

Folga Financeira Versus Desempenho Econômico: Um Estudo Em Empresas Do Setor De Petróleo, Gás E Biocombustíveis Listadas Na B3

DÉBORA ANNE TROJAN

Universidade do Oeste de Santa Catarina - UNOESC

DEBORA DANIELLI

Universidade do Oeste de Santa Catarina - UNOESC

ANDRÉ CARLOS EINSWEILLER

Universidade do Oeste de Santa Catarina - UNOESC

Resumo

O estudo teve como objetivo analisar a influência da folga financeira no desempenho econômico das empresas do setor de petróleo, gás e biocombustíveis das empresas listadas na B3. Para tal, utilizou-se da pesquisa descritiva, documental e quantitativa, sendo a amostra composta de 10 empresas brasileiras listadas na B3, totalizando 40 observações, entre os períodos de 2015 a 2018. Para esse recorte temporal levou-se em consideração a Operação Lava Jato, desencadeada a partir de 2014. Os dados das variáveis de desempenho, da folga financeira e das variáveis de controle foram extraídos da base de dados da Economatica®. Para a análise dos dados foi utilizada a estatística descritiva, correlação de Pearson e a regressão linear com uso do *software* SPSS®. Os resultados demonstram que a alta folga financeira influencia para um melhor desempenho. Entretanto, é possível identificar que empresas maiores estão propensas a obter um melhor desempenho, e que as empresas mais endividadas estão associadas a piores indicadores de desempenhos. Dessa forma, é possível identificar que o período da Operação Lava Jato não influenciou o desempenho das empresas do setor, por mais que nesse período as empresas possam ter perdido contratos com o governo e valor de mercado, elas apresentaram alta folga financeira e indicadores de desempenho saudáveis. Ademais, o estudo contribui para investidores e acionistas, visto que em um período de crise econômica possuem riscos inerentes com o investimento e o seu retorno e também aos seus fornecedores, clientes, credores, bem como a sociedade, que possui interesse pela continuidade operacional dessas empresas.

Palavras-chave: Folga Financeira, Desempenho Econômico, Estrutura de Capital.

1 INTRODUÇÃO

A importância de entender a influência da folga financeira no desempenho econômico das empresas é indispensável, considerando seu impacto nas decisões econômicas, e, sobretudo seu papel de subsidio para as organizações se manterem competitivas no mercado (Pamplona, Padilha & Silva, 2018). A folga financeira é descrita por Heinzen, Furtado Sell e Silva (2016) como um conceito amplo que envolve a liquidez e a capacidade da empresa de levantar novos recursos junto ao mercado financeiro, influenciando nas decisões gerenciais de uma organização, promovendo o seu desenvolvimento com maior flexibilidade estratégica.

Por outro lado, a folga financeira torna-se um mecanismo que ocasiona mudanças no desempenho das empresas, ao considerarmos, que ela pode absorver impactos no que tange as pressões durante uma mudança política, como também proporciona o início de uma transformação nas estratégias das empresas (Pamplona, Padilha & Silva, 2018). Em face dessa realidade, boas estratégias melhoram seus desempenhos, tornando as empresas mais competitivas, ou seja, o desempenho organizacional torna-se indispensável (Heinzen, Furtado Sell & Silva, 2016).

Ademais, empresas de todos os setores estão expostas a dificuldades na busca do seu desempenho econômico. Observa-se uma grande relação de recursos disponíveis que proporcionam maior liquidez e rentabilidade para assegurar o crescimento das organizações. Esses funcionam como estimulantes para as empresas passarem por momentos que lhe trazem situações de riscos, sem fracassar no êxito de seus objetivos (Bueren, Starosky Filho & Krespi, 2014).

Tendo em vista que o desempenho econômico que afeta diversos setores econômicos, Machado, Famá e Godoy (2012) destacam que o setor de petróleo tem grande representatividade na economia brasileira, tal constatação é observada nos demais setores que dependem desse recurso para sua produção de capital. Diante disso, os autores trazem duas particularidades: a) o petróleo é *commodity* básica para a economia moderna, recurso finito e não renovável; e b) a extração desse recurso apresenta dificuldades e riscos crescentes, demandando significativos volumes de capital. Consequentemente, as empresas petrolíferas precisam possuir um desempenho econômico satisfatório para que o fornecimento de petróleo perdure para as demais gerações.

Deste modo, ao mesmo tempo em que a folga financeira pode ser considerada uma reserva de capacidade influenciando de forma positiva na estrutura de capital das empresas, também pode ser vista como um desperdício de recursos que pode influenciar de forma negativa o resultado (Dieguez-Barreiro, Souza & Paulista, 2011).

É possível observar que empresas com maiores indicadores de folga financeira, apresentam uma relação positiva no resultado. Estudos empíricos mostram que os resultados podem variar com uma série de circunstâncias, em alguns indicadores apresentam melhor performance e em outros casos o inverso, visto que as empresas podem constituir folga financeira com os recursos próprios ou de terceiros, influenciando diretamente os indicadores de estrutura de capital (Dieguez-Barreiro, Souza & Paulista, 2011).

Diante desse contexto, apresenta-se como problema da pesquisa: qual a influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas do setor de petróleo, gás e biocombustíveis listadas na B3? A fim de responder ao problema apresentado, tem-se como objetivo geral analisar a influência da folga financeira no desempenho econômico das empresas do setor de petróleo, gás e biocombustíveis listadas na B3.

O estudo justifica-se pela influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas em um período de mudanças políticas, em que há pesquisas ainda incipientes no setor de petróleo, gás e biocombustíveis no Brasil. A pesquisa será útil para empresas de outros setores da economia, que tenham interesse em compreender a folga financeira por meio de indicadores econômicos.

Além disso, a pesquisa aborda um importante setor econômico: o setor de Petróleo, Gás e Bicomustíveis, que conforme dados do censo realizado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística [IBGE] (2014) representa 13% do PIB nacional. Diante da importância desse setor no cenário brasileiro, visando maximizar o lucro, e sobreviver a choques internos e externos, a folga financeira pode ser trabalhada como uma estratégia de proteção, que nada mais é que, a capacidade de possuir novos recursos seja por capital próprio ou de terceiros (Campos & Nakamura, 2013).

Ademais, o estudo justifica-se pelo período em análise em razão da Operação Lava Jato no Brasil em meados do ano de 2014, encontraram-se irregularidades na Petrobrás. Aliado a isso, as empresas petrolíferas tem apresentado dificuldades econômicas no país, que decorrem principalmente da investigação criminal, crise do petróleo e crise política brasileira (Varela, 2015).

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta seção, serão abordados os assuntos que dão sustentação ao referido artigo. O primeiro tópico aborda a folga financeira, em seguida, desempenho econômico e financeiro; e, por fim, os estudos correlatos referentes à influência da folga financeira no desempenho econômico.

2.1 Folga Financeira

A folga financeira é caracterizada pela sobra de recursos necessários para o funcionamento da organização (Bueren, Starosky Filho & Krespi, 2014). Ao mesmo tempo em que é utilizada para absorver os impactos no que tange se adaptar a pressões internas e externas, a folga financeira também pode ser utilizada para iniciar mudanças estratégicas nas empresas. Nesse sentido, a folga se torna um mecanismo de influência do desempenho das organizações (Pamplona, Padilha & Silva, 2018). Heinzen, Furtado Sell e Silva (2016) destacam que as empresas absorvem recursos em épocas de crescimentos, permitindo saldar seus compromissos em possíveis períodos de crise.

Latham e Braun (2008) examinaram o papel que a folga financeira desempenha em um ambiente de recessão econômica. Os resultados demonstram que possuir folga financeira pode acelerar a recuperação das empresas, e concluíram que a folga financeira pode ser usada como estratégica em mudanças ambientais, e ser utilizada de forma favorável para eventual recuperação econômica.

Portanto, a folga financeira é determinada como uma estratégia de proteção de longo prazo das organizações. Observa-se que as empresas elevam sua liquidez com o intuito de ter folga financeira para aproveitar oportunidades futuras, que ainda não foram previstas (Padilha, Silva, Silva & Gonçalves, 2017). Ademais, os indicadores de liquidez visam medir a solidez financeira de uma empresa, confrontando os valores de Ativos Circulantes com as dívidas, e assim identificam a existência de uma folga financeira entre os recursos próprios e de terceiros (Kos, Espejo & Raifur, 2014).

Pamplona, Padilha e Silva (2018) observam que as empresas tendem a constituir folga financeira inicialmente com recursos próprios, mas quando não é possível, utilizam recursos de terceiros de longo prazo para usufruir de benefícios relacionados à folga financeira. Pamplona, Magro e Silva (2017) demonstram que empresas brasileiras que utilizam de maiores recursos de terceiros proporcionam melhor desempenho econômico, porém as empresas de Portugal possuem melhores indicadores de desempenho com capital próprio.

Nesse contexto, Padilha et al. (2017) comentam que o efeito da folga financeira sobre o desempenho de mercado das organizações depende do ambiente em que estão inseridas. Nota-se que a folga financeira gera para as organizações uma flexibilidade a ponto de tornar-se possível a sobrevivência em ambientes complexos (Heinzen, Furtado Sell & Silva, 2016).

Logo, pesquisas como de Daniel, Lohrke, Fornaciari e Turner (2004) e de Pamplona e Silva (2016), evidenciam que as empresas possuem um melhor desempenho econômico operando com maior folga financeira. Do mesmo modo, a folga financeira já foi usada como um motivo decisório de tomada de risco (Wiseman & Bromiley, 1996), inovação (Nohria & Gulati, 1996) e desempenho (Bromiley, 1991). Destaca-se sua importância na tomada de decisões, pelo fato de impactar na capacidade de liquidação do empreendimento (Heinzen, Furtado Sell & Silva, 2016).

Nesse sentido, a folga financeira é caracterizada pelo excesso de recursos visíveis aos gestores para uso futuro, possibilitando maior flexibilidade para lidar com as questões internas externas que podem afetar a empresa (Silva, Rohenkohl & Bizatto, 2018). Porém, é importante destacar que o excesso de liquidez muitas vezes é relacionado com efeito negativo, por que ao mesmo tempo em que promove oportunidades de inovação é considerada com uma

forma de desperdício de recursos e gastos que diminuem os resultados de uma organização e em consequência o seu desempenho (Padilha et al., 2017).

Na mesma linha de raciocínio, Heizen, Furtado Sell e Silva (2016) demonstram que possuir folga financeira não é sinônimo de ter melhores resultados de mercado. Além disso, constatou-se que nem sempre ter maior folga financeira implicará em um melhor retorno de ações. Padilha et al (2017) em seu estudo não chegou a uma resposta sobre o efeito positivo e negativo da folga financeira sobre o desempenho. Compete aos gestores classificar a influência da folga financeira nas atividades operacionais da organização.

Por outro lado, Silva, Rohenkohl e Bizatto (2018) asseveram que compete aos gestores considerar o grau e maturidade das empresas, para assim compreender se o menor ou maior uso da folga financeira eleva seus desempenhos econômicos.

Quando a folga encontra-se a um nível inferior do esperado, os gestores estão propensos a assumir riscos maiores; enquanto que, quando se encontra a um nível regular, poucos são os riscos que os gestores enfrentam, pois observam suas organizações operando de forma satisfatória (Dallabona & Bueren, 2012). A folga financeira disponibiliza aos gestores autonomia para explorar novas soluções e oportunidades para gerar resultados futuros nas empresas (Pamplona, Padilha & Silva, 2018).

Por meio do fornecimento de recursos disponíveis é possível que a empresa se adapte a pressões e experimente mudanças organizacionais e inovações (Padilha et al., 2017). Nesse sentido, a folga financeira é vista como uma forma de estratégia interna e externa influenciando no desempenho das organizações (Bueren, Starosk Filho & Krespi, 2014). Deste modo, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: a folga financeira influencia positivamente o desempenho econômico das empresas do setor de petróleo, gás e combustíveis.

2.2 Desempenho Econômico

As organizações são constantemente desafiadas para melhorar seu desempenho, mesmo diante de pressões externas. De tal modo que, gestores necessitam buscar explicações sobre os motivos que induzem ou impulsionam as empresas para competir e se destacar nesses momentos. Um dos motivos é a disponibilidade de recursos, que permite o cumprimento de metas mais altas, assumir riscos e garantir os objetivos organizacionais (George, 2005). Waddock e Graves (1997) comentam que os gestores são diariamente confrontados com a decisão de alocar seus recursos, em sua pesquisa é possível identificar que a disponibilidade de recursos está positivamente associada ao desempenho das empresas.

Para realizar uma análise do desempenho futuro de uma organização precisam ser consideradas as políticas de investimento, gerenciamento do fluxo de caixa e perspectivas e oportunidades futuras no mercado de capitais, auxiliando no direcionamento das organizações frente ao mercado (Silva et al., 2015). Além do mais, a avaliação do desempenho econômico é essencial as empresas, pois verifica-se pontos fortes e fracos das atividades operacionais, principalmente reportando ao rendimento e competitividade da organização. Sendo assim, é possível gerir de forma adequada soluções para assegurar aos usuários que a empresa continue operando no futuro (Silva, Floriani & Hein, 2018).

Portanto, com a finalidade de atender a continuidade da empresa, para haver novos investimentos é importante que a organização tenha bons indicadores de liquidez (De lima & De Souza Freire, 2008). Desse modo, a sobra de recursos permite as empresas capacidade de inovação. Parida e Ortqvist (2015) ampliaram seu estudo a inovação das empresas, relacionando os efeitos da capacidade organizacional com a folga financeira, trazendo efeitos positivos com o desempenho e inovação das empresas.

Do mesmo modo, Silva, Gonçalves e Leite (2016) descrevem que o desempenho de uma organização remete à forma de gestão e organização, devido às políticas usadas pelos gestores, para a tomada de decisões. Assim medindo o desempenho, que é avaliado pelos resultados de um determinado período, mensura-se a eficiência da empresa, é possível fazer uma projeção por meio da evolução dos índices passados e assim comparando com o presente. Com a comparação é possível avaliar a eficácia gerencial e os métodos utilizados na empresa, visando a melhor prática empresarial.

Analisar indicadores do passado é relevante, pois é deste ponto inicial que parte o entendimento da situação futura da organização, permite-se a comparação do nível de risco e retorno em diferentes períodos, auxiliando na tomada de decisões. Do mesmo modo, os indicadores demonstram a situação do negócio, como também sua liquidez e rentabilidade, ou seja, proporcionando uma visão geral da empresa (Silva, 2015). No mercado de ações, principalmente nas suas cotações, os indicadores são importantes para projetar a tendência do desempenho. Pois, os investidores ao investir e tomar decisões, são influenciados por expectativas de resultados futuros, e especialmente, de desempenho futuro (Kuhl, 2007).

Além disso, nota-se que os indicadores de desempenho tem um papel importante como instrumento para definir o planejamento estratégico da empresa (Fischmann & Zilber, 2000). Santos (2017) em seu estudo descreve que a liquidez, os indicadores de endividamento e rentabilidade são componentes relevantes para mensurar o desempenho econômico das organizações.

Contudo, vários são os indicadores que podem ser utilizados. Kuhl (2007) ressalta que os mais utilizados são os que envolvem resultado, como os indicadores de rentabilidade e lucratividade, principalmente nas crescentes negociações no mercado de ações, que se torna essencial às informações de desempenho oriundas de informações contábeis aos investidores. Sob o mesmo ponto de vista, Ramirez-Urquidy, Aguilar-Barcelo e Portal-Boza (2018) concluíram que as empresas que possuem nível ideal de liquidez e rentabilidade afetam de forma positiva o desempenho das empresas.

Além de indicadores como liquidez e rentabilidade, existe diversos fatores externos que trazem efeitos positivos e negativos ao resultado econômico, e dentre eles podemos citar, as mudanças políticas (Li & Zhou, 2005), estrutura de mercado (Christensen & Montgomery, 1981), competitividade diante do mercado de atuação (Costa, 2003) e períodos de crise (Bueren, Starosky Filho & Krespi, 2014).

Embora, os indicadores reflitam o desempenho das empresas de formas diferentes, auxiliam as empresas diante do mercado, sendo essencial no planejamento das metas, melhoria de processos, otimização de recursos e definição de planejamentos estratégicos. Pois, os indicadores de forma geral possuem o intuito de conhecer a situação real da empresa, influenciando diretamente nas decisões dos gestores (Siqueira, Rosa & Oliveira, 2008).

2.3 Estudos Correlatos

Empiricamente, diversos estudos acerca do assunto foram desenvolvidos, como o de Camargos e Barbosa (2005) que realizaram uma análise do desempenho financeiro em um ambiente competitivo entre as empresas brasileiras, que passaram por processos de fusões no período de 1995 e 1999. O estudo comparou os valores no triênio antes depois da fusão, os resultados identificaram uma piora na situação financeira das empresas, porém é perceptível uma melhoria na situação econômica.

Latham e Braun (2008) examinaram o papel da folga financeira em um ambiente em recessão econômica, examinando sua relação com o desempenho das empresas. Para a realização da pesquisa foram coletados dados de 450 empresas de software no período de 2001 a 2003. Os autores concluíram a partir de seu estudo que a folga financeira é uma

ferramenta para os gestores, tanto para mudanças estratégicas, quanto para uma eventual recuperação econômica, resultando em um melhor desempenho das organizações.

Bradley, Shepherd, Wiklund (2011) revela em sua pesquisa com 951 empresas de manufatura em nove anos, a importância da folga financeira para novas oportunidades de mercado e a relação entre a folga e o desempenho, especialmente em ambientes "difíceis". Dessa forma, analisou-se que a folga financeira fornece subsídios para as empresas em ambientes hostis, dinâmicos. A pesquisa demonstrou relação positiva da folga financeira com o desempenho econômico das empresas em ambientes hostis, pois, as organizações aumentam suas próprias oportunidades.

Natividade (2013) investigou em empresas de distribuição de filmes dos EUA, nos anos de 1985 a 2007, como a folga financeira afeta a geração de novos produtos, as estratégias para que isso ocorra e por consequência o desempenho econômico das empresas. Observou-se que uma folga financeira que não está prevista gera novos lançamento de novos produtos, menos gastos com marketing e nenhuma melhora no desempenho. Assim, os gestores pretendem replicar esse sucesso, mesmo que por um lado seja ocasional.

Pamplona e Silva (2016) que realizaram uma pesquisa com 373 empresas familiares e não familiares, das quais 268 estão listadas na BM & FBovespa e as 105 na Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Assim, constatou-se que a folga financeira e desempenho econômico andam juntos; e, além disso, empresas tanto brasileiras como mexicanas não familiares possuem melhor desempenho operando com maior folga financeira.

Padilha et al. (2017) verificaram o efeito da folga financeira no desempenho de mercado das empresas brasileiras e italianas. A pesquisa compreendeu uma amostra de 47 empresas brasileiras e 29 empresas italianas, e o período de análise correspondeu os anos de 2010 a 2013. Observaram seu estudo que a folga financeira tem maior impacto no desempenho das empresas italianas do que nas empresas brasileiras, porém nas empresas brasileiras colaborou para o aumento do *Market-to-book*, apresentando efeito contrário nas empresas italianas. Assim os autores concluíram que o efeito da folga financeira sobre o desempenho das empresas depende do ambiente que estão inseridas.

Piccolo et al. (2018) realizaram uma pesquisa com 190 empresas brasileiras e 104 chilenas, sobre a influência da folga financeira no desempenho econômico. Os resultados obtidos tanto no Brasil como no Chile que o lucro bruto influencia a folga financeira. Entretanto, sugere-se que as empresas tenham iniciativas no que tange a novos investimentos e decisões estratégicas quando há recursos financeiros. Porém, em períodos que não há demanda de recursos tendem a não fazer o uso adequado do que tem disponível, não aproveitando as oportunidades de crescer e inovar.

Silva, Rohenkohl e Bizatto (2018) em seu estudo concluíram que cabe aos gestores considerar o grau de estabilidade e maturidade das empresas, para que compreenda o menor ou maior uso da folga financeira com intuito de elevar seus desempenhos econômicos. Em seu estudo é perceptível que empresas com mais de 50 anos de mercado possuem uma maior relação entre folga financeira e o desempenho econômico.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Quanto aos objetivos, a pesquisa enquadra-se como descritiva, quanto aos procedimentos caracteriza-se como documental e quanto à abordagem do problema é quantitativa. A análise é realizada a partir das informações disponíveis na Economatica contemplando o período de 2015 a 2018. A população e amostra compreendem as empresas listadas na B3, compondo uma amostra intencional de 10 empresas do Setor de Petróleo, Gás e Bicomustíveis. Para determiná-la, levou-se em consideração a importância desse setor para a economia do país, que conforme já citado, representa 13% do PIB nacional.

Destas, foram encontradas 40 observações. Para operacionalização do estudo, apresenta-se na Tabela 1 as variáveis do estudo, os autores e as fontes de coleta dos dados:

Tabela 1 Composição das variáveis do estudo

Variáveis	Descrição	Métrica	Autores de base
Variáveis dependentes	Retorno sobre os ativos totais (ROA)	Ebitda/ Ativo total	Zago, Mello & Rojo (2015)
	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	Lucro Líquido/ Patrimônio Líquido	Nakamura et al. (2010)
	Lucro Bruto	LOG Receita (-) Custo de Produtos Vendidos	Nakamura et al. (2010)
	<i>Market to book</i> (MTB)	Preço da Ação / Patrimônio Líquido por Ação	Louzada, Santanna & Teixeira (2003)
Variáveis independentes	Alta folga financeira discricionária (HDFS)	LOG (Ativo circulante t (-) Passivo circulante t)	George (2005); Bradley, Shepherd & Wiklund (2011)
	Baixa folga financeira discricionária (LDFS)	LOG (Total do passivo t (-) Patrimônio líquido t) × 100	
Variáveis de controle	Tamanho da Empresa (Tamanho)	LN do valor contábil dos ativos totais da empresa	Titman & Wessels (1988); Santana (2004)
	Crescimento das vendas (CRESC)	Crescim = Variação do total das vendas do anot (-) 1 para o ano t	Bradley; Shepherd & Wiklund (2011)
	Endividamento (ENDIV)	(Passivo circulante + Passivo não circulante) / Ativo total	Pamplona (2017); Padilha & Silva (2018)

Fonte: elaborado pelos autores.

Para mensurar a variável folga financeira (HDFS e LDFS), em cada empresa, foi utilizado o logaritmo de ativo circulante menos passivo circulante, bem como o logaritmo do total do passivo menos o total do PL. Com o intuito de investigar a variável de desempenho, foram adicionadas as seguintes variáveis:

a) Retorno sobre o patrimônio líquido: pode-se medir o desempenho da organização por meio do retorno dos investimentos feitos pelos acionistas, independentemente se for proveniente de recursos próprios ou terceiros (Zago, Melo & Rojo, 2015).

b) Retorno sobre os ativos: diante da competição do mercado, os ativos são os maiores responsáveis na geração de valor para as empresas, proporcionando vantagens diante de sua concorrência, principalmente no que tange a desempenho (Zago, Melo & Rojo, 2015).

c) Lucro Bruto: empresas que aperfeiçoam seus produtos observam que o desempenho é aumentando ou aprimorado. Em outras palavras, para se obter um melhor desempenho ou um menor custo, podem-se utilizar matérias-primas ou componentes de maior rendimento (Nakamura et al., 2010).

d) *Market to book*: a valorização de uma empresa no mercado pode ser diferente do que está registrado nos dados contábeis. Deste modo, quando essa relação é maior, significa que o mercado reconhece que determinada empresa vale mais do que está registrado nos livros; e quando é menor, indica que o mercado não está reconhecendo a valorização que a contabilidade está registrando (Louzada, Santanna & Teixeira, 2003).

A variável ROE foi testada no modelo, mas não demonstrou significância. Além disso, foram adicionadas as variáveis de controle: (i) quantitativas: tamanho e endividamento; (ii)

categorías: nível de governança corporativa, índice de sustentabilidade empresarial e utilidade pública.

a) Tamanho da empresa: empresas que possuem ativos como garantias tendem a usar esses fundos para projetos específicos, como por exemplo, as inovações e oportunidades de mercado. Ou seja, usam o patrimônio líquido em vez de capital de terceiros (Titman & Wessels, 1998) Para empresas fixarem preços baixos e competir efetivamente com grande parcela do mercado, o tamanho da empresa influencia diretamente. Primeiramente, a importância é dada pelo aumento das vendas, um valioso ativo, considerando que reflete na capacidade de competir e se beneficiar entre suas concorrentes e conquistar o desempenho econômico (Santana, 2004).

b) Crescimento das vendas: a importância da folga financeira é significativa, pois proporciona novas oportunidades de mercado, contribuindo para o desempenho econômico da empresa, principalmente em ambientes “difíceis”. Fica evidente, portanto, que a relação é mais positiva na folga financeira com o desempenho econômico das empresas nesses ambientes complexos, pois as empresas acabam aumentando suas próprias oportunidades, como o crescimento de vendas (Bradley, Shepherd & Wiklund, 2011).

c) Endividamento: os recursos próprios são inicialmente a maneira para as empresas constituírem folga financeira. Entretanto, quando não é possível, utilizam-se de recursos de terceiros a longo prazo para usufruir dos benefícios da folga (Pamplona, Padilha & Silva, 2018). A fim de compreender melhor o problema, constata-se que empresas brasileiras para melhorar seu desempenho econômico, utilizam-se de maiores recursos de terceiros (Pamplona, Magro & Silva, 2017).

Após a coleta das informações, efetuou-se a análise descritiva das variáveis da folga financeira e desempenho, bem como das variáveis de controle. Ademais, foi utilizada a regressão linear, para analisar a influência da folga financeira no desempenho. Desse modo, os pressupostos de multicolinearidade, por meio do fator de inflação de variância – VIF e Tolerance, e ausência de auto correlação serial, por meio do teste de *Durbin-Watson*, também foram observados. Todos os procedimentos de análise dos dados foram aplicados com o uso do software SPSS.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesta seção, apresenta-se a análise de dados e discussão dos resultados da referida pesquisa. Primeiramente, tem-se a Tabela 2 e 3 com a estatística descritiva e a relação das variáveis por meio da correlação de Pearson.

Tabela 2 Estatística descritiva das variáveis quantitativas

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
ROA	40	-144,99	22,32	-15,60	1,15	40,01
ROE	40	-497,62	32,97	-10,00	3,48	82,95
MTB	40	-	316.085.347,00	28.385.553,58	1.374.352,62	68.124.054,83
Lucro Bruto	40	-189.115,00	124.543.000,00	11.856.079,59	236.682,00	31.019.068,00
HDFS	40	-3.248.583,00	73.374.000,00	7.721.667,56	814.399,00	18.686.134,69
LDFS	40	-4,53	13,40	1,10	1,62	3,21
TAM	40	12,82	20,62	15,67	15,05	2,20
ENDIV	40	0,19	5,27	1,17	0,68	1,20
CRESC	40	-99,74%	872,46%	29,40%	1,71%	146,97%

Fonte: dados da pesquisa.

Percebe-se, nas variáveis de retorno sobre os ativos totais (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), *market to book* (MTB), lucro bruto (LB), alta folga financeira (HDFS) e baixa folga financeira (LDFS), que ambos possuem uma alta dispersão, o que pode

São Paulo, 29 to 31 July 2020
 ser perceptível pelos valores médios e pelo desvio padrão das variáveis. Por fim, o endividamento representa uma centralidade de grau média de 1,17.

Tabela 3 Correlação de Pearson entre as variáveis da pesquisa

	ROA	ROE	MTB	LB	TAM	ENDIV	HDFS	LDFS	CRESC
ROA	1								
ROE	0,561**	1							
MTB	0,177	0,068	1						
LB	0,157	0,050	0,950**	1					
TAM	0,410**	0,164	0,779**	0,793**	1				
ENDIV	-0,656**	0,028	-0,178	-0,162	-0,385*	1			
HDFS	0,192	0,057	0,891**	0,947**	0,822**	-0,209	1		
LDFS	0,290	-0,130	0,129	0,134	0,100	-0,374*	0,169	1	
CRESC	-0,154	-0,085	-0,065	-0,064	-0,133	0,278	-0,076	-0,0125	1

**A correlação é significativa no nível 0,01. *A correlação é significativa no nível 0,02.

Fonte: dados da pesquisa.

A matriz de correlação dos dados indica, em relação à variável dependente, uma relação positiva e significativa a 1% com TAM, e a 1% com ENDIV, entretanto possui uma relação negativa. Esses dados sugerem que o desempenho está associado a maiores empresas e, as empresas que possuem endividamento estão associadas a piores desempenhos. Quando analisadas as correlações entre a variável MTB, percebe-se uma associação positiva e significativa a 1% com TAM e com a HDFS, sugerindo que as empresas maiores e que possuem alta folga financeira possuem melhor desempenho. Contudo, apesar de as variáveis independentes terem apresentado significância entre si, seus coeficientes foram relativamente fracos, comprovando que não há problemas de multicolinearidade no modelo. A Tabela 4 mostra os resultados do modelo que verifica a influência da folga financeira no desempenho econômico.

Tabela 4 Coeficientes da regressão da influência da folga financeira no desempenho econômico

Variáveis	ROA		LUCRO BRUTO		MARKET TO BOOK	
	t	Sig.	t	Sig.	t	Sig.
(Constante)	-12,249	0,085**	-0,783	0,439	-1,089	0,284
HDFS	0,000	0,187	8,801	0,000*	5,272	0,000*
LDFS	1,35	0,440	-0,081	0,936	0,017	0,987
TAM	8,371	0,066**	0,737	0,467	1,147	0,26
ENDIV	-17,207	0,002*	0,797	0,431	0,493	0,625
CRESC	0,011	0,759	0,025	0,980	0,031	0,976
Observações	40		40		40	
R ² Ajustado	0,415		0,886		0,772	
Durbin-Watson	1,925		2,092		2,062	
VIF	< 2		< 10		< 10	
Prob> F	0,0000		0,0000		0,0000	

* Significativo a 5%. ** Significativo a 10%.

Fonte: dados da pesquisa.

Com relação a Tabela 4, verifica-se que as variáveis de alta folga financeira discricionária (HDFS) e baixa folga discricionária (LDFS) não foram significantes para o retorno sobre o ativo (ROA). Não corroborando com o estudo de Medeiros (2014) que apresentou que os ativos que estão sendo utilizados estão cada vez mais ineficientes, ou seja, seus custos estão maiores que seus retornos. E a folga financeira nas empresas poderia estar sendo utilizada de uma forma mais rentável, característica de falha na gestão financeira da empresa, deixando a empresa numa zona de conforto financeira.

É possível observar significância nas variáveis de Tamanho (TAM) e Endividamento (ENDIV), sendo que as empresas maiores tendem a obter um melhor desempenho, e as

endividadas tendem a obter um pior desempenho. Nos estudos de Campos e Nakamura (2013) e Pamplona, Padilha e Silva (2018) foram apresentadas poder explicativo entre a folga financeira e o endividamento, sendo negativamente relacionado com as dívidas de curto prazo e total e de forma positiva com as dívidas de longo prazo.

A variável de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) não se mostrou significativa. Tal resultado não corrobora com o estudo de Padilha *et al.* (2017) que identificou que quanto maior a folga financeira maior será a taxa de retorno do acionista. Também é possível identificar através de pesquisas com o de Dallabona e Beuren (2018), quando demonstrou que quanto maior a folga organizacional das empresas menor seu índice de desempenho.

Verifica-se que a variável de alta folga financeira (HDFS) foi significativa com o Lucro Bruto, ou seja, as empresas com alta folga discricionária tendem a obter um melhor desempenho. Tal constatação é possível observar no estudo de Bueren, Starosky e Krespi (2014) onde a baixa folga varia de acordo com o desempenho, pois reflete no patrimônio líquido das organizações com menores ou maiores níveis de lucros, concluindo que o aumento da baixa folga financeira implica no aumento de desempenho.

Além disso, quanto a variável de *Market to Book* (MTB) nota-se que as empresas com alta folga discricionária (HDFS) tendem a obter um melhor desempenho de mercado ou valor de mercado. Os achados corroboram com o estudo de Padilha *et al.* (2017) que demonstram que no Brasil as variáveis de folga financeira apresentam efeito positivo sobre o desempenho de mercado (*Market to book*).

A variável de controle crescimento das vendas (CRESC) não se mostrou significativa em nenhum dos modelos apresentados, para explicar influência da folga financeira no desempenho. Desse modo, o modelo de regressão, que representa a hipótese H1 (a folga financeira influencia positivamente no desempenho econômico das empresas do setor de petróleo, gás e combustíveis), não foi rejeitada.

Com relação à baixa folga financeira discricionária, não obteve significância nos modelos apresentados, mas verificou-se na variável de lucro bruto um sinal negativo. O que se destaca, no entanto, que a baixa folga financeira discricionária, a influência do lucro bruto, pode caracterizar o uso discricionário dos níveis de endividamento.

A alta folga financeira discricionária, embora intermitente teve uma magnitude positiva nas empresas do setor de petróleo, gás e combustíveis. Assim, quanto maior a folga financeira, maior o desempenho, onde as empresas com mais folga financeira, não necessitam a otimização de recursos para um bom desempenho. Supõe-se que as empresas operem com alta folga financeira discricionária em volumes, investindo na operação da empresa para maximizar o lucro. Ademais, as empresas do estudo utilizam como estratégia de competitividade para o investimento em diversificação e inovação e sugerindo que, neste caso, a alta folga financeira não causa desperdício e acomodação de gerenciamento.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em vista dos argumentos apresentados, a pesquisa teve como objetivo geral analisar a influência da folga financeira no desempenho econômico das empresas do setor de petróleo, gás e biocombustíveis listadas na B3. A coleta de dados das empresas compreendeu o período de 2015 a 2018. O ambiente é considerado hostil, pois o estudo justifica-se em analisar o contraste da Operação Lava Jato que iniciou-se em meados de 2014, levando-se em consideração que a partir de então as empresas do setor de petróleo tem apresentado dificuldades econômicas, decorrentes principalmente da investigação criminal, crise do petróleo e crise na política brasileira.

Percebe-se que as empresas maiores possuem alta folga financeira impactando em um melhor desempenho, entretanto, as empresas mais endividadas estão associadas a piores desempenhos. Conforme destaca Pamplona, Padilha e Silva (2018) empresas com excesso de

recursos apresentam baixos indicadores de endividamento, pois as empresas possuem recursos próprios para financiar suas atividades, visto que possui um custo mais acessível que recursos de terceiros.

É imprescindível ressaltar que as empresas com alta folga financeira possuem um melhor desempenho e valor de mercado, além de ser uma variável significativa para o Lucro Bruto. Logo, é possível compreender que empresa com capacidade de gerar folga financeira, além de honrar seus compromissos, possui recursos disponíveis em investimentos que o mercado lhe oferece, dessa forma permite as empresas buscarem inovações, mudanças, a fim de buscar um novo diferencial para o mercado.

Assim, destaca-se como limitação desta pesquisa o número reduzido de empresas analisadas, devido a poucas organizações listadas nesse segmento. É importante destacar que o período analisado possui fatores externos, como mudanças políticas e econômicas, que impactou diretamente no setor analisado. Conforme análise dos resultados é possível identificar que a Operação Lava Jato não teve impacto no desempenho das empresas e consequentemente não impactou no caixa, pelo fato das empresas analisadas possuírem alta folga financeira. O estudo apresenta como limitação o período analisado, não permitindo uma comparabilidade dos dados antes ou após enfrentar esses fatores externos.

O estudo contribui para investidores e acionistas, que possuem riscos inerentes com o investimento e o seu retorno; também a fornecedores, clientes e outros credores, que se preocupam com a capacidade de liquidação de suas dívidas, além do interesse na continuidade operacional dessas entidades. E ao público em geral, visto que neste estudo, uma das empresas pesquisadas, no caso a Petrobras, é a principal empresa que refina o combustível para o nosso país, e devido a corrupção e a fiscalização da Operação Lava Jato, resulta um impacto diretamente nos preços para o consumidor final.

O estudo justifica-se pela influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas em um período de mudanças políticas, existindo pesquisas ainda incipientes no setor de petróleo, gás e biocombustíveis no Brasil. A pesquisa será útil para empresas de outros setores da economia, que tenham interesse em compreender a folga financeira por meio de indicadores econômicos. Por fim, como direcionamentos para pesquisas futuras recomendam-se a realização com demais setores da economia, garantindo maior comparabilidade entre as empresas. Outra sugestão é reaplicar a pesquisa em período posterior à operação Lava Jato e comparar os resultados com achados desta pesquisa.

REFERÊNCIAS

- BRADLEY, Steven W.; SHEPHERD, Dean A.; WIKLUND, Johan. The importance of slack for new organizations facing 'tough' environments. *Journal of Management Studies*, v. 48, n. 5, p. 1071-1097, 2011.
- Bromiley, P. (1991). Testing a causal model of corporate risk taking and performance. *Academy of Management journal*, 34(1), 37-59.
- Bueren, I. M., Starosky Filho, L., & Krespi, N. T. (2014). Folga organizacional versus desempenho financeiro Um estudo nas empresas da BM & FBovespa. *Contaduría y administración*, 59(2), 145-177.
- Campos, A., & Nakamura, W. T. (2013). Folga financeira avaliada como endividamento relativo e estrutura de capital. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1, 1-19.
- Christensen, H. K., & Montgomery, C. A. (1981). Corporate economic performance: Diversification strategy versus market structure. *Strategic Management Journal*, 2(4), 327-343.

- Costa, D. B. (2003). Diretrizes para concepção, implantação e uso de sistemas de indicadores de desempenho para empresas da construção civil.
- Dallabona, L. F., & Beuren, I. M. (2012). Relação da folga organizacional com medidas de desempenho de empresas brasileiras. In Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC.
- Daniel, F., Lohrke, F. T., Fornaciari, C. J., & Turner Jr, R. A. (2004). Slack resources and firm performance: a meta-analysis. *Journal of Business Research*, 57(6), 565-574.
- Da Silva, A., Floriani, R., & Hein, N. (2018). Influência do desempenho econômico financeiro nas inovações tecnológicas de empresas brasileiras de capital aberto da construção civil. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 11(4), 1088-1103.
- Da Silva, T. P., Rohenkohl, L. B., & Bizatto, L. S. (2018). Relation between Financial Slack and Economic Performance in Companies above and below 50 Years Old. *Cuadernos de Contabilidad*, 19(47), 130-148.
- De Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2005). Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. *REGE Revista de Gestão*, 12(2), 99-115.
- De Lima, L. C. G. B., & de Souza Freire, F. (2008). Composição de Capital versus Desempenho Financeiro de Empresas de Distribuição de Energia Elétrica. In Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC.
- Dieguez-Barreiro, J. H. L. C., Souza, A. S., & Paulista, J. E. S. (2011). Folga organizacional e a relação consenso-resultado. *Anais do EnANPAD*.
- ENCICLOPÉDIA, D. M. B. (1959). Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística-IBGE. Rio de Janeiro.
- Fischmann, A. A., & Zilber, M. A. (2000). Utilização de indicadores de desempenho para a tomada de decisões estratégicas: um sistema de controle. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 1(1), 10-25.
- George, G. (2005). Slack resources and the performance of privately held firms. *Academy of management Journal*, 48(4), 661-676.
- Heinzen, C., Sell, F. F., & Silva, T. P. (2016). Influência da folga financeira no retorno por ações em empresas brasileiras e chilenas. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, (9), 39-54.
- Kos, S. R., Espejo, M. M. D. S. B., & Raifur, L. (2014). Informational Content of the Management Report and Performance on the Brazilian Companies in Ibovespa. *Revista Universo Contabil*, 10(2), 43.
- Kuhl, M. R. (2007). O mercado de capitais reflete no preço das ações o desempenho empresarial medido por indicadores contábeis?.
- Latham, S. F., & Braun, M. R. (2008). The performance implications of financial slack during economic recession and recovery: observations from the software industry (2001-2003). *Journal of Managerial Issues*, 30-50.
- Li, H., & Zhou, L. A. (2005). Political turnover and economic performance: the incentive role of personnel control in China. *Journal of public economics*, 89(9-10), 1743-1762.

- Louzada, L. C. (2003). A relação entre market-to-book equity e lucros anormais no mercado de capitais no Brasil. ENANPAD, Atibaia.
- Machado, J. H., Fama, R., & de Godoy, C. R. (2012). Análise do potencial de geração e manutenção do Valor Econômico Agregado no setor petrolífero mundial. *Revista Brasileira de Contabilidade*, (187), 46-59.
- Medeiros, H. G. D. (2014). Análise das demonstrações contábeis: uma análise econômico-financeira da empresa brasileira de Correios e Telégrafos entre os anos de 2004 e 2013 (Bachelor's thesis, Universidade Federal do Rio Grande do Norte).
- Nakamura, W. T., Palombini, N. V. N., de Jesus, M., & Bastos, D. D. (2010). O impacto da gestão do capital de giro sobre a rentabilidade no mercado brasileiro—análise de regressão com painel de dados no período de 2000 a 2008. In *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*.
- Natividade, G. (2013). Financial slack, strategy, and competition in movie distribution. *Organization Science*, 24(3), 846-864.
- Nohria, N., & Gulati, R. (1996). Is slack good or bad for innovation?. *Academy of management Journal*, 39(5), 1245-1264.
- Padilha, D. F., Da Silva, A., Da Silva, T. P., & Goncalves, M. (2017). Financial Slack and Market Performance: an Analysis of Brazilian and Italian Companies. *CONTABILIDADE GESTAO E GOVERNANCA*, 20(2), 276-292.
- Pamplona, E., Magro, C. D., & Silva, T. D. (2017). Estrutura de capital e desempenho econômico de empresas familiares do Brasil e de Portugal. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 16(2), 38-54.
- Pamplona, E., Padilha, D. F., & da Silva, T. P. (2018). Influência da folga financeira na estrutura de capital em empresas de alimentos brasileiras, chilenas e mexicanas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(35), 88-107.
- Pamplona, E., & da Silva, T. P. (2016, September). Influência da Folga Financeira no Desempenho Econômico de Empresas Familiares e Não Familiares Brasileiras e Mexicanas. In *1º Fórum Integrado da Pós-Graduação*.
- Parida, V., & Örtqvist, D. (2015). Interactive effects of network capability, ICT capability, and financial slack on technology-based small firm innovation performance. *Journal of Small Business Management*, 53, 278-298.
- Piccolo, J. D., Dal Magro, C. B., da Silva, T. P., & Bernardo, L. (2018). The influence of the financial slack on the economical performance of Brazilian and Chilean companies. *Cuadernos de Economía*, 41(115), 19-30.
- Procianoy, J. L., & Schnorrenberger, A. (2004). A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 58(1), 122-146.
- Ramírez-Urquidy, M., Aguilar-Barceló, J. G., & Portal-Boza, M. (2018). O impacto das práticas de gestão econômico-financeira no desempenho de microempresas mexicanas: uma análise multivariada. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios-RBGN*, 20(3), 319-337.
- Santana, A. C. D. (2004). Análise do desempenho competitivo das agroindústrias de polpa de frutas do estado do Pará. *Revista de Economia e Agronegócio/Brazilian Review of Economics and Agribusiness*, 2(822-2016-54071), 495-523.

- Santos, T. D. C. D. (2017). Análise do desempenho econômico-financeiro de companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA pelo método estrutural-diferencial.
- Silva, A. S., & CORDEIRO FILHO, A. N. T. O. N. I. O. (2015). CONTABILIDADE-FÁBRICA DE MÉTRICAS E SISTEMATIZADORA DAS INFORMAÇÕES. 4ª edição Novembro de 2015.
- Silva, T. P. D. (2015). DETERMINANT FACTORS OF THE CAPITAL STRUCTURE OF BRAZILIAN TECHNOLOGY COMPANIES. JISTEM-Journal of Information Systems and Technology Management, 12(3), 687-708.
- Silva, T. P. D., Goncalves, M., & Leite, M. (2016). Economic Efficiency of Latin American Technology Companies According to Their Capital Structure.
- Siqueira, M., Rosa, E. B., & de Oliveira, A. F. (2003). Medindo o desempenho das pequenas indústrias de malhas: um estudo de caso. Revista Economia & Gestão, 3(6).
- Titman, S., & Wessel, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice: The Journal of Finance, Vol XLIII (1), March.
- Varella, M. D. (2015). A necessidade de repensar os mecanismos da responsabilidade ambiental em caso de riscos de vazamento de petróleo na zona econômica exclusiva no Brasil. Revista de Direito Internacional, 12(1), 216-239.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance–financial performance link. Strategic management journal, 18(4), 303-319.
- Wiseman, R. M., & Bromiley, P. (1996). Toward a model of risk in declining organizations: An empirical examination of risk, performance and decline. Organization Science, 7(5), 524-543.
- Zago, C., Mello, G. R., & Rojo, C. A. (2015). Influência dos ativos intangíveis no desempenho das empresas listadas no índice Bovespa. Revista de Finanças e Contabilidade da Unimep, 2(2), 92-107.