividades	Quando a capacidade máxima de produção e venda de uma empresa for insuficiente para atender à demanda de seus produtos no mercado. Geralmente correspondem a máquinas, equipamentos, instalações, ou, ainda, aquisição de outra empresa.
Reposição e modernização de ativos fixos	Costuma ocorrer em empresas que já tenham atingido certo grau de crescimento e amadurecimento em suas atividades, demandando, por isso, substituição de ativos fixos obsoletos ou desgastados pelo uso.
Arrendamento ou aquisição	Decisões de investimentos que uma empresa deve tomar ao considerar a utilização de determinados bens fixos sob a forma de arrendamento ou <i>leasing</i> (sem que a empresa apresente direito legal de propriedade desses).
Outras origens	São as demais modalidades propostas de investimentos, principalmente aquelas oriundas de serviços externos de assessoria, pesquisa e desenvolvimento, publicidade, entre outros.

Fonte: Adaptado de Assaf Neto e Lima (2014).

Diante desta importância, Sanders e Hambrick (2007) mencionam que cada decisão de investimento é ponderada por uma série de fatores, que abrange o horizonte de tempo, o retorno esperado, a magnitude dos gastos necessários, a variabilidade dos resultados previstos, a relevância para os objetivos estratégicos da empresa e a disponibilidade de outras alternativas de investimentos viáveis. Complementarmente, Souder et al. (2016)

enfatizam que qualquer um dos aspectos anteriormente mencionados pode ser o motivador principal para a escolha de um investimento observado (SOUDER et al., 2016). Logo, nota-se que tais decisões de investimento são complexas e influenciam diretamente no posicionamento de mercado que cada empresa irá ocupar, bem como no desempenho econômico corporativo.

2.2 DESEMPENHO ECONÔMICO

A rentabilidade está entre as mais importantes medidas de desempenho econômico de uma entidade ou parte de uma entidade, a qual pode ser representada por intermédio de uma medida absoluta (o lucro ou o caixa, a efeito de exemplo) ou relativa (a comparação do lucro com o investimento que o gerou). De forma mais específica, tem-se que todos os recursos financeiros derivados de investidores e credores (capital próprio e capital de terceiros, respectivamente) são aplicados em ativos (caixa, clientes, estoques, imobilizado, etc.), responsáveis pelas atividades operacionais geradoras de recursos e de resultados. Assim, quando da mensuração do desempenho organizacional, todas as variáveis envolvidas nas atividades da empresa são consideradas (TAVARES FILHO, 2006).

Firer e Willians (2003) mencionam que a visão tradicional de avaliação de desempenho estava vinculada exclusivamente aos proprietários que tinham por intenção avaliar os retornos financeiros dos investimentos realizados. Todavia, numa visão mais contemporânea, tem-se que tal desempenho é foco de análise de múltiplos *stakeholders* da informação contábil, que perpassam por investidores, empregados, fornecedores, clientes, sindicatos, governo, entre outros.

Similarmente, Kruger e Petri (2014) ratificam que o desempenho empresarial é necessário tanto do ponto de vista da gestão empresarial que precisa controlar e definir estratégias, quanto dos investidores que necessitam comparar resultados e a rentabilidade dos investimentos. Assim, dentre tais indicadores, tem-se o *Return Assets* (ROA) que consiste em uma das medidas tradicionais mais utilizadas até os dias atuais (KRUGER; PETRI, 2014). Além disso, na literatura de finanças evidenciam-se outros indicadores importantes, tais como a margem bruta, conforme observado nas pesquisas de Vieira, Pinho e Oliveira (2013) e Malta e Camargos (2016).

No contexto das métricas apontadas, Malta e Camargos (2016) mencionam, acerca do ROA, que este reflete o resultado das operações de

dada organização em relação aos investimentos totais efetuados, sendo operacionalizada, pelos referidos autores, como o lucro operacional (ou seja, EBIT – *Earning Before Interest and Taxes*) ponderado pelos ativos totais da empresa. A margem bruta, por sua vez, é uma medida de eficiência dimensionada pelo lucro bruto ponderado pela receita líquida de vendas (MALTA; CAMARGOS, 2016).

Ambas as medidas acima mencionadas são essenciais por representarem a rentabilidade/eficiência operacional das empresas, sendo estas vinculadas as atividades fins corporativa e particularmente afetadas pelas decisões de investimento. Em contrapartida, medidas baseadas no lucro líquido, também usualmente utilizadas na literatura para representar o desempenho econômico, são afetadas por questões financeiras e podem, portanto, distorcer o foco de estudo, que abrange os investimentos, propulsores da atividade operacional corporativa. De fato, conforme Claessens, Djankov e Xu (2000), a vantagem de medidas baseadas em resultado operacional, a exemplo do ROA aqui dimensionado, é que a mesma não é influenciada pela estrutura de passivos da organização, visto que desconsidera o pagamento de juros, receitas financeiras e outras receitas e despesas. Logo, representa uma medida de produtividade (e rentabilidade) controlada pelo capital investido.

De forma mais macro, cabe destacar ainda que, tais métricas de desempenho acima mencionadas são utilizadas com a finalidade de avaliar a capacidade de uma organização em gerar entradas comparativamente aos custos e despesas incorridos durante um período de tempo específico (VIEIRA, 2010). Assim, sabe-se que o objetivo principal de empresas que operam em economias capitalistas é atingir um retorno adequado em relação à quantidade de riscos aceitos pelos acionistas e, portanto, que o lucro gerado é o elemento propulsor de quaisquer investimentos efetuados em diferentes projetos (WARE, 2015), estes indicadores tornam-se essenciais para a avaliação do desempenho empresarial que é de interesse de inúmeros *stakeholders* da informação contábil.

Dentre tais *stakeholders*, destaque recente tem sido dado aos potenciais investidores encontrados no mercado acionário. Assim, Sudiyatno, Puspitasari e Kartika (2012) mencionam auferir desempenho econômico consistente é uma medida de sucesso da empresa que será vista como ponto de referências para investidores. Widyastuti et al. (2016) enfatizam que o desempenho econômico-financeiro é um dos aspectos fundamentais para a avaliação da situação de uma empresa, uma vez que quando uma organização apresenta boa *performance*, deve gerar retornos elevados para seus acionistas. Logo, como o propósito de uma empresa não pode ser separado dos esforços para aumentar o bem-estar de seus acionistas (WIDYASTUTI et al., 2016), as métricas de desempenho econômico tornam-se essenciais para a tomada de decisão destes entre inúmeros outros usuários da informação contábil.

2.3 EFEITO CRISE E CONSTRUÇÃO DAS HIPÓTESES

As situações de crise são caracterizadas pelo baixo crescimento, estagnação ou recessão do Produto Interno Bruto (PIB) de uma nação, ou seja, a queda na demanda representa o cenário ao longo de recessões (FILIPPETTI; ARCHIBUGI, 2011). Sem dúvida, recessões econômicas e condições desfavoráveis do mercado financeiro afetam o funcionamento e a sobrevivência das empresas (COWLING et al., 2015). Mais especificamente, Fabregá e Nicolau (2016) mencionam que os períodos de recessão geram tendências complexas na tomada de decisões estratégicas dos negócios e estes, por sua vez, impactam sobre as operações, afetando variáveis importantes tais como vendas, política de preços e decisões de financiamento e investimento. Especificamente quanto às decisões de investimento, Bradley, Shepherd e Wiklund (2011) asseveram que estas se tornam ainda mais complexas em períodos econômicos difíceis, visto a escassez de oportunidades disponíveis.

Colombo, et al. (2016) mencionam que dois aspectos básicos estão interligados a crise –

referindo-se, no caso específico, a global de 2008 –, sendo eles: deterioração rápida e profunda das condições nos mercados financeiros, levando a uma crise de crédito grave que, por consequência, torna mais difícil às empresas o acesso a recursos externos; e, queda acentuada e generalizada da demanda, o que afeta severamente as nações. De fato, Lai et al. (2016), baseando-se em estudos anteriores, diferem que recessão proveniente de ruptura financeira é geralmente grave e persistente, dado o impacto adverso sobre a oferta de financiamento às empresas, investidores e consumidores.

Em uma perspectiva recente específica do cenário brasileiro, Barbosa Filho (2017) menciona que a economia do país se encontra em profunda recessão desde o decorrer de 2014. Adicionalmente, Oreiro (2017) assevera que da referida data até o momento, a queda do PIB tem sido constante, sendo a mais severa e longínqua diminuição no grau de atividade econômica do país desde a Segunda Guerra Mundial (OREIRO, 2017), o que enfatiza a singularidade do contexto brasileiro para entendimento do fenômeno em estudo. Além disso, tem-se que de fato, conforme Barbosa Filho (2017), a atual crise trouxe consigo inúmeros reflexos, como a elevação do risco país e o aumento da taxa de juros de longo prazo e da incerteza no mercado, reduzindo, por consequência, o consumo e, sobretudo, os investimentos (BARBOSA FILHO, 2017), tornando as decisões acerca deste último ainda mais complexas e importantes para a manutenção da perenidade das corporações brasileiras.

É neste cenário de declínio econômico que se maximiza a importância dos investimentos para as organizações. Colombo et al. (2016) partem do entendimento de que empresas que reagem a crise realizam maiores investimentos, seja para o desenvolvimento de novos produtos ou para a expansão de mercados internacionais buscando experimentar melhor desempenho. Em contrapartida, organizações que ficam avessas ao risco, pela inércia esperando a crise passar, tendem a ser afetadas de forma mais grave.

Roberts (2003) verificou que os investimentos

que intensificam a inovação de produtos em períodos de recessão econômica são cruciais para a forte recuperação da rentabilidade empresarial e seu crescimento. De forma similar, Afthonidis e Tsiotras (2014) encontraram que a excelência do negócio é o caminho ideal para qualquer empresa que visa à obtenção de vantagem competitiva em tempos de crise econômica, sendo que integram os elementos básicos de um plano deste tipo a busca pela inovação e a implantação de política agressiva de marketing e de investimentos, sendo, portanto, tais elementos cruciais na implantação de um plano estratégico adequado, capaz de gerar a empresa significativa e duradoura vantagem competitiva (AFTHONIDIS; TSIOTRAS, 2014).

De fato, Kambil (2008) destaca ainda que há uma variedade de estratégias que contribuem para as empresas avançarem em períodos de recessão. Gestores de sucesso durante períodos econômicos adversos demonstram aproximar as estratégias corporativas a partir de uma perspectiva mais ampla, com uso de alternativas diferentes além da redução de gastos (custos e despesas). Tais gestores se concentram, de fato, em alocar recursos com visão de longo prazo para o sucesso empresarial. Por exemplo, a empresa Colgate, em tempos de crise, melhorou suas margens de lucro por intermédio da melhora na fabricação e distribuição de seus produtos, que perpassou por investimentos pesados para automatizar instalações antigas. Tais arranjos permitem inferir que recessões consistem em oportunidade (KAMBIL, 2008) para organizações que estão preparadas.

Logo, empresas de alto desempenho não param para recessão. Elas continuam a introduzir novos produtos e a fazer melhorias na experiência com o cliente, concentrando sempre na continuidade do crescimento das receitas e quotas de mercado de forma simultânea (KAMBIL, 2008), conforme realização de investimentos pontuais. Assim, com base nas prerrogativas acima mencionadas e, ainda, nos pressupostos do estudo de Colombo et al. (2016), tem-se para esta pesquisa as seguintes hipóteses:

H_1 - Maiores investimentos em período pré-crise influenciam positivamente no desempenho econômico de empresas brasileiras no referido período.

H_2 - Maiores investimentos em período de crise influenciam positivamente no desempenho econômico de empresas brasileiras no referido período.

H_3 - Maiores investimentos em período pré-crise influenciam positivamente no desempenho econômico de empresas brasileiras no período de crise.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo, que tem como objetivo verificar a influência da política de investimentos no desempenho econômico de empresas industriais brasileiras em períodos pré-crise e crise econômica, é delineado como descritivo, uma vez que observa variáveis sem manipulá-las. A pesquisa configura-se como documental, pois os dados utilizados para cálculo das variáveis foram obtidos por meio da base de dados Economática® no que concerne aos demonstrativos financeiros das empresas brasileiras. Já a abordagem do problema, por sua vez, caracteriza-se como quantitativa, pois a pesquisa verifica a influência das variáveis com a aplicação da técnica estatística de regressão linear múltipla.

A população do estudo corresponde a todas as empresas industriais brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão – B3. A amostra, por sua vez, refere-se às empresas que dispunham das informações para cálculo das variáveis. Logo, ficou composta por 123 organizações, sendo o período de análise correspondente aos anos de 2010 a 2015. Ressalta-se que a coleta de dados foi realizada pela base de dados Economática®. Desta forma, tais variáveis de pesquisa podem ser observadas no Quadro 2.

De acordo com as informações constantes no Quadro 2, foram formuladas equações de regressão linear múltipla para a análise dos dados, as quais foram operacionalizadas pelo *software* SPSS® 21. Além disso, de forma preliminar, tais variáveis foram analisadas por

intermédio de estatística descritiva atrelada ao teste *t* de *Student*, a fim de se observar características gerais da amostra nos períodos estudados (pré-crise e crise econômica). Quanto as equações 1 e 2, estas possuem como variáveis dependentes o Retorno sobre os Ativos

(ROA) e a Margem Bruta (MB), respectivamente, a variável independente de política de investimentos (IV) e as variáveis independentes de estrutura corporativa (ET, LC, CV, TAM e ID), sendo operacionalizadas para o período pré-crise econômica.

Quadro 2. Variáveis Dependentes e Independentes de Estudo.

Variável	Descrição	Equação	Autores
Variáveis dependentes			
Retorno sobre os Ativos (ROA)	Relação do EBIT sobre o ativo total.	$\frac{EBIT}{Ativo\ Total}$	Claessens, Djankov e Xu (2000); Malta e Camargos (2016).
Margem Bruta (MB)	Relação do resultado bruto sobre as vendas líquidas.	$\frac{Resultado\ Bruto}{Vendas\ Líquidas}$	Vieira, Pinho e Oliveira (2013); Malta e Camargos (2016).
Variável Independente de Política de Investimentos			
Investimento (IV)	Relação das aquisições de imobilizado sobre o ativo total.	$\frac{Aquisições\ de\ Imobilizado}{Ativo\ Total}$	Proposta pelos autores.
Variáveis Independentes de Estrutura Corporativa			
Endividamento Total (END)	Relação das dívidas com terceiros sobre o ativo total.	$\frac{PC + PnC}{Ativo\ Total}$	Bastos, Nakamura e Basso (2009).
Liquidez Corrente (LC)	Relação entre ativo circulante e passivo circulante.	$\frac{Ativo\ Circulante}{Passivo\ Circulante}$	Tan e Peng (2003); Daniel et al. (2004); Laffranchini e Braun (2014).
Crescimento das Vendas (CV)	Variação das vendas.	$\frac{Vendas\ t1 - Vendas\ t0}{Vendas\ t0}$	Wan e Yiu (2009); Zhong (2011).
Tamanho (TAM)	Logaritmo natural do Ativo Total.	LN do Ativo Total	Wan e Yiu (2009).
Idade (ID)	Idade da Empresa.	Número de anos de existência da empresa desde sua constituição	Leite (2011).
Variável Independente de Política de Investimentos Defasada (Modelo Crise Econômica)			
Investimento Defasado (IVDF)*	Relação das aquisições de imobilizado sobre o ativo total nos períodos anteriores.	$\frac{Aquisições\ de\ Imobilizado\ de\ períodos\ anteriores}{Ativo\ Total\ em\ períodos\ anteriores}$	Proposta pelos autores.

Obs.: a variável investimento defasado (IVDF)* aplica-se apenas ao modelo de crise econômica, em que é verificado a influência de investimentos passados – aquisições de imobilizado em 2010 + 2011 + 2012 + 2013 sobre a soma do ativo total dos mesmos períodos –no desempenho econômico das empresas foco de análise. Para a operacionalização desta variável em 2015, acrescentam-se ainda os investimentos passados de 2014.

Legenda: EBIT – *Earning Before Interest and Taxes*; PC – Passivo Circulante; PnC – Passivo Não Circulante.

Fonte: Dados da pesquisa.

Ademais, as equações 3 e 4, que representam os modelos para o período de crise econômica, possuem como variáveis dependentes, variável independente de política de investimentos e variáveis independentes de estrutura corporativa as mesmas das equações para o período pré-crise, acrescidas da variável independente de política de investimentos defasada (IVDF), que verificará a influência de investimentos passados (realizados no período pré-crise) no desempenho econômico das empresas foco de análise no

período de crise. Desta forma, abaixo se apresentam as equações desta pesquisa.

Reitera-se que as equações acima descritas foram aplicadas aos dados, separando as amostras em períodos de prosperidade/pré-crise (equações 1 e 2) e recessão/crise (equações 3 e 4) econômica. Para isso, utilizou-se de informações sobre o Produto Interno Bruto (PIB) de cada ano, em que 2010, 2011, 2012 e 2013 foram classificados como

períodos pré-crise e 2014 e 2015 como períodos de crise, conforme flutuação - crescimento ou decréscimo - do PIB no referido período, sendo tal critério advindo de Ibrahim (2015). Tais procedimentos estão de acordo com os pressupostos teóricos de Filippetti e Archibugi (2011), que mencionam as situações de crise como de baixo crescimento, estagnação ou recessão do

Produto Interno Bruto (PIB) de uma nação, condizentes, portanto, aos períodos de 2014 e 2015 no cenário brasileiro. Além disso, conforme Barbosa Filho (2017), desde 2014 a economia brasileira encontra-se em profunda recessão, o que sustenta ainda mais o posicionamento adotado nesta pesquisa. Logo, conforme Tabela 1, as amostras de dados foram estabelecidas como se apresentam.

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 IV + \beta_2 END + \beta_3 LC + \beta_4 CV + \beta_5 TAM + \beta_6 ID + \epsilon \tag{1}$$

$$MB = \beta_0 + \beta_1 IV + \beta_2 END + \beta_3 LC + \beta_4 CV + \beta_5 TAM + \beta_6 ID + \epsilon \tag{2}$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 IV + \beta_2 END + \beta_3 LC + \beta_4 CV + \beta_5 TAM + \beta_6 ID + \beta_7 IVDF + \epsilon \tag{3}$$

$$MB = \beta_0 + \beta_1 IV + \beta_2 END + \beta_3 LC + \beta_4 CV + \beta_5 TAM + \beta_6 ID + \beta_7 IVDF + \epsilon \tag{4}$$

Tabela 1. Períodos Pré-Crise e Crise Econômica.

Ano	PIB (%)	Situação
2010	7,50%	Pré-Crise
2011	3,90%	Pré-Crise
2012	1,90%	Pré-Crise
2013	3,00%	Pré-Crise
2014	0,10%	Crise
2015	-3,80%	Crise

Fonte: World Bank (Banco Mundial).

Conforme Tabela 1, nota-se que os períodos de crise são caracterizados pelo insignificante crescimento do PIB em 2014 e forte recessão econômica em 2015, enquanto os períodos pré-crise apresentam graus de crescimento do PIB moderados até elevados, refletindo, portanto, como período de prosperidade (pré-crise) para efeito desta pesquisa.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Num primeiro momento apresenta-se a Tabela 2, que contém a estatística descritiva das variáveis em estudo, bem como o teste *t* de Student, com o intuito de verificar se há diferenças significativas de médias entre os indicadores de desempenho econômico, política de investimentos e estrutura corporativa de empresas industriais brasileiras nos períodos de

prosperidade (pré-crise) e recessão (crise) econômica.

Mediante estatística descritiva apresentada na Tabela 2, é possível verificar, de forma preliminar, que em praticamente todas as variáveis estudadas há diferenças significativas entre as médias nos períodos pré-crise econômica e crise econômica. Numa análise específica, tem-se, inicialmente, quanto aos indicadores de rentabilidade – ROA e MB – que o desempenho das empresas industriais brasileiras analisadas é significativamente menor nos anos de recessão econômica comparativamente aos de prosperidade (pré-crise) econômica. Levando-se em consideração a assertiva de Colombo et al. (2016) de que a crise tende a gerar acentuada e generalizada queda na demanda de vendas e, por consequência, tais condições desfavoráveis do mercado afetarão o funcionamento e a sobrevivências das empresas (COWLING et al., 2015), torna-se natural as organizações apresentarem, em média, patamares de desempenho inferiores nos anos de crise em comparação aos atingidos quando o mercado estava aquecido (pré-crise).

Neste sentido, a efeito de comparação, a crise financeira do leste-asiático ocorrida depois da

segunda metade da década de 1990 que afetou intensamente o desempenho do setor empresarial, sendo explicada, por alguns autores, como consequências de choques diversos, como queda na demanda agregada e escassez de capital de giro (CLAESSENS; DJANKV; XU, 2000). Mais recentemente, Dolenc, Grum e Iaporsek (2012) analisaram empiricamente o impacto da crise financeira e

econômica em setores industriais da economia eslovena e confirmaram que o desempenho das empresas é significativamente menor em períodos recessivos, confirmando o efeito negativo da crise financeira, sendo significativo na maioria dos setores estudados, corroborando, portanto, com os achados evidenciados nesta pesquisa para o cenário brasileiro.

Tabela 2. Estatística Descritiva e Teste de Média das Variáveis.

	Estatística Descritiva								Teste de Média (t de Student)	
	Pré-Crise Econômica (2010 a 2013)				Crise Econômica (2014 e 2015)				T	Sig.
	Média	DP	Mín.	Máx.	Média	DP	Mín.	Máx.		
ROA	0,089	0,072	-0,163	0,364	0,065	0,069	-0,150	0,302	4,286	0,000*
MB	0,134	0,121	-0,233	0,679	0,101	0,123	-0,385	0,544	3,464	0,001*
IV	0,062	0,042	0,001	0,304	0,053	0,035	0,000	0,216	2,984	0,003*
END	0,577	0,186	0,090	1,245	0,628	0,233	0,110	1,750	-3,242	0,001*
LC	1,785	1,188	0,346	8,555	1,727	1,156	0,194	6,930	0,635	0,525
CV	0,116	0,155	-0,392	0,716	0,072	0,152	-0,297	0,598	3,718	0,000*
TAM	14,824	1,606	10,324	20,440	15,044	1,634	10,805	20,618	-1,744	0,082**
ID	48	30	3	141	51	29	7	143	-	-
IVDF	-	-	-	-	0,061	0,034	0,002	0,190	-	-

*Significância ao Nível de 5%; ** Significância ao Nível de 10%.

Legenda: ROA –Retorno sobre os Ativos; MB – Margem Bruta; IV – Investimento; END – Endividamento; LC – Liquidez Corrente; CV – Crescimento das Vendas; TAM – Tamanho; ID – Idade; IVDF – Investimento Defasado.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Ademais, tem-se que as aquisições de bens do ativo imobilizado, vinculadas às políticas de investimentos corporativas, são significativamente inferiores nos períodos de recessão econômica. Bradley, Shepherd e Wiklund (2011) mencionam que organizações, principalmente as novas que estão buscando reconhecimento, tendem a defrontar-se com número reduzido de oportunidades em ambientes adversos. Desta forma, entende-se que tais ambientes difíceis estão atrelados a períodos recessivos, característicos de economias instáveis, como é o caso amplamente evidenciado em países emergentes como o Brasil. Portanto, torna-se natural que haja redução de investimentos realizados por gestores em períodos de declínio econômico, uma vez que as oportunidades são mais escassas e devem ser melhores avaliadas antes da efetiva tomada de decisão. Além disso, conforme Freitas (2009) – referindo ao mercado de crédito – os efeitos da crise tendem a gerar aversão ao risco. Logo, acredita-se que gestores corporativos também são tomados por tal comportamento diante do pessimismo existente em períodos de recessão, reduzindo a propensão de aquisições de imobilizado nos referidos períodos.

Quanto ao endividamento, nota-se também que há crescimento do uso de capital de terceiros no período de crise econômica. Mais especificamente, nos anos classificados como pré-crise (2010 a 2013), o uso de recursos de terceiros pelas empresas da amostra era em média de 57,70%, sendo que tal proporção passou a ser de 62,8% nos anos de crise (2014 e 2015), diferença esta estatisticamente significativa. Freitas (2009) menciona que quando expectativas de mercado se deterioram, os bancos tendem a reduzir a concessão de crédito, cedendo poucas linhas e prazos, elevando os juros e as exigências de garantia. Tal fato nos leva ao entendimento de que em períodos recessivos as organizações diminuiriam a alavancagem, principalmente a fim de não ficarem expostas a juros abusivos, indo de encontro aos achados desta pesquisa. Além disso, Akbar, Rehman e Ormrod (2013) evidenciaram em sua pesquisa com empresas do Reino Unido que a crise de crédito, advinda da crise financeira de 2007-2009, afetou negativamente o grau de alavancagem das empresas privadas, ou seja, as políticas financeiras e de investimentos de tais empresas estão suscetíveis a variações nas ofertas de crédito.

Todavia, estudos anteriores já constataram empiricamente que tal processo de financiamento, na prática, pode ser ambíguo. Damijan (2014) investigou o grau de alavancagem de empresas eslovenas durante a crise financeira que recentemente atingiu este país. Os achados apontaram que metade das empresas da amostra enfrentam grau de alavancagem insustentável, ou seja, relevante parcela das organizações demonstraram-se excessivamente endividadas durante a recessão (DAMIJAN, 2014). Tais achados, portanto, conotam-se mais próximos aos evidenciados nesta pesquisa, em que empresas aumentaram seu endividamento em períodos de declínio econômico, muito provavelmente devido à redução do desempenho econômico no mesmo período que afeta a capacidade das empresas financiarem suas atividades com maior proporção de capital próprio.

Além disso, vinculado ao exposto, há evidências na literatura, como no próprio estudo de Akbar, Rehman e Ormrod (2013), de que as organizações do Reino Unido não diminuem as distribuições aos acionistas em respostas às dificuldades financeiras em tempos de recessão econômica. Desta forma, se eventualmente o referido efeito ocorre no contexto brasileiro, a redução no desempenho das organizações em período de crise e a manutenção dos pagamentos aos acionistas acarretará a necessidade de aumentar o endividamento a fim de financiar as atividades operacionais corporativas.

Ademais, com diferenças de médias entre variáveis ainda significativas, tem-se crescimento das vendas e tamanho, sendo estas estatisticamente comprovadas ao nível de 5% e 10%, respectivamente. Dentre elas, destaca-se, portanto, o menor crescimento das vendas registrado pelas empresas em períodos de crise na sua comparação com períodos pré-crise, o que é natural e corrobora com a assertiva de Fabregá e Nicolau (2016) de que períodos de declínio econômico impactam as organizações de diversas formas, dentre tais nas variáveis vendas, política de preços e decisões de financiamento e investimento, apoiando, desta forma, os resultados anteriormente mencionados.

Além disso, cabe destacar que o crescimento médio das vendas nos anos de 2014 e 2015 (período de crise) foi de 7,20%, sendo, portanto, de 14,40% no consolidado, o que é inferior à inflação do período que foi de 15,36% - 6,33% em 2014 e 9,03% em 2015 – conforme dados do *World Bank* (2016), apontando que as organizações não estão conseguindo, neste período de declínio, manter o poder aquisitivo em suas vendas realizadas.

Por fim, tem-se que a única variável que não apresentou variância significativa do período pré-crise para o período crise foi de liquidez corrente, definida por alguns pesquisadores como folga financeira. Apesar de não significativo, nota-se que o referido índice de liquidez diminuiu de 1,785 para 1,727 entre os períodos de prosperidade e recessão econômica, o que é natural, visto que a folga proporciona segurança, podendo ser destinada quando da existência de turbulência econômica (TAN; PENG, 2003), a fim de garantir a capacidade das empresas de honrar seus compromissos mesmo com a aflição momentânea do desempenho e restrições nas entradas de fluxo de caixa.

Visto e discutido os resultados das variáveis conforme estatística descritiva e teste de médias (t de *Student*) apresentam-se, na Tabela 3, os resultados para a influência da política de investimentos no desempenho econômico das empresas foco do estudo, que posteriormente serão analisados de forma mais abrangente, visando assim atingir ao objetivo de pesquisa.

Conforme Tabela 3, nota-se que foi operacionalizado quatro modelos de regressão linear múltipla, sendo dois deles para os dados dos períodos pré-crise (2010 a 2013) e outros dois para os períodos de crise econômica (2014 e 2015). Todos os quatro modelos, operacionalizados com variável dependente Retorno sobre os Ativos (ROA) ou Margem Bruta (MB), são significativos ao nível de 5%, o que permite inferências acerca dos achados. Além disso, outros testes estatísticos realizados, que atendem aos pressupostos básicos da regressão, como o Fator de Inflação de Variância (VIF) demonstra que não existe multicolineariedade entre as variáveis do estudo

em nenhum dos modelos e, o Durbin-Watson, apontando não haver, portanto, problemas de que está sempre muito próximo ao ideal (valor 2), autorrelação.

Tabela 3. Influência da Política de Investimentos no Desempenho Econômico (ROA e MB).

	Pré-Crise Econômica (2010 a 2013)				Crise Econômica (2014 e 2015)			
	ROA		MB		ROA		MB	
	(Equação 1)		(Equação 2)		(Equação 3)		(Equação 4)	
	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.
IV	0,234	0,002*	0,002	0,984	0,217	0,130	0,351	0,172
END	-0,103	0,000*	-0,197	0,000*	-0,094	0,000*	-0,128	0,001*
LC	-0,009	0,008*	-0,016	0,003*	-0,005	0,236	-0,004	0,607
CV	0,109	0,000*	0,153	0,000*	0,126	0,000*	0,156	0,003*
TAM	-0,003	0,119	0,017	0,003*	-0,004	0,129	0,005	0,282
ID	-0,0002	0,035*	0,001	0,000*	-0,0003	0,062**	-0,001	0,002*
IVDF	-	-	-	-	-0,048	0,756	-0,247	0,374
_Cons	0,195	0,000*	0,028	0,636	0,194	0,000*	0,134	0,128
R ²	0,138		0,205		0,182		0,168	
Sig.	0,000*		0,000*		0,000*		0,000*	
DW	2,012		2,086		1,940		1,951	
VIF	<1,67		<1,67		<1,73		<1,73	
Obs.	492		492		246		246	

*Significância ao Nível de 5%; ** Significância ao Nível de 10%.

Legenda: ROA –Retorno sobre os Ativos; MB – Margem Bruta; IV – Investimento; END – Endividamento; LC – Liquidez Corrente; CV – Crescimento das Vendas; TAM – Tamanho; ID – Idade; IVDF – Investimento Defasado; DW – Durbin-Watson; VIF – Variance Inflation Factor.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Numa análise detalhada dos resultados, dar-se inicialmente foco aos achados vinculados à política de investimentos e sua influência no desempenho econômico, visto que tal relação consiste no objetivo desta pesquisa e estão vinculadas as três hipóteses testadas. Neste sentido, tem-se que as aquisições de ativo imobilizado – investimentos – afetam positivamente o ROA das empresas nos anos pré- crise. Teece, Pisano e Shuen (1997) discutem que uma das formas das organizações criarem e sustentarem vantagem competitiva frente aos concorrentes dar-se em forma de posições de ativos da empresa, que perpassa por questões tecnológicas, advindas de investimentos, que levarão a inovação. Tal processo envolve a escolha racional entre um conjunto bem definido de alternativas de investimentos.

Neste mesmo sentido, Kretzer e Menezes (2006) mencionam que para uma empresa manter uma posição forte, até mesmo de liderança de mercado, deve encontrar na própria função de desenvolvimento tecnológico uma oportunidade viável para aumentar a economia de escala, acelerando assim o ritmo de introdução de nova produção ou aumentando o investimento necessário a um novo modelo. Dado isto, é

teoricamente razoável pressupor que empresas que investem de forma mais ativa em aquisições de ativos tangíveis vislumbram oportunidades no mercado que lhes proporciona, por consequência, desempenho econômico superior em períodos prósperos. Desta forma, a relação positiva e significativa da variável investimento no ROA observada nesta pesquisa permite aceitar a hipótese 1, confirmando que maiores investimentos em período pré- crise influencia positivamente no desempenho econômico de empresas industriais brasileiras no referido período.

Na sequência, observa-se que a variável investimento, nos modelos referentes ao período de crise econômica, apresenta coeficiente positivo tanto para o ROA como para a MB, todavia, não são significativos, não permitindo inferir acerca da relação entre tais indicadores. Colombo et al. (2016) mencionam que diversas organizações reagem a crise realizando maiores investimentos, a fim de desenvolver novos produtos ou expandir suas atividades para mercados internacionais e, por consequência, melhorar seu desempenho. Todavia, neste estudo, apesar do sinal positivo, consonante com o esperado, a insignificância estatística evidenciada não aceita a hipótese 2 de pesquisa,

ou seja, rejeita-se que maiores investimentos em período de crise influencia positivamente no desempenho econômico de empresas brasileiras no referido período.

Os resultados acima mencionados podem estar vinculados à magnitude da tomada de decisão em períodos de crise. De fato, Fabregá e Nicolau (2016) revelam que períodos de recessão introduzem tendências complexas na tomada de decisões estratégicas dos negócios. Diante de todas as ameaças existentes em períodos recessivos, torna-se razoável que investimentos sejam mais suscetíveis a não fornecerem os resultados planejados ou, até mesmo, demorarem mais para maximizar o desempenho das organizações, o que explicaria a não influência encontrada. Brito, Brito e Morganti (2009) mencionam que descobertas verificam a influência da inovação (que pode ser impulsionada pela política de investimentos) na lucratividade são ambíguas, ora tendo-se relação, ora não. Isto leva a possibilidade latente de pesquisas futuras investigarem tal fenômeno com arranjos metodológicos diferentes.

Com relação a variável investimento defasado, vinculada a hipótese 3 de pesquisa, em que se verificou a influencia de aquisições tangíveis passadas (período pré-crise) no desempenho econômico atual (período crise) das organizações, tem-se que para a amostra em estudo não há relação. Mais especificamente, em ambos os modelos, o coeficiente apresentou-se negativo, além de não significativo, o que impossibilita inferências. Assim, rejeita-se a referida hipótese de que maiores investimentos em período pré-crise influencia positivamente no desempenho econômico de empresas brasileiras no período de crise.

Neste contexto, os argumentos teóricos dados por Colombo et al. (2016) de que organizações que realizam maiores investimentos tendem a reagir a crise e alcançar melhor *performance* novamente vão de encontro com os achados desta pesquisa. Desta forma, a assertiva de Assaf Neto e Lima (2014) de que investimentos fixos possuem potencial de definir o futuro da organização e que, uma vez tomadas, decisões deste tipo tornam-se de difícil reversão,

ênfaticamente a importância deste fenômeno no mundo corporativo. Todavia, cabe destacar que, o cenário brasileiro, por se tratar de economia emergente, torna tal relação ainda mais complexa, mediante conjuntura econômica historicamente instável. Investimentos passados podem não surtir efeitos no longo prazo, pois projetos de penetração do mercado podem ser impactados negativamente pela reversão rápida do cenário econômico, típica de economias como a brasileira.

Visto e analisado a influencia da política de investimentos na *performance* corporativa, em que aceitou-se a hipótese 1 de pesquisa e rejeitou-se as hipóteses 2 e 3, é importante compreender, ainda, as demais variáveis que afetam o desempenho econômico das indústrias brasileiras tanto no período pré-crise (2010 a 2013) como de crise econômica (2014 e 2015). Desta forma, tem-se inicialmente que o endividamento, nos quatro modelos operacionalizados, demonstrou influência negativa para com o desempenho econômico, sendo sempre significativo ao nível de 5%. Desta forma, tem-se que tanto em períodos de prosperidade como de recessão econômica empresas atingem seu melhor resultado – indicadores ROA e MB – operando com níveis mais baixos de endividamento.

Tais evidências para o endividamento são consonantes com as prerrogativas da teoria de finanças *pecking-order*. Tal teoria defende que as organizações devem seguir uma hierarquia de preferências para captação de recursos, iniciando pelo uso de capital próprio, posteriormente de terceiros e, em última instância, não havendo alternativa adicional, recorrer ao mercado acionário. Tal fato está pautado na questão de assimetria de informação, visto que fontes externas não possuem conhecimento de todas as informações, tornando o risco mais elevado e, desta forma, buscam compensar tal risco elevando o custo do capital, o que reduz a *performance* corporativa quando do uso mais intenso da alavancagem (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). Teoricamente, Abrantes (2013) menciona ainda que a relação negativa entre endividamento e rentabilidade visa justamente mitigar os efeitos da assimetria e

evitar que o valor da empresa seja depreciado após o anúncio de uma oferta de ações.

Ademais, a liquidez corrente (ou folga financeira) apresenta relação negativa para com o desempenho econômico, todavia, é estatisticamente significativa apenas nos modelos de pré-crise econômica. Desta forma, tais achados podem ser explicados pelas assertivas de Tan e Peng (2003) de que recursos de folga podem representar custos adicionais às empresas por não estarem alinhados a estrutura organizacional ou, ainda, de que tais recursos ociosos são convidativos para a ineficiência (DANIEL et al., 2004). Todavia, cabe destacar ainda, que Tan e Peng (2003) mencionam que folga pode proporcionar também segurança, principalmente em cenários econômicos adversos, o que justificaria a não significância estatística da relação entre folga e desempenho nos períodos de crise, uma vez que tais recursos em excesso passam a desempenhar outro papel na gestão organizacional.

A variável crescimento das vendas, por sua vez, aponta relação positiva para com o desempenho econômico, tanto nos anos de 2010 a 2013 (pré-crise) como em 2014 e 2015 (crise). Tais resultados estão de acordo com o esperado, visto que o crescimento das vendas traz consigo a economia de escala mencionada por Kretzer e Menezes (2006), economia esta que também pode justificar o fato da variável tamanho influenciar positivamente na margem bruta das organizações (apenas no período pré-crise), pois empresas maiores conseguem diluir melhor seus custos fixos, apresentam maior poder de barganha junto a fornecedores, além da diversificação do portfólio produtivo. Por fim, a variável idade apresenta resultados ambíguos, todavia, os coeficientes são sempre muito baixos, pouco influenciando, portanto, no desempenho econômico das empresas industriais brasileiras em estudo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve por objetivo verificar a influência da política de investimentos no desempenho econômico de empresas industriais brasileiras

em períodos pré-crise e crise econômica. Os achados identificados mediante estatística descritiva e teste de médias (*t* de *Student*) confirmam que as empresas industriais brasileiras vêm perdendo desempenho econômico com o enfraquecimento da economia nos anos de 2014 e 2015. Além disso, no referido período, definido como de crise, mediante declínio econômico e problemas políticos existentes no Brasil, empresas tem investido menos em aquisições de ativos fixos, principalmente devido às oportunidades serem mais escassas e as ameaças mais evidentes nestes períodos turbulentos.

Ademais, os modelos de regressão linear múltipla, operacionalizados para os períodos pré-crise (2010 a 2013) e crise (2014 e 2015) separadamente e buscando atender, sobretudo, ao objetivo de pesquisa, demonstram que empresas que efetuam maior nível de investimentos em períodos de prosperidade econômica apresentam desempenho superior, corroborando com os pressupostos teóricos como de Teece, Pisano e Shuen (1997) de que a criação de vantagem competitiva a fim de auferir resultados superiores frente aos concorrentes perpassa pelos investimentos em ativos.

Todavia, apesar dos preceitos teóricos sugerirem tal relação também em períodos de crise, os resultados da pesquisa não foram significantes para os anos de recessão econômica, mesmo o coeficiente sendo positivo, conforme esperado. Desta forma, acredita-se que as complexidades de ambientes turbulentos podem fazer com que decisões de investimentos sejam mais difíceis e suscetíveis a fugirem do planejamento. Além disso, verificou-se ainda que investimentos passados não proporcionam melhor *performance* corporativa as empresas industriais brasileiras nos períodos de recessão, indo de encontro com a hipótese teórica. Assim, sugere-se que declínios econômicos podem fazer com que investimentos realizados em períodos de prosperidade econômica percam seu potencial de maximizar o resultado das empresas. Tais resultados são importantes, ainda mais para corporações atuantes em economias emergentes, visto que estes mercados tendem a ser mais instáveis ao longo do tempo, o que

demanda tomada de decisão acurada por parte dos gestores.

Todavia, ressalta-se que tais resultados devem ser interpretados com cautela, havendo a necessidade de mais pesquisas a fim de contribuir para a formação do conhecimento acerca do tema, principalmente em economias emergentes, onde se tem maior instabilidade econômica, gerando, portanto, tendências mais complexas na tomada de decisões estratégicas dos negócios (FABREGÁ; NICOLAU, 2016), uma vez que as referidas decisões de investimentos representam um dos principais fatores que determinam o valor das organizações (Antunes & Procianny, 2003), no curto e principalmente no longo prazo.

Assim sendo, por esta pesquisa apresentar algumas limitações, como a lacuna temporal definida como período de crise ser reduzida (apenas 2014 e 2015), estudos futuros podem aumentar o espaço temporal de análise, principalmente devido à crise econômica e política brasileira ainda não ter sido superada, o que acarretará maior volume de dados no futuro para análise. Além disso, é importante ainda estender os preceitos desta pesquisa a outras economias emergentes que apresentem contextos econômicos similares, principalmente de países da América-Latina, que experimentam, por vezes, períodos igualmente turbulentos, proporcionando informações potenciais de comparação entre nações. Por fim, conclui-se que estudos deste tipo são essenciais, pois apresentam potencial em trazer *insights* importantes acerca da correta tomada de decisão quanto aos investimentos, que influenciam no desempenho organizacional e, por consequência, na continuidade das empresas no mercado.

REFERÊNCIAS

ABRANTES, C. A. M. **Os Determinantes da Estrutura de Capital de Pequenas e Médias Empresas do Setor da Hotelaria**. Dissertação (Mestrado em Economia). Universidade da Beira Interior, Covilhã, 2013.

AFTHONIDIS, E. P.; TSIOTRAS, G. D. Strategies for Business Excellence Under an Economic Crisis. **The TQM Journal**, v. 26, n. 6, p. 610-624, 2014.

AKBAR, S.; REHMAN, S. ur; ORMROD, P. The Impact of Recent Financial Shocks on the Financing and Investment Policies of UK Private Firms. **International Review of Financial Analysis**, v. 26, n. 1, p. 59-70, 2013.

ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M. Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment. **The Review of Financial Studies**, v. 20, n. 5, p. 1429-1460, 2007.

ANTUNES, M. A.; PROCIANNOY, J. L. Os Efeitos das Decisões de Investimentos das Empresas sobre os Preços de suas Ações no Mercado de Capitais. **Revista de Administração de Empresas**, v. 38, n. 1, p. 5-14, 2003.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e Análise de Balanços**. (12. ed.). São Paulo: Atlas, 2015.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Curso de Administração Financeira**. (3. ed.). São Paulo: Atlas, 2014.

BARBOSA FILHO, F. de H. A Crise Econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, v. 31, n. 89, p. 51-60, 2017.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C. Determinantes da Estrutura de Capital das Companhias Abertas na América Latina: um Estudo Empírico Considerando Fatores Macroeconômicos e Institucionais. **Revista de Administração Mackenzie - RAM**, v. 10, n. 6, p. 47-77, 2009.

BOBILLO, A. M.; SANZ, J. A. R.; GAITE, F. T. Innovation Investment, Competitiveness, and Performance in Industrial Firms. **Thunderbird International Business Review**, v. 48, n. 6, p. 867-890, 2006.

BOBILLO, A. M.; TEMPRANO, M. F.; GAITE, F. T. **Innovación Tecnológica y Desarrollo Regional**. Valladolid: Lex Nova, 2003.

- BRADLEY, S. W.; SHEPHERD, D. A.; WIKLUND, J. The Importance of Slack for New Organizations Facing 'Tough' Environments. **Journal of Management Studies**, v. 48, n. 5, p. 1071-1097, 2011.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Financiamento e Gestão de Risco**. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- BRITO, E. P. Z.; BRITO, L. A. L.; MORGANTI, F. Inovação e o Desempenho Empresarial: Lucro ou Crescimento? **Revista de Administração de Empresas – RAE**, v. 8, n. 1, p. 1-24, 2009.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; XU, L. C. Corporate Performance in the East Asian Financial Crisis. **The World Bank Research Observer**, v. 15, n. 1, p. 23-46, 2000.
- COLOMBO, M. G.; PIVA, E.; QUAS, A.; ROSSILAMASTRA, C. How High-Tech Entrepreneurial Ventures Cope with the Global Crisis: Changes in Product Innovation and Internationalization Strategies. **Industry and Innovation**, v. 23, n. 7, p. 647-671, 2016.
- COWLING, M., LIU, W.; LEDGER, A.; ZHANG, N. What Really Happens to Small and Medium-Size Enterprises in a Global Economic Recession? UK Evidence on Sales and Job Dynamics. **International Small Business Journal**, v. 33, n. 5, p. 488-513, 2015.
- DAMIJAN, J. P. **Corporate Financial Soundness and its Impact on Firm Performance: Implications for Corporate Debt Restructuring in Slovenia**. Working Paper: European Bank for Reconstruction and Development, 2014.
- DANIEL, F.; LOHRKE, F. T.; FORNACIARI, C. J.; TURNER JR, R. A. Slack Resources and Firm Performance: a Meta-Analysis. **Journal of Business Research**, v. 57, n. 6, p. 565-574, 2004.
- DOLENC, P.; GRUM, A.; LAPORSEK, S. The Effect of Financial/Economic Crisis on Firm Performance in Slovenia – A Micro Level, Difference-in-Differences Approach. **Montenegrin Journal of Economics**, v. 8, n. 2, p. 207-222, 2012.
- FABREGÁ, M. B.; NICOLAU, A. R. Empreendimento y Supervivencia Empresarial em Época de Crisis: El Caso de Barcelona. **Intangible Capital**, v. 12, n. 1, p. 95-120, 2016.
- FEURER, R.; CHAHARBAGHI, K. Defining Competitiveness: A Holistic Approach. **Journal of Management Decision**, v. 32, n. 2, p. 49-58, 1994.
- FILIPPETTI, A.; ARCHIBUGI, D. Innovation in Times of Crisis: National Systems of Innovation, Structure, and Demand. **Research Policy**, v. 40, n. 2, p. 179-192, 2011.
- FIRER, S.; WILLIAMS, S. M. Intellectual Capital and Traditional Measures of Corporate Performance. **Journal of Intellectual Capital**, v. 4, n. 3, p. 348-360, 2003.
- FREITAS, M. C. P. de. Os Efeitos da Crise Global no Brasil: Aversão ao Risco e Preferência pela Liquidez no Mercado de Crédito. **Estudos Avançados**, v. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.
- IBRAHIM, A. E. A. Economic growth and cost stickiness: evidence from Egypt. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 13, n. 1, p. 119-140, 2015.
- KAMBIL, A. What is your Recession Playbook? **Journal of Business Strategy**, v. 29, n. 5, p. 50-52, 2008.
- KRETZER, J.; MENEZES, E. A. A Importância da Visão Baseada em Recursos na Explicação da Vantagem Competitiva. **Revista de Economia Mackenzie**, v. 4, n. 4, p. 63-87, 2006.
- KRUGER, S. D.; PETRI, S. M. Novas Evidências da Relação entre Medidas Tradicionais de Desempenho e Aquelas Baseadas na Geração de Valor a Partir de Custo de Capital. **Revista Universo Contábil**, v. 10, n. 2, p. 125-145, 2014.
- LAFFRANCHINI, G.; BRAUN, M. Slack in Family Firms: Evidence from Italy. **Journal of Family**

- Business Management**, v. 4, n. 2, p. 171-193, 2014.
- LAI, Y.; SARIDAKIS, G.; BLACKBURN, R.; JOHNSTONE, S. Are the HR Responses of Small Firms Different from Large Firms in Times of Recession? **Journal of Business Venturing**, v. 31, n. 1, p. 113-131, 2016.
- LATHAM, S.; BRAUN, M. Economic Recessions, Strategy, and Performance: a Synthesis. **Journal of Strategy and Management**, v. 4, n. 2, p. 96-115, 2011.
- LEITE, R. M. G. **Idade da Firma, Valor, Desempenho e Governança Corporativa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial). Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2011.
- LOSS, L.; SARLO NETO, A. O Inter-Relacionamento entre Políticas de Dividendos e de Investimentos: Estudo Aplicado às Companhias Brasileiras Negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade e Finanças - USP**, v. 17, n. 40, p. 52-66, 2006.
- MALTA, T. L.; CAMARGOS, M. A. de. Variáveis de Análise Fundamentalista e Dinâmica e o Retorno Acionário de Empresas Brasileiras entre 2007 e 2014. **Revista de Gestão - REGE**, v. 23, n. 1, p. 52-62, 2016.
- MCCONNELL, J. J.; MUSCARELLA, C. J. Corporate Capital Expenditures Decisions and the Market Value of the Firm. **Journal of Financial Economics**, v. 14, n. 3, p. 399-422, 1985.
- MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N.S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- OREIRO, J. L. A Grande Recessão Brasileira: Diagnóstico e uma Agenda de Política Econômica. **Estudos Avançados**, v. 31, n. 89, p. 75-88, 2017.
- ROBERTS, K. What Strategic Investments Should you Make During a Recession to Gain Competitive Advantage in the Recovery? **Strategy & Leadership**, v. 31, n. 4, p. 31-39, 2003.
- SANDERS, Wm G.; HAMBRICK, D. C. Swinging for the Fences: The Effects of CEO Stock Options on Company Risk-Taking and Performance. **Academy of Management Journal**, v. 5, n. 5, p. 1055-1078, 2007.
- SOUDER, D.; REILLY, G.; BROMILEY, P.; MITCHELL, S. A Behavioral Understanding of Investment Horizon and Firm Performance. **Organization Science**, v. 27, n. 5, p. 1202-1218, 2016.
- SUDIYATNO, B.; PUSPITASSI, E.; KARTIKA, A. The Company's Policy, Firm Performance, and Firm Value: An Empirical Research on Indonesia Stock Exchange. **American International Journal of Contemporary Research**, v. 2, n. 12, p. 30-40, 2012.
- TAN, J.; PENG, M. W. Organizational Slack and Firm Performance During Economic Transitions: Two Studies from an Emerging Economy. **Strategic Management Journal**, v. 24, n. 13, p. 1249-1263, 2003.
- TAVARES FILHO, F. **Rentabilidade e Valor das Companhias no Brasil: uma Análise Comparativa das Empresas que Aderiram aos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2006.
- TEECE, D. J.; PISANO, G.; SHUEN, A. Dynamic Capabilities and Strategic Management. **Strategic Management Journal**, v. 18, n. 7, p. 509-533, 1997.
- VIEIRA, E. S.; PINHO, C. C.; OLIVEIRA, D. A Concessão de Crédito Comercial e o Financiamento dos Clientes: Evidência nas

Empresas Portuguesas. **Revista Universo Contábil**, v. 9, n. 4, p. 144-156, 2013.

VIEIRA, R. S. **The Relationship Between Liquidity and Profitability: An Exploratory Study of Airline Companies Between 2005 and 2008**. Master Thesis. UMEA University, Umea/Sweden, 2010.

WAN, W. P.; YIU, D. W. From crisis to opportunity: environmental jolt, corporate acquisitions, and firm performance. **Strategic Management Journal**, v. 30, n. 1, p. 791-801, 2009.

WARE, E. O. Liquity Management and Its Effect on Profitability in a Tough Economy: (A Case of Companies Listed on the Ghana Stock Exchange). **International Journal of Research in Business Studies and Management**, v. 2, n. 11, p. 34-66, 2015.

WIDYASTUTI, P.; SUHADAK; MUSADIEQ, M. Al.; HSU, W. L. The Influence of Financial Performance and Dividend Policy on Firm Value. **Journal of Business Studies**, v. 2, n. 1, p. 16-25, 2016.

WORLD BANK –**World Development Indicators, GDP Growth (annual %)**. Recuperado em 04 novembro, 2016, de <<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>>.

WORLD BANK – *World Development Indicators, Inflation, Consumer Prices (annual%)*. Recuperado em 21 dezembro, 2016, de <<http://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2015&locations=BR&start=1981>>

ZHONG, H. The relationship between slack resources and performance: an empirical study from China. **Modern Education and Computer Science**, v. 3, n. 1, p. 1-8, 2011.

Endereço dos Autores:

Rua Antônio da Veiga, 140 - Sala D202
Bairro Itoupava Seca
Blumenau – SC – Brasil
89030-903