

Análise do desempenho econômico-financeiro de três empresas de capital aberto do setor de construção civil (2009-2018)

Giovanna Cardoso Teixeira de Andrade¹

Elis Regina de Oliveira²

Geovane Camilo dos Santos³

Élcio Dihl de Oliveira⁴

Antônio Torquato da Silva⁵

Resumo: Este artigo tem por objetivo analisar o desempenho econômico-financeiro das três maiores empresas de capital aberto do segmento de Incorporações, mediante os indicadores de liquidez (imediata e corrente), endividamento (curto prazo e participação de capital de terceiros), lucratividade (Margem Ebitda) e rentabilidade (Retorno sobre o Patrimônio Líquido), em dois períodos (2009 a 2013 e 2014 a 2018), avaliando o impacto da recessão econômica a partir de 2014. Quanto aos aspectos metodológicos, trata-se de pesquisa quantitativa, descritiva e documental. As empresas escolhidas foram as três primeiras do *ranking* da Inteligência Empresarial da Construção (2016): MRV Engenharia, Direcional Engenharia e Cyrela Brazil Realty. Os dados foram coletados na [B]³ – Brasil, Bolsa e Balcão tratados pelo *software Stata*, com aplicação dos testes de Wilcoxon (comparação dos resultados antes e após a recessão econômica) e Kruskal-Wallis (comparação do desempenho entre as empresas). Os resultados revelaram influência significativa do período de recessão econômica, com redução do índice endividamento em curto prazo (MRV e Direcional), aumento da captação de recursos de terceiros (Direcional e Cyrela), redução da Margem Ebitda (MRV) e rentabilidade (Cyrela). Ainda, constataram-se diferenças significativas entre as empresas para os indicadores de liquidez e endividamento.

Palavras-chave: Segmento de Incorporações; Indicadores; Recessão Econômica.

Analysis of the economic and financial performance of three publicly listed companies in the civil construction sector (2009-2018)

Abstract: This study aims to analyze the evolution of the economic and financial performance of three largest publicly listed companies in the field of incorporations, through liquidity indicators; debt and capital composition; operational profitability and rentability, from 2009 to 2018, assessing the impact of the economic recession period (2014-2018), in relation to the previous period. As for the methodological aspects, it is a descriptive, documentary and quantitative research. The companies selected were the first three in the ranking of Construction Business Intelligence in 2016: MRV Engenharia & Participacoes SA, Direcional Engenharia SA and Cyrela Brazil Realty AS.

1 Graduada em Ciências Contábeis pela Pontifícia Universidade Católica de Goiás (PUC-GO). Atua como Auxiliar Contábil. Endereço Postal: Rua 235, n. 722, Setor Leste Universitário, Goiânia, Goiás, CEP: 74.605-050, e-mail: giovannacardosoteixeira@gmail.com

2 Doutora em Ciências Ambientais pela Universidade Federal de Goiânia (UFG). Graduada em Ciências Atuariais pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Atua como docente na Pontifícia Universidade Católica de Goiás.

3 Doutorando em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Graduado em Ciências Contábeis pelo Centro Universitário de Patos de Minas (UNIPAM). Atua como docente na Pontifícia Universidade Católica de Goiás.

4 Especialista em Controladoria e Finanças pela Pontifícia Universidade Católica de Goiás (PUCGO). Graduado em Ciências Contábeis pela Pontifícia Universidade Católica de Goiás (PUCGO). Atua como docente na Pontifícia Universidade Católica de Goiás.

5 Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Graduado em Ciências Contábeis Pontifícia Universidade Católica de Goiás (PUCGO). Atua como docente na Pontifícia Universidade Católica de Goiás.

The data were collected at [B]³ – Brasil, Bolsa e Balcão and treated by the software Stata, with the application of Wilcoxon tests (to compare the results before and after the economic recession) and the Kruskal-Wallis test (to compare the performance between companies). The results revealed a statistically significant influence of the economic recession, with reduction in the short-term debt ratio (MRV and Direcional); increased fundraising for third parties (Direcional and Cyrela); reduction in the Ebitda's Margin (MRV) and profitability (Cyrela). It also found significant differences between companies' liquidity and debt indicators.

Keywords: Incorporations; Indicators; Economic Recession.

1 Introdução

A construção civil possibilita conforto, segurança e praticidade, com a finalidade de gerar bem-estar para a sociedade. Trata-se de um setor com relevância para a economia brasileira e de diversos países, pois utiliza grande quantidade de mão-de-obra, cuja qualificação nem sempre está associada com alto grau de escolaridade. Nesse contexto, responde de forma mais célere às políticas públicas voltadas para elevação do nível de emprego e crescimento econômico (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO E POUPANÇA [ABECIP], 2017; TEIXEIRA; CARVALHO, 2005). Assim, esse setor tem se tornado mais globalizado e sensível à conjuntura econômica nacional e internacional (BELIAKOV; BORISKINA; GNEVANOV, 2017).

Dessa forma, Hatemi-J e Roca (2011) evidenciaram relação de dependência entre o mercado imobiliário e de incorporações dos EUA com a Austrália, Japão e Reino Unido, quando estudadas as interações entre os mercados, face à crise financeira do subprime, em 2007, que deflagrou a crise econômica internacional em 2008. Al-Malkawi e Pillai (2013) relataram impactos negativos sobre os índices de liquidez e rentabilidade das empresas de construção civil e imobiliárias nos Emirados Árabes Unidos, quando comparados os períodos (2006-2007) e (2008-2009).

O setor de construção civil no Brasil, também, é suscetível à conjuntura econômica nacional e internacional. No início do período em análise, os impactos da crise financeira e econômica deflagrada pelo setor imobiliários dos EUA exigiram políticas federais anticíclicas para minimização dos impactos sobre esse setor. O Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), criado em 2007 com a finalidade de fomentar o crescimento econômico e estimular o aumento do nível de emprego, foi responsável pelo forte estímulo ao subsetor de Construção Civil. Além de melhorias na condição de vida do brasileiro, desencadearam-se medidas de incentivo ao investimento privado, aumento do investimento público em infraestrutura e remoção de alguns obstáculos que estavam atrasando o desenvolvimento do país (BRASIL, 2007; ERNST & YOUNG, 2017; JARDIM, 2015; MOREIRA, 2013).

Esse setor foi responsável pelo valor adicionado ao PIB do país, com crescimento médio de 7,2% e desvio padrão de 3,9%, com variação positiva em todos os anos de 2009 a 2013. Já no período de 2014 a 2018, houve variação negativa em todos os anos, com redução média de 6,23% e desvio padrão de 3,67% (BORGES, 2019; CÂMARA BRASILEIRA DA INDÚSTRIA DA CONSTRUÇÃO (CBIC), 2019a; LIMA; OLIVEIRA; RODRIGUES, 2017). Logo, fica explícita a diferença de desempenho operacional entre os dois períodos, antes e após 2014, para o setor de construção civil, delineando a análise do problema desta pesquisa nesses dois períodos: (2009-2013) e (2014-2018).

O declínio do Setor de Construção Civil na participação da economia brasileira é resultado de três crises que se entrelaçaram: econômica, política e judicial. A adoção de nova matriz econômica em 2011 resultou em geração de déficits primários, que exigiram ajustes fiscais, principalmente a partir de 2014, inibindo investimentos públicos no setor. O aumento de déficits primários, conjugado com elevação da inflação e redução do Produto Interno Bruto (PIB) resultou em recessão a partir de 2014, com elevação da taxa de juros e da taxa de desocupação a patamar sem precedente na história do país (ALMEIDA, 2019). O cenário econômico internacional desfavorável, ainda afetado pela crise de 2008, contribuiu com esse processo, inclusive impactando outros países como a Rússia, que também enfrentou período de retração no crescimento da indústria de construção civil após 2014 (BELIAKOV; BORISKINA; GNEVANOVA, 2017).

A crise política se inicia com movimentos populares isolados que foram se concatenando, direcionada por grupos com interesse em mudanças políticas e econômicas. Por consequência, ela resultou na interrupção abrupta, na forma de *impeachment*, do segundo mandato da presidente em exercício (2016) (ALMEIDA, 2019). A terceira crise, que o Setor de Construção vivenciou principalmente no período de 2015 e 2016, foi decorrente das investigações realizadas pela “Operação Lava-Jato”, envolvendo esquemas de corrupção com participação de políticos e empresas desse setor. Essas operações elevaram a instabilidade política, desencadeando impactos negativos como, por exemplo, a diminuição do investimento público, que, por sua vez, abalou o lançamento de novos empreendimentos e reduziu o número de postos de trabalho (ALMEIDA, 2019; BARBOSA FILHO, 2017; CÂMARA BRASILEIRA DE INDÚSTRIA DA CONSTRUÇÃO (CBIC), 2019b; CACCIAMALI; TATEI, 2016; NEUKAMP, 2019; ROSSI; MELLO, 2017).

Essa conjuntura trouxe desafios quanto à sustentabilidade e à competitividade da Construção Civil, exigindo gestão profissionalizada em todas as dimensões do negócio. O Segmento de Incorporações, inserido nesse setor, também interage nesse cenário conturbado, sofrendo os reflexos, inclusive sobre as vendas, dificultando novos lançamentos imobiliários, bem como exigindo inovações no gerenciamento de unidades estocadas (TEIXEIRA; CARVALHO, 2005).

Ao considerar o ambiente macroeconômico e político, conforme escala temporal de 2009 a 2018, esta pesquisa busca responder a questão: houve diferença significativa entre os indicadores econômico-financeiros referentes às empresas MRV Engenharia e Participações S.A., Direcional Engenharia S.A. e Cyrela Brazil Realty S.A considerando o período de redução do desempenho do Setor de Construção Civil (2014-2018) em relação ao período anterior (2009-2013)? Embora o segmento de Incorporações seja constituído por dezenove empresas listadas na [B]³, optou-se por trabalhar com as três maiores empresas: MRV, Direcional e Cyrela, conforme o ranking da Inteligência Empresarial da Construção (ITC) de 2016 (B3, 2019). Além disso, essas três empresas em 2018 eram responsáveis por 55% do ativo total do setor e 60% do faturamento (INSTITUTO ASSAF NETO, 2020). Nessa direção, esta pesquisa tem o objetivo de analisar, de forma comparativa, os indicadores de desempenho econômico-financeiro dessas três principais empresas do segmento de Incorporações listadas na [B]³.

Este estudo pretende contribuir para a melhor compreensão do desempenho econômico-financeiro dessas empresas, subsidiando os usuários internos e externos. Além disso, busca também ampliar o debate sobre a resiliência do setor em face à conjuntura desafiadora para manter-se competitivo, inclusive no mercado acionário.

2 Referencial teórico

2.1 Indicadores econômico-financeiros e ambiente macroeconômico

A análise de balanços apresenta dados que, interpretados por meio de indicadores de análise econômico-financeira, possibilitam diagnosticar o desempenho da empresa, fornecendo informações úteis para tomadas de decisões. Portanto, os indicadores utilizados nesta pesquisa estão classificados em: liquidez, endividamento e retornos (lucratividade e rentabilidade).

Ocal et al. (2007) destacam que, entre os cinco indicadores mais significativos, para explicar o desempenho econômico-financeiro da indústria de construção civil na Turquia, os componentes de liquidez, estrutura de capital e lucratividade foram os mais relevantes, conforme análise fatorial. Os índices que compuseram a liquidez indicaram capacidade das empresas em cumprir suas obrigações financeiras em curto prazo. Por sua vez, endividamento e lucratividade apresentaram associação negativa durante o período em estudo (1998-2001). Além disso, os índices foram sensíveis à economia do país.

Nesse contexto, a comparação temporal e interempresarial desses indicadores, conforme setor de atividade, e contextualizados com o desempenho da economia, oportuniza análise de desempenho econômico-financeiro mais eficiente. Logo, optou-se em trabalhar nesta pesquisa com índices de liquidez, endividamento e retornos (rentabilidade e lucratividade).

Em relação à liquidez, utilizou-se o índice de Liquidez Corrente, pois é o mais empregado em pesquisas empíricas (BANDEIRA; BRITO, 2020) e Liquidez Imediata devido à influência negativa da crise econômica sobre o disponível das empresas (NUNES; SALES, 2019). Quanto ao endividamento, considerou-se o Índice de Endividamento em Curto Prazo, pois a concentração da dívida em curto prazo exige estratégias dos gestores para não faltar liquidez (ASSAF NETO; LIMA, 2017). O índice de Participação de Capital de Terceiros evidencia as estratégias de financiamento da empresa (BANDEIRA; BRITTO, 2020). Em relação ao retorno, o Retorno sobre o Patrimônio Líquido é considerado o mais importante na visão dos acionistas (VIEIRA et al., 2014), e a Margem Ebtida é relevante para analistas evidenciarem a lucratividade e comparações interempresariais (RITA et al., 2017).

O indicador de liquidez mede a capacidade financeira das empresas em cumprir com suas obrigações em curto e longo prazo (ASSAF NETO; LIMA, 2017; MATARAZZO, 2010; GONÇALVES et al., 2020; PREVE; SARRIA-ALLENDE, 2010). Preve e Sarria-Allende (2010) ressaltam que alto índice de liquidez não significa necessariamente que a empresa esteja honrando o pagamento de seus compromissos no prazo de vencimento.

A captação de recursos de terceiros possibilita à empresa a realização de investimentos para melhorias de infraestrutura, processos, fatores de produção, elevação do seu capital de giro, entre outras estratégias. O Índice de Endividamento em Curto Prazo evidencia a representatividade das obrigações em curto prazo em relação ao total de exigíveis. O indicador de Participação de Capital de Terceiros, por sua vez, mostra a proporção de capital de terceiros em relação ao capital próprio, revelando a estratégia usada pela empresa para financiar seus ativos totais, além de mensurar se ela apresenta capacidade de cumprir com compromissos em longo prazo (ASSAF NETO; LIMA, 2017; MATARAZZO, 2010; WANG; DENNIS; TU, 2007).

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) evidencia a agregação de valor da empresa com base em seus recursos e do dinheiro dos investidores (ASSAF NETO; LIMA, 2017; MATARAZZO, 2010), sendo considerado um indicador de rentabilidade clássico e relevante para os gestores (SOUZA et al., 2018). Ao passo que a Margem Ebitda revela a porcentagem de lucro líquido, sem incidência de deduções relativas aos juros, impostos, depreciações e amortizações, portanto não relacionadas com o processo de tomada de decisão comercial (ASSAF NETO; LIMA, 2017; MATARAZZO, 2010).

Esses índices, com seus respectivos métodos de mensuração e interpretação estão apresentados no Quadro 1.

Quadro 1: Indicadores de Desempenho econômico-financeiro (2009 a 2018).

Indicador	Fórmula	Interpretação
Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Denota o quanto de recursos de curto prazo a empresa possui para suprir as obrigações de curto prazo. Recomenda-se que esse índice seja superior a 1 e que se mantenha constante.
Liquidez Imediata	$\frac{\text{Disponível}}{\text{Passivo Circulante}}$	Retrata as dívidas em curto prazo que podem ser honradas imediatamente pela empresa. Recomenda-se que seja maior que 1,00.
Índice de Endividamento em Curto Prazo	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Cir.} + \text{Passivo L.P.}}$.100	Indica que a empresa terá maior prazo para honrar pagamentos futuros, e, portanto, é favorável à empresa, pois a maior parte de suas dívidas estão alocadas em longo prazo.
Participação de Capital de Terceiros	$\frac{\text{Exigível Total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$.100	Demonstra o percentual do capital de terceiros financiando os ativos da empresa. Quanto menor o índice, menor a dependência de capital de terceiros.
Margem Ebitda	$\frac{\text{Ebitda}}{\text{Lucro Líquido}}$.100	Representa o quanto a empresa obtém de lucro somente com suas atividades operacionais. Quanto maior o índice, maior o desempenho.
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$.100	Esse índice revela quanto de retorno a empresa tem para cada R\$ 1,00 investido. Quanto maior o índice, maior o desempenho.

Fonte: Assaf Neto e Lima (2017), Beuren, Silva e Mazzioni (2014), Costa, Sprenger e Kronbauer (2019), Ferreira e Macedo (2010), Matarazzo (2010) e Wang, Dennis e Tu (2007).

Esses indicadores, constantes do Quadro 1, foram base para análise do desempenho econômico-financeiro conforme escopo desta pesquisa. Portanto, contextualizá-los com o ambiente macroeconômico possibilita compreender o desempenho da empresa em relação às variáveis exógenas à gestão da firma.

O combate à alta inflação (2014-2015) perpassa pela retração da base monetária, com uso de instrumentos de política monetária comumente utilizada no país, realizada com aumento da taxa dos recolhimentos compulsórios, vendas de títulos públicos federais e aumento da taxa de desconto bancário. Esses fatores conduziram ao aumento da taxa de juros, desaceleração da demanda e da oferta, e, conseqüentemente, do nível de emprego. Por conseguinte, os impactos dessas políticas desestimulam o setor produtivo, reduzindo a renda média nacional (ASSAF NETO, 2018).

A taxa de juros é considerada pelo Banco Central do Brasil (BACEN) como o principal instrumento de política monetária para alcançar a estabilidade de preços. Desse modo, quando a inflação aumenta, o

BACEN tende a elevar a taxa Selic para inibir concessão de crédito aos agentes econômicos, desestimulando a demanda e a oferta, bem como canalizando os recursos em espécie para investimentos (BACEN, 2019).

A indústria da Construção Civil foi fortemente afetada pela recessão seguida por estagnação econômica, com redução de R\$ 126,2 bilhões de receita bruta, quando comparado o faturamento de 2016 com o de 2014 (INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA [IBGE], 2018). Ainda nesse período, foram fechadas aproximadamente 600 empresas ativas no setor com diminuição de 880 mil vagas de trabalho e redução do salário médio do setor (IBGE, 2018). Ressalta-se que maior taxa de desocupação conduz ao aumento de inadimplência dos consumidores e menor renda, inibindo a demanda no segmento de Incorporações.

Para maior compreensão do desempenho econômico-financeiro de empresas desse segmento e discussão dos resultados, optou-se por estudar alguns artigos com essa temática, conforme exposto na seção seguinte.

2.2 Estudos anteriores

O setor de construção civil, em especial o segmento de incorporações, mostrou-se sensível à conjuntura econômica na Rússia. Segundo Beliakov, Boriskina, Gnevanov (2017), em virtude de altas taxas de juros, elevados custos com fatores de produção, inadimplência dos consumidores e redução da demanda, houve o declínio do desempenho do setor nos anos de 2009 e 2014, exigindo políticas públicas para reaquecer o mercado. Al-Malkawi e Pillai (2013), ao analisarem seis empresas do setor imobiliário e construção civil dos Emirados Árabes Unidos por meio de teste não paramétrico (Wilcoxon), evidenciaram diferenças significativas dos indicadores de desempenho antes da crise (2006-2007) e após a crise (2008-2009).

No Brasil, diversos estudos evidenciam a relação entre o ambiente econômico e o desempenho desse setor. Mayer Junior (2019) analisou os indicadores financeiros e de atividade de empresas do setor de construção civil, no segmento Novo Mercado, listadas na [B]³, nos anos de 2014 a 2018. Os dados foram coletados no sistema Economática, com amostra de dezesseis empresas, cujos resultados mostram que a Eztec, Cyrela Realt e MRV tiveram os melhores índices de Liquidez Geral, Corrente e Seca, enquanto PDG Realt, Rossi Resid e Viver apresentaram os piores índices.

Ainda no setor de construção civil, Lima, Oliveira e Rodrigues (2017) analisaram o reflexo da crise nos indicadores econômicos e financeiros de dezessete empresas do subsetor da construção civil listadas na [B]³, no período 2010-2015. Para a obtenção dos dados, utilizaram o sistema Economática, e concluíram que, no ano de 2015, as empresas sofreram mais com a crise econômica, com elevação do índice de endividamento e do custo da dívida.

Gonçalves (2018) abordou a análise e cálculo dos índices de liquidez, endividamento e rentabilidade em quatro empresas de segmentos diferentes, no período de 2011 a 2016, todas listadas na [B]³. A amostra foi composta pelas empresas CVC Brasil, Guararapes Confecções, Natura Cosméticos e Via Varejo dos segmentos turismo, confecção e comércio de roupas em geral, produtos de uso pessoal e varejo, respectivamente, a fim de analisar o impacto que a recessão econômica trouxe a esses segmentos. Por fim,

verificou que todas as empresas tiveram variações durante o período estudado e algumas buscaram novas estratégias para aumentar as vendas.

3 Aspectos Metodológicos

Esta pesquisa caracteriza-se como quantitativa, descritiva e documental. A análise quantitativa é devido ao uso das técnicas estatísticas descritivas e testes de médias para a compreensão dos dados. Pesquisa descritiva em decorrência da descrição das características do desempenho econômico-financeiro de cada empresa, com análise da diferenciação de médias desses índices, em relação aos períodos 2009-2013 e 2014-2018, bem como a característica de desempenhos entre empresas. E documental pelo uso das demonstrações contábeis (Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício e Demonstração dos Fluxos de Caixa) disponibilizadas pela [B]³ – Brasil, Bolsa e Balcão. Após a coleta dos dados os índices, foram mensurados conforme Quadro 1.

O tratamento estatístico dos dados ocorreu por meio do *software* Stata 12.0, com destaque para análise descritiva, teste de normalidade e teste de média. O teste de normalidade usado foi Shapiro-Wilk, e, em decorrência da não normalidade (p -valor $<0,05$), fez-se uso dos testes de mediana de Wilcoxon Pareado e Kruskal-Wallis.

O Wilcoxon Pareado foi usado para averiguar se houve diferença das medianas entre os indicadores antes da recessão econômica (2009-2013) e após (2014-2018), com nível de significância de 5% (FÁVERO; BELFIORE, 2020). Esse teste pode ser aplicado para verificar se as medidas de posição de duas amostras dependentes são iguais. Portanto, trata-se de duas amostras dependentes, pois o desempenho do período anterior pode afetar o desempenho do período seguinte. Por sua vez, o teste de Kruskal-Wallis foi usado para examinar se existe diferença de desempenho econômico-financeiro entre as empresas, no período de 2009 a 2018, considerando amostras independentes, também com o nível de significância de 5% (FÁVERO; BELFIORE, 2020).

4 Resultados e Discussão

Com a finalidade de avaliar o desempenho econômico-financeiro de cada empresa, foram aplicados os testes estatísticos não paramétricos. A Tabela 1 apresenta as medianas dos indicadores, os resultados do teste de Wilcoxon pareado e a respectiva tomada de decisão, considerando a hipótese nula que, ao nível de significância de 5%, as medidas de posições são iguais.

Tabela 1: Empresa MRV: Resultado do teste de Wilcoxon pareado.

Índices	Mediana	Resultado do teste	Tomada de Decisão
Liquidez Imediata antes	0.47	Prob > z = 0.6858	Não rejeita H ₀
Liquidez Imediata após	0.41		
Liquidez Corrente antes	2.29	Prob > z = 0.6858	Não rejeita H ₀
Liquidez Corrente após	2.43		

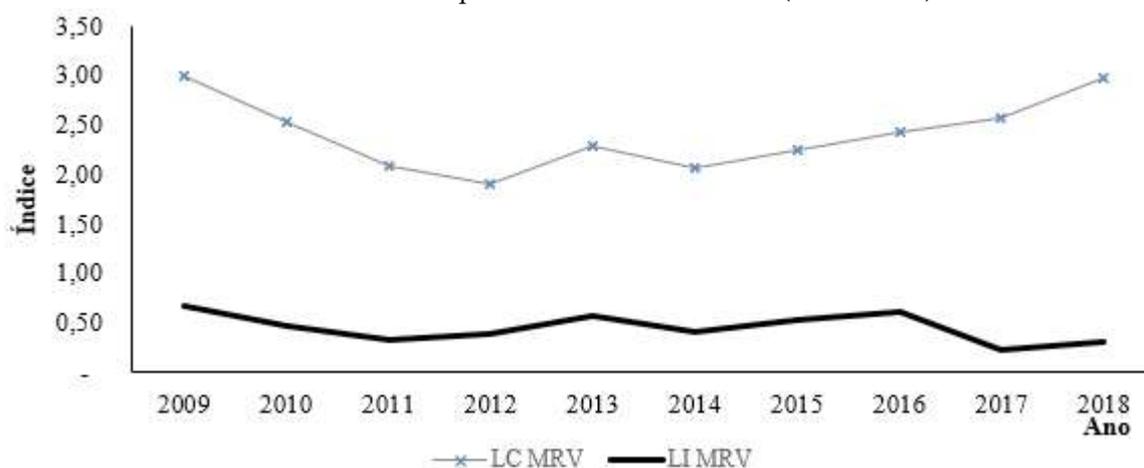
Índice de Endividamento em Curto Prazo antes	51.93	Prob > z = 0.0431	Rejeita-se H ₀
Índice de Endividamento em Curto Prazo após	42.45		
Participação de Capital de Terceiros antes	133.62	Prob > z = 0.5002	Não rejeita H ₀
Participação de Capital de Terceiros após	131.49		
Margem Ebitda antes	0.14	Prob > z = 0.0422	Rejeita-se H ₀
Margem Ebitda após	0.11		
Retorno sobre o Patrimônio Líquido antes	14.82	Prob > z = 0.3452	Não rejeita H ₀
Retorno sobre o Patrimônio Líquido após	12.08		

Legenda: antes da recessão econômica: (2009-2013) e após (2014-2018).

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme a Tabela 1, a Liquidez Imediata e Liquidez Corrente não apresentaram diferenças estatisticamente significativas entre os períodos: antes e após recessão econômica. Portanto, não se pode afirmar que essa conjuntura tenha afetado a capacidade de pagamento da MRV com suas obrigações em curto prazo, visto que a Liquidez Corrente foi mantida acima do desejado (1,00) em todo o período, sugerindo capacidade financeira em honrar compromissos em curto prazo (Ativo Circulante superior ao Passivo Circulante) (Gráfico 1).

Gráfico 1: MRV: Liquidez Corrente e Imediata - (2009 a 2018).



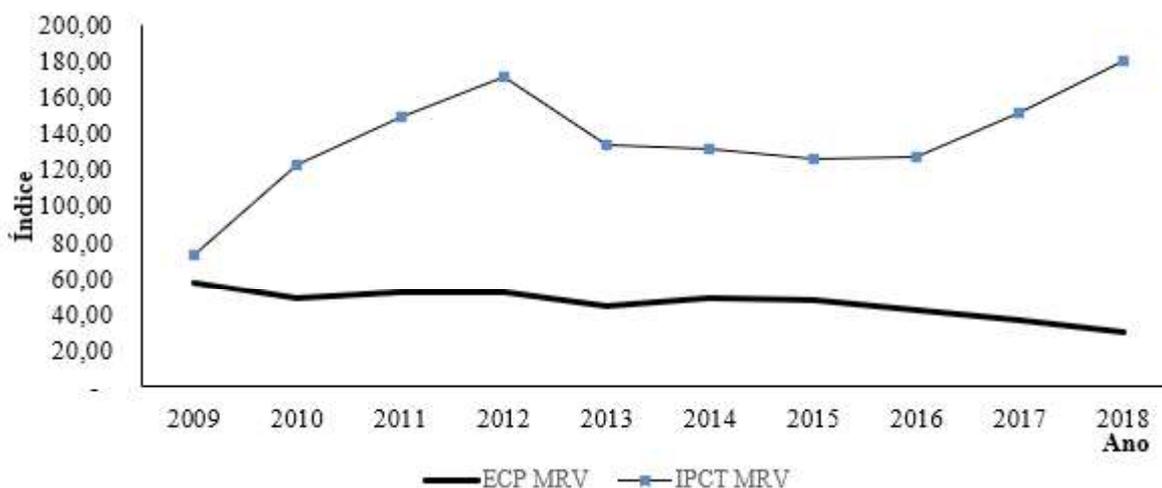
Fonte: dados da pesquisa.

Ressalta-se que, no segmento de Incorporações, o ativo circulante é composto por expressiva proporção de estoque (35,42%) - empreendimentos disponíveis para vendas. O indicador de Liquidez Imediata, por sua vez, revelou que a disponibilidade financeira para pagamentos de curtíssimo prazo esteve abaixo do desejado (1,00), ao longo dos dez anos analisados. Esses resultados estão em sintonia com o exposto por Mayer Junior (2019), ao analisar o desempenho econômico-financeiro de empresas da construção civil (2014 a 2018), pois a Liquidez Imediata foi inferior a 1,00.

Ao analisar a composição de dívidas da MRV, constatou-se evidência estatística de que a crise estabelecida no período de 2014 a 2018 afetou o Índice de Endividamento em Curto Prazo dessa empresa (Tabela 1), com redução de 18,25% no período, indicando a menor dependência de capital de terceiros.

O Índice de Endividamento em Curto Prazo, com mediana de 48,41%, ao longo dos dez anos, indica que mais de 50% de suas dívidas foram em longo prazo, com maior tempo para fazer gestão de sua capacidade de honrar pagamentos futuros (Gráfico 2).

Gráfico 2: MRV: Índice de Endividamento em Curto Prazo e Participação de Capital de Terceiros - (2009-2018).



Fonte: dados da pesquisa.

Ainda, conforme Tabela 1, o indicador de Participação de Capital de Terceiros não foi afetado pela recessão econômica, isto é, não houve mudança na estratégia entre o uso de capital de terceiros e capital próprio, pois a hipótese nula não pode ser rejeitada.

De acordo com Lohn e Laffin (2012), as duas principais fontes de entradas de recursos das atividades de financiamento (Fluxo de Caixa de Financiamento – FCF) em 2007, das 19 empresas analisadas, 13 (68%) efetuaram aumento de capital social e as demais (32%) captaram recursos por meio de financiamentos/empréstimos/emissão de debêntures. Essa estratégia de composição do endividamento foi invertida a partir de 2008 com apenas 32% das empresas realizando aumento de capital social, 67% por meio de financiamentos/empréstimos/emissão de debêntures, e o restante, por incorporação de outras empresas, conforme amostra composta por empresas do setor de construção civil listadas na [B]³, no período de 2007 a 2009.

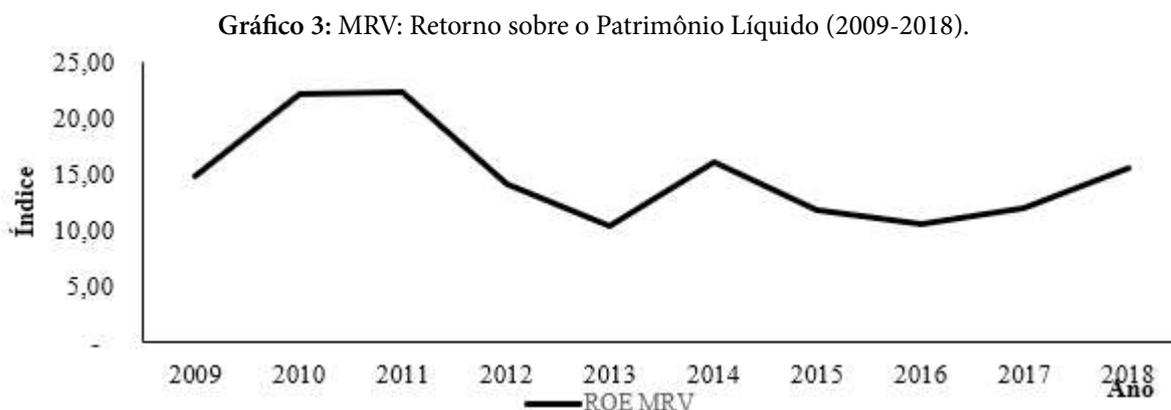
Essa alteração na estratégia de obtenção de recursos do ano de 2007 para os demais foi decorrente da resposta adotada pelo governo brasileiro devido aos reflexos da crise internacional gerada pelo setor imobiliário dos Estados Unidos (LOHN; LAFFIN, 2012). As políticas que estimularam a captação de recursos de terceiros foram: redução da taxa de juros; facilidades para obtenção de empréstimos e incrementos nas políticas habitacionais, como, o programa habitacional Minha Casa Minha Vida; continuação do PAC para recuperação da infraestrutura e vinda de eventos internacionais para o Brasil, como Copa do Mundo de Futebol em 2014 e as Olimpíadas em 2016 (JARDIM, 2015; LOHN LAFFIN, 2012). Essa predominância da captação de recursos por meio de financiamentos/empréstimos/debêntures foi observada até o ano de 2018, para a MRV, conforme Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), nos exercícios seguintes a 2009.

Assaf Neto e Lima (2017) e Matarazzo (2010) mencionam que quanto menor o Índice de Participação de Terceiros, menor a dependência de capital de terceiros, portanto, melhor para a empresa, enquanto para

Costa, Sprenger e Kronbauer (2019) esse resultado sugere maior capacidade de honrar seus compromissos. Além disso, para análise mais ampla, precisa-se avaliar se os recursos foram direcionados para atividades que gerem retornos econômico-financeiros positivos. Ribeiro e Brunozi Júnior (2013) afirmam que geralmente empresas do setor de Construção Civil utilizam mais o capital de terceiros para financiamento de suas atividades operacionais.

Sobre a lucratividade operacional, verificou-se que a Margem Ebitda apresentou diferença estatisticamente significativa entre os períodos analisados, sugerindo que o período de recessão econômica afetou a lucratividade da MRV. No entanto, ao observar a série dos dez anos, constata-se maior discrepância nos valores de Margem Ebitda de 2009 e 2010. Uma razão para essa diferença pode estar no ajuste de metodologia de apuração Ebitda, com a finalidade de uniformização, conforme Instrução CVM nº 527 de 2012.

Conforme a Tabela 1, o ROE não foi afetado pela recessão econômica, pois a diferença de postos não é estatisticamente significativa, ao nível de significância de 5%. O ROE apresentou decréscimo no valor da mediana do primeiro período (14,82%) para o segundo (12,08%) a partir de 2011, mas obteve um leve aumento isolado em 2014, provavelmente em decorrência da Copa do Mundo, mesmo com o mercado brasileiro em recessão econômica no segundo semestre daquele ano, voltando a decrescer nos dois anos seguintes, como mostra o Gráfico 3.



Fonte: dados da pesquisa.

Ao avaliar a influência do período de recessão econômica e instabilidade política sobre o desempenho econômico-financeiro da empresa Direcional (Tabela 2), verifica-se, também, que os índices de Liquidez Imediata e Corrente não foram afetados de forma significativa, ao comparar os períodos (2009-2013) e (2014-2018).

Tabela 2: Empresa Direcional: Resultado do teste Wilcoxon pareado.

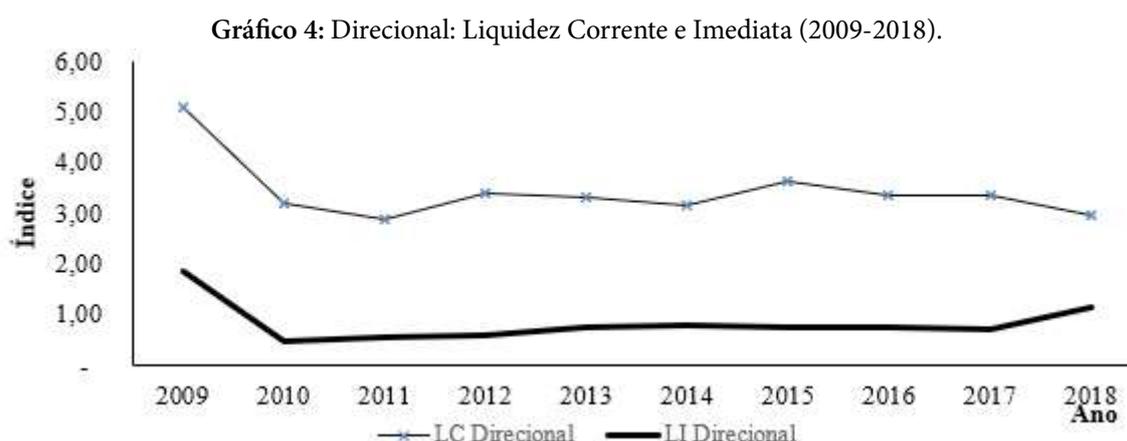
Índices	Mediana	Resultado do teste	Tomada de Decisão
Liquidez Imediata antes	0.59	Prob > z = 0.5002	Não se rejeita H ₀
Liquidez Imediata após	0.75		
Liquidez Corrente antes	3.30	Prob > z = 0.8927	Não se rejeita H ₀
Liquidez Corrente após	3.34		

Índice de Endividamento em Curto Prazo antes	45.68	Prob > z = 0.0431	Rejeita-se H ₀
Índice de Endividamento em Curto Prazo após	31.68		
Participação de Capital de Terceiros antes	102.88	Prob > z = 0.0431	Rejeita-se H ₀
Participação de Capital de Terceiros após	134.05		
Margem Ebitda antes	133.79	Prob > z = 0.1380	Não se rejeita H ₀
Margem Ebitda após	42.41		
Retorno sobre o Patrimônio Líquido antes	14.77	Prob > z = 0.0796	Não se rejeita H ₀
Retorno sobre o Patrimônio Líquido após	-0.08		

H₀: As medidas de posições são iguais.

Fonte: dados da pesquisa

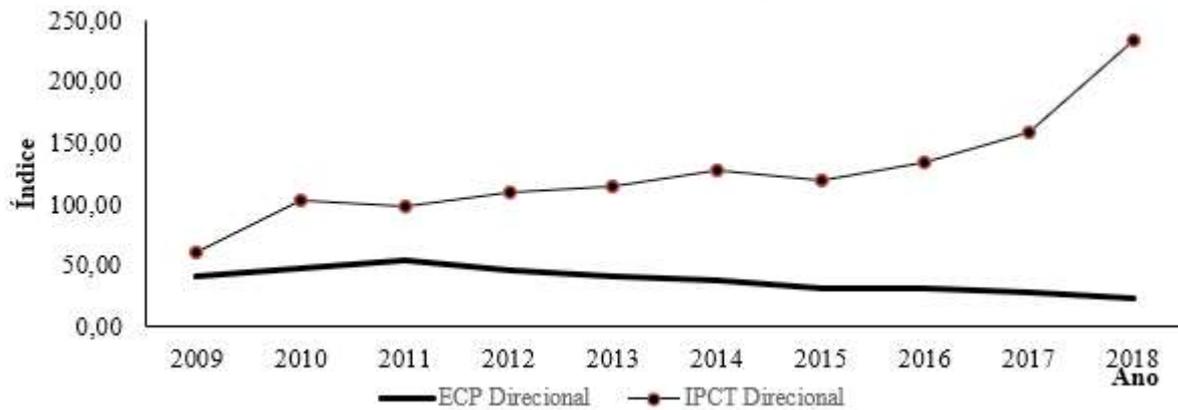
A Liquidez Corrente indicou capacidade de honrar pagamentos em curto prazo, com valores acima de 2,00, portanto acima do parâmetro (1,00), conforme sugerido por Assaf Neto e Lima (2017), ao longo da escala temporal de 10 anos. E a Liquidez Imediata, assim como no caso da MRV, apresentou valores abaixo de 1,00, exceto no ano de 2018 (1,12), conforme Gráfico 4.



Fonte: dados da pesquisa.

O estoque da Direcional, em média, equivale a 28,62% do ativo circulante, portanto valor menor em 5,02% do que a proporção apresentada pela MRV. No entanto, apresentou média de Liquidez Corrente de 3,42, superior às demais empresas, no mesmo período, sugerindo maior proporção de disponíveis para pagamento das obrigações em curto prazo.

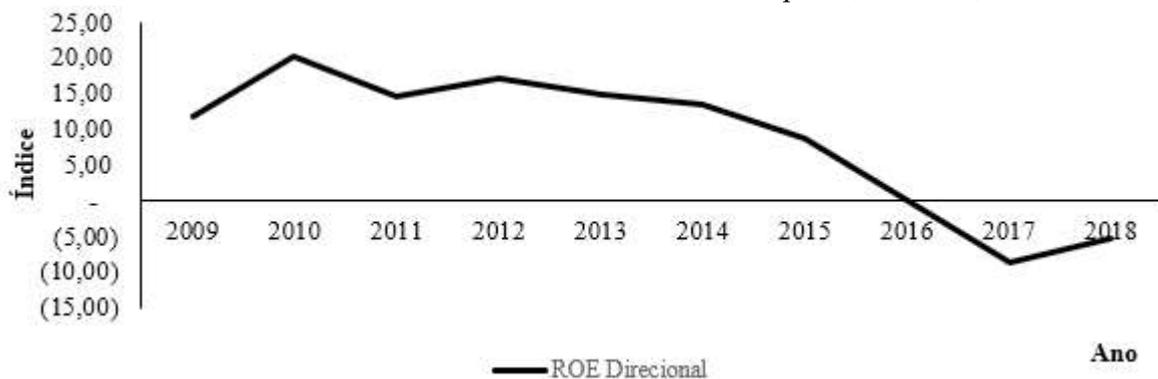
A composição do endividamento da Direcional, revelada pelo Índice de Endividamento em Curto Prazo e Participação de Capital de Terceiros, diferentemente da MRV, mostrou-se afetada pela crise político-econômica deflagrada a partir do segundo semestre de 2014, com diferença significativa, entre os períodos (2009-2013) e (2014-2018). Essa empresa, quando comparada com a MRV e Cyrela, apresentou os menores valores medianos para esses dois índices ao longo dos anos analisados, com 39,56% para o Índice de Endividamento em Curto Prazo e 116,56% para captação de recursos de capital de terceiros, em relação ao capital social (Gráfico 5).

Gráfico 5: Direcional: Índice de Endividamento em Curto Prazo e Participação de Capital de Terceiros - (2009-2018).

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme DFC, predominou principalmente o aumento de capital social como origem de cursos de atividades de financiamento, em especial 2014, início da crise econômico-financeira. Essa estratégia pode ter sido induzida pela redução de estímulos do setor público, em função de déficits primários, e pelo processo de recessão econômica retroalimentada por crise política, que produziu reflexos em empresas de diversos setores econômicos, corroborando Gonçalves (2018).

Conforme a Tabela 2, a Margem Ebitda e o ROE da Direcional não foram influenciados pela recessão econômica, pois as diferenças apresentadas não foram significativas. O Gráfico 6 sugere decréscimo do ROE depois de 2010, tornando-se negativo a partir de 2016, resultado coerente com a Margem Ebitda acentuadamente negativa a partir de 2016, período em que apresentou lucro líquido negativo.

Gráfico 6: Direcional: Retorno sobre o Patrimônio Líquido (2009-2018).

Fonte: dados da pesquisa.

Ao avaliar o desempenho econômico-financeiro da empresa Cyrela (Tabela 3), verifica-se que não há diferença significativa para os índices de Liquidez Imediata e Corrente, considerando os períodos antes (2009-2013) e após (2014-2018) recessão econômica e instabilidade política. Esse resultado diverge da diferença significativa observada por Al-Malkawi e Pillai (2013), quando analisada a influência da crise financeira subprime (2006-2007; 2008-2009), nos Emirados Árabes Unidos.

Tabela 3: Cyrela: Resultado do teste Wilcoxon pareado.

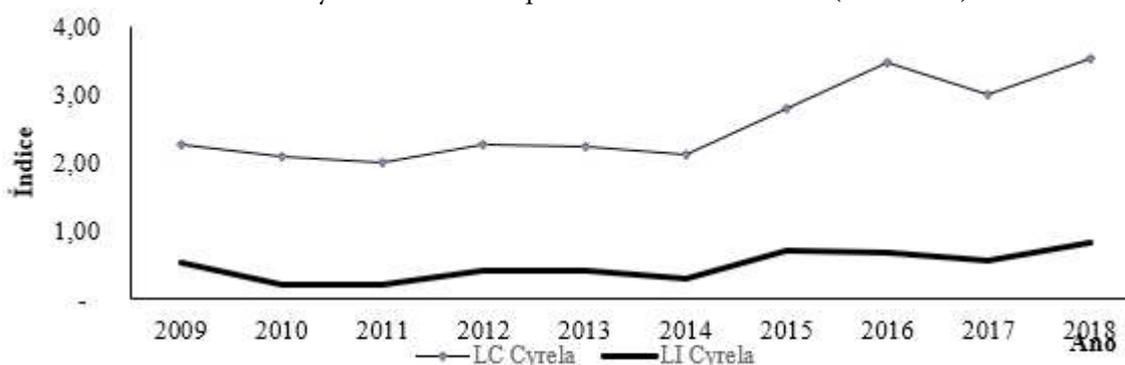
Índices	Mediana	Resultado do teste	Tomada de Decisão
Liquidez Imediata antes	0.40	Prob > z = 0.1380	Não se rejeita H ₀
Liquidez Imediata após	0.67		
Liquidez Corrente antes	2.24	Prob > z = 0.0796	Não se rejeita H ₀
Liquidez Corrente após	3.01		
Índice de Endividamento em Curto Prazo antes	50.26	Prob > z = 0.8927	Não se rejeita H ₀
Índice de Endividamento em Curto Prazo após	50.20		
Participação de Capital de Terceiros antes	157.00	Prob > z = 0.0431	Rejeita-se H ₀
Participação de Capital de Terceiros após	200.81		
Margem Ebitda antes	0.15	Prob > z = 0.2249	Não se rejeita H ₀
Margem Ebitda após	0.13		
Retorno sobre o Patrimônio Líquido antes	14.44	Prob > z = 0.0431	Rejeita-se H ₀
Retorno sobre o Patrimônio Líquido após	3.62		

H₀: As medidas de posições são iguais, logo $\Delta = 0$. Legenda: antes da crise: (2009-2013) e após (2014-2018).

Fonte: dados da pesquisa

Ao comparar a escala temporal completa (2009-2018), verifica-se que o valor mediano da Liquidez Corrente (2,27) da Cyrela é o menor entre as três empresas, embora superior ao considerado adequado (1,0). Assim como as demais empresas, o índice de Liquidez Imediata (0,47) também esteve abaixo do esperado (1,0) (ASSAF NETO; LIMA, 2017; MATARAZZO, 2010). Portanto, o índice de Liquidez Imediata, como para as outras empresas analisadas, também se manteve abaixo do desejado, como mostra o Gráfico 7, ratificando os resultados obtidos por Mayer Junior (2019).

Gráfico 7: Cyrela: Índice de Liquidez Corrente e Imediata (2009-2018).



Fonte: dados da pesquisa.

Quanto ao endividamento, diferentemente da MRV e Direcional, o Índice de Endividamento em Curto Prazo da Cyrela não sofreu influência da crise econômica (2014-2018), pois não houve diferença estatisticamente significativa entre os dois períodos analisados. Já a Participação de Capital de Terceiros da Cyrela, assim como da Direcional, apresentou diferença significativa, com mediana crescendo em 27,90%, em relação aos períodos, elevando o nível de dependência de capital de terceiros (Gráfico 8).



Fonte: dados da pesquisa.

Os valores recebidos de empréstimos e financiamento da Cyrela já vêm elevados desde 2009, conforme motivos já expostos na análise para a MRV (JARDIM, 2015; LOHN LAFFIN, 2012). Observa-se que, diferentemente dos resultados obtidos por Lima, Oliveira e Rodrigues (2017), o índice de endividamento das três empresas em análise não apresentou elevação em 2015.

A lucratividade, representada pela Margem Ebitda, não apresentou diferença significativa nos períodos analisados, visto que, embora tenha apresentado resultado líquido negativo em 2017, resultando em Margem Ebitda negativa, houve recuperação em 2018. O ROE apresentou diferença estatisticamente significativa, entre o período de (2009-2013) e (2014-2018), apontando tendência de decréscimo, principalmente a partir de 2015, chegando a valor negativo em 2017, de acordo com o Gráfico 9.



Fonte: dados da pesquisa.

Portanto, a conjuntura econômica nacional e internacional pode afetar o desempenho econômico-financeiro das empresas, considerando suas especificidades, o que corrobora os resultados observados por Beliakov, Boriskina, Gnevanov (2017).

A análise conjunta das três empresas do segmento de Incorporações foi realizada utilizando o teste de Kruskal-Wallis, identificando se há diferença estatisticamente significativa entre os três grupos, ao considerar nível de significância de 5%; por meio da hipótese nula, afirmando que as médias dos postos (ranks) dos grupos são iguais.

Conforme Tabela 4, ao comparar o desempenho entre as empresas, por meio da mediana dos índices de Margem Ebitda e ROE, verificou-se que não houve diferença estatisticamente significativa entre esses valores (Teste Kruskal-Wallis; p-valor > 0,05). Logo, as estratégias utilizadas por cada empresa geraram resultados distintos sobre a lucratividade operacional e rentabilidade, porém não há evidência estatisticamente forte para indicar que essas diferenças de desempenho foram significativas ao ponto de distingui-las.

Tabela 4: Resultados do teste de Kruskal-Wallis - Análise do Grupo de Empresas: Comparação dos índices de desempenho econômico-financeiro entre as três empresas

Índice	χ^2	P-valor	Resultado
Liquidez Imediata	10106,00	0,006	Rejeita-se H_0
Liquidez Corrente	12220,00	0,002	Rejeita-se H_0
Índice de Endividamento em Curto Prazo	6991,00	0,030	Rejeita-se H_0
Participação de Capital Terceiros	10779,00	0,005	Rejeita-se H_0
Margem Ebitda	5617,00	0,060	Não se rejeita H_0
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	2797,00	0,247	Não se rejeita H_0

Fonte: dados da pesquisa

No entanto, para os indicadores de Liquidez Imediata e Corrente (no período de 2009-2018), a hipótese de igualdade das medianas das três empresas foi rejeitada (Teste de Kruskal-Wallis; p-valor \leq 0,05). A mediana da Liquidez Imediata foi maior para a Direcional com 0,74, seguida pela Cyrela (0,47) e MRV (0,44), portanto todas apresentam índice inferior ao parâmetro (1,00) estabelecido pela literatura, sugerindo baixa liquidez em curtíssimo prazo. Contudo, em curto prazo, a Liquidez Corrente apresenta desempenho superior ao parâmetro (1,00) para todas as empresas: MRV, com mediana de 2,36; Direcional, com 3,32; e Cyrela com 2,27.

O Índice de Endividamento em Curto Prazo e Participação de Capital de Terceiros, também, apresentaram medianas com diferenças estatisticamente significativas, no período de 2009-2018, (Kruskal-Wallis; p-valor \leq 0,05). A Cyrela apresentou o maior Índice de Endividamento em Curto Prazo (50,23%), seguida pela MRV (48,42%), e a Direcional o menor (39,56%); indicando que esta última está com a estratégia de dívidas com cronogramas de pagamentos estendidos em longo prazo em maior proporção, o que lhe confere maiores possibilidades de ações para honrar seus pagamentos. A empresa com maior mediana de Participação de Capital de Terceiros foi a Cyrela (170,75%), portanto a mais dependente de captação desses recursos, seguida pela MRV (132,55%) e por último a Direcional (116,56%).

A Margem Ebitda e o ROE não apresentaram medianas com valores estatisticamente diferentes (Kruskal-Wallis; p-valor \leq 0,05). Ressalta-se que a Cyrela, com inserção no Brasil, Argentina e Uruguai, atua na [B]³ desde 2005, apresentando o mais elevado preço de ações (R\$ 27,90) entre as três, em seis de novembro de 2019. A MRV abriu capital em 2007, com preço máximo de ação de R\$ 18,58, nessa mesma data, seguida pela Direcional (R\$ 12,39), a mais recente no mercado de capital aberto (2008) (ADVFN, 2019). Essas empresas fazem parte do segmento Novo Mercado da [B]³, que tem por objetivo negociar ações emitidas por empresas que apresentam o mais elevado nível de governança corporativa, com adoção de práticas adicionais ao exigido pela legislação vigente.

5 Considerações Finais

A recessão econômica brasileira e a instabilidade política, instaladas principalmente a partir de 2014, motivaram este estudo, com o objetivo de analisar de forma comparativa os indicadores de desempenho econômico-financeiro das três principais empresas do segmento de Incorporações listadas na [B]³. A escolha dos períodos foi em função do declínio da participação do Setor de Construção Civil no PIB do país, durante a escala temporal de dez anos.

As análises mostram que as empresas conseguiram bons desempenhos de Liquidez Corrente (>1,00), por outro lado, isso pode ser indicativo que houve redução em investimentos realizados, sugerindo aos investidores menor capacidade de geração de benefícios econômicos futuros. A Liquidez Imediata apresentou valores inferiores a 1,00. Além disso, não foi observada evidência estatística que o período de recessão econômica e ambiente político conturbado (2014-2018) tenham exercido interferência sobre os índices de Liquidez Imediata e Corrente (Wilcoxon pareado; valor-p \leq 5%), quando comparados com o desempenho deles no período anterior.

Por outro lado, resultados sugerem que os Índices de Endividamento em Curto Prazo da MRV e da Direcional apresentaram reduções significativas (Wilcoxon pareado; valor-p \leq 5%). Desse modo, observou-se a elevação da taxa de juros como um dos instrumentos de controle da inflação crescente, principalmente em 2015, resultando no aumento do custo de captação de recursos de terceiros no período de 2014-2018. Portanto, esse fator pode explicar a inibição do endividamento em curto prazo conjugada com a estratégia mais conservadora em momentos de turbulência econômica e política.

O Índice de Participação de Capital de Terceiros mostrou-se estatisticamente significativo para a Direcional e a Cyrela, sugerindo que ambas elevaram a captação de recursos no segundo período. Dessa forma, a redução de dívidas em curto prazo conjugada com aumento da captação de recursos sugere que as empresas utilizaram a estratégia de endividamento em longo prazo. Nesse contexto, houve aumento da dependência de capital de terceiros, pois, em todas as empresas, os exigíveis totais superaram o patrimônio líquido.

Quanto à Margem Ebitda, verificou-se diferença significativa entre os dois períodos apenas para a MRV, sugerindo que esse índice foi afetado pela recessão seguida de estagnação econômica. O ROE apresentou diferença significativa somente para a empresa Cyrela, sugerindo que a recessão econômica e a instabilidade política (2014-2018) conduziram à redução da Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido. Esses dois índices apresentam resultados coerentes entre si, pois, com redução da lucratividade operacional, espera-se que o ROE também seja reduzido. Assim, conclui-se que o cenário político econômico, no período de 2014 a 2018, refletiu de forma significativa sobre os indicadores de desempenho econômico-financeiro dessas três empresas inseridas no segmento de Incorporações.

Entre as três empresas estudadas, no período de 2009-2018, considerando teste Kruskal-Wallis; (valor-p \leq 5%), há diferenças significativas em relação aos indicadores de Liquidez Imediata e Corrente, Endividamento em Curto Prazo e Participação de Capital de Terceiros. A Direcional apresentou maior mediana para os índices de liquidez e menor para os índices de endividamento, com maior capacidade de pagamento e composição predominante em longo prazo, entretanto com maior predominância de capital de terceiros. Conclui-se que essa empresa, mesmo diante do cenário de recessão econômica e cenário

político adverso, conseguiu melhores resultados financeiros (liquidez e endividamento), aumentando sua capacidade de arcar com as dívidas e com maior tempo para saída de recursos, sugerindo possibilidade de maiores investimentos na atividade operacional da organização. Em relação ao ROE, a MRV apresentou maior mediana (14,44%) no período.

Esta pesquisa apresenta como limitações o tamanho da amostra (três empresas) e período de análise (dez anos). No entanto, apresenta contribuições teórica e gerencial, pois ratifica por meio de resultados empíricos que o ambiente macroeconômico pode influenciar os índices de desempenho econômico-financeiro das empresas de capital aberto, inseridas no segmento de Incorporações e pertencentes à estrutura mais elevada de governança corporativa – Novo Mercado. Os testes de médias evidenciam que os índices de liquidez e endividamento são mais suscetíveis ao ambiente macroeconômico, considerando as especificidades de estratégia gerencial de cada empresa.

Para futuras pesquisas, recomenda-se utilizar todas as empresas do segmento de Incorporações ou prosseguir com essa linha de pesquisa, analisando o desempenho de empresas de outros setores da economia frente à recessão econômica iniciada em 2014, seguida de estagnação e conjugada com instabilidades políticas.

Referências

- ADVFN. **Portal de investimentos em ações da bolsa de valores do Brasil, com cotações da Bovespa e BM&F**. São Paulo: ADVFN, 2019. Disponível em: <<http://bit.ly/2p8dznB>>. Acesso em: 06 nov. 2019.
- AL - MALKAWI, HN; PILLAI, R. The impact of financial crisis on UAE real estate and construction sector: analysis and implications. **Humanomics**, [s. l.], v. 29, n. 2, p. 115-135, May, 2013.
- ALMEIDA, I. B. **A diversificação dos produtos mobiliários privados residenciais e as mudanças conjunturais do setor: região sudoeste de São Paulo de 2009 a 2018**. 2019. Dissertação (Mestrado em Arquitetura e Urbanismo) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2019. Disponível em: <<https://bit.ly/2ZfuSkD>>. Acesso em: 27 jun. 2020.
- ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Fundamentos de Administração Financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2017.
- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO E POUPANÇA. **Porque o Brasil precisa da construção civil para voltar a crescer**. São Paulo: ABECIP, 2017. Disponível em: <<http://bit.ly/2NE3DeZ>>. Acesso em: 08 maio 2019.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Banco Central do Brasil**. Brasília: BACEN, 2019. Disponível em: <<http://bit.ly/34VkQXI>>. Acesso em: 26 jun. 2019.
- BANDEIRA, M. L.; BRITTO, P. A. P. Desempenho econômico-financeiro e valor das ações em um contexto de mudança regulatória: o caso do setor elétrico brasileiro. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, Florianópolis, v. 19, n. p. 1-18, e-2891, 2020.
- BARBOSA FILHO, F. H. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 31, n. 89, p. 51-60, jan./abr. 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2CC9ew3>>. Acesso em: 27 jun. 2019.
- BELIAKOV, S.; BORISKINA, Y.; GNEVANOV, M. Analysis of performance indicators of investment and construction sector of the Russian Federation in the conditions of economic crisis. **MATEC Web of Conferences**, v. 106, p. 1-11, 2017.

- BEUREN, I. M.; SILVA, M. Z.; MAZZIONI, S. Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. **Revista de Administração Faces Journal**, Belo Horizonte, v. 13, n. 2, p. 8-25, 2014.
- BORGES, S. S. Setor da construção tem bom prognóstico em investimentos, mas é preciso evitar desperdício de recursos. São Paulo: FIESP, 2019. Disponível em: <<https://bit.ly/3fZ2OJh>>. Acesso em: 25 jun. 2020.
- BRASIL. Ministério do Planejamento. **Sobre o PAC**. Brasília, DF: Ministério do Planejamento, 2007. Disponível em: <<http://www.pac.gov.br/sobre-o-pac>>. Acesso em: 09 nov. 2019.
- BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Setor de atuação**. São Paulo: B3, 2019. Disponível em: <<https://bit.ly/2MteOW0>>. Acesso em: 12 set. 2019.
- CACCIAMALI, M. C.; TATEI, F. Mercado de trabalho: da euforia do ciclo expansivo e de inclusão social à frustração da recessão econômica. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 30, n. 87, p. 103-121, maio/ago. 2016. Disponível em: <<https://bit.ly/2KhYVBw>>. Acesso em: 26 jun. 2019.
- CÂMARA BRASILEIRA DA INDÚSTRIA DA CONSTRUÇÃO. **Boletim Estatístico**, ano 15, n. 8, ago. Brasília: CBIC, 2019b. Disponível em: <<http://bit.ly/2CANbuy>>. Acesso em 07 nov. 2019.
- CÂMARA BRASILEIRA DA INDÚSTRIA DA CONSTRUÇÃO. **PIB Brasil e Construção Civil**. Brasília: CBIC, 2019a. Disponível em: <<https://bit.ly/2XhUsUF>>. Acesso em: 08 maio 2019.
- COSTA, D. M.; SPRENGER, K. B.; KRONBAUER, C. A. Conformidade na Evidenciação do Ativo Imobilizado: um estudo sob a ótica da Teoria Institucional. **REUNIR Revista De Administração Contabilidade e Sustentabilidade**, Campina Grande, v. 9, n. 2, p. 49-61, 2019.
- ERNST & YOUNG. **Mercado de incorporação imobiliária brasileiro: potencialidades do mercado habitacional**. [s. l.]: EY, 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/3fSjjXt>>. Acesso em: 22 jun. 2020.
- FÁVERO, L. P; BELFIORE, P. **Manual de análise de dados**. Rio de Janeiro: LTC, 2020.
- FERREIRA, C. C.; MACEDO, M. A. S. Desempenho financeiro de curto prazo no setor brasileiro de telecomunicações. **Pretexto**, Belo Horizonte, v. 12, n. 4, p. 80-104, out./dez. 2011.
- GONÇALVES, A. O. et al. Desempenho econômico-financeiro e vinculações políticas: traços do patrimonialismo nas empresas do setor elétrico estatal brasileiro. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, João Pessoa, v. 8, n. 1, p. 130-150, jan./abr. 2020.
- GONÇALVES, J. F. **Crise econômica no Brasil: o desempenho dos indicadores de quatro empresas listadas na B3**. 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2018. Disponível em: <<https://bit.ly/33YJjel>>. Acesso em: 07 nov. 2019.
- HATEMI-J, A; ROCA, E. How globally contagious was the recent US real estate market crisis? Evidence based on a new contagion test. **Economic Modelling**, [s. l.], v. 28, ed. 6, p. 2560-2565, nov. 2011.
- INSTITUTO ASSAF NETO. **Indicadores e Demonstrações Financeiras: nova metodologia**. [S. l.]: INSTITUTO ASSAF NETO, 2020. Disponível em: <<https://bit.ly/2B669Y5>>. Acesso em: 24 jun. 2020.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Pesquisa anual da indústria de construção**. Brasília: IBGE, 2018.
- IUDÍCIBUS, S. **Análise de balanços**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2017.
- JARDIM, M. C. A construção social do mercado de trabalho no setor de construção civil nas obras do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC): consensos e conflitos. **Sociedade e Estado**, Brasília, v. 30, n. 1, p. 165-187, jan./abr. 2015. Disponível em: <<http://bit.ly/2NGMbqt>>. Acesso em: 07 nov. 2019.
- LIMA, S. M.; OLIVEIRA, M. E. L.; RODRIGUES, M. S. A crise e o desempenho econômico financeiro das empresas da construção civil. **Revista Gestão em Análise**, Fortaleza, v. 6, n. 1-2, p. 196-210, jan./dez. 2017. DOI: <http://dx.doi.org/10.12662/2359-618xregea.v6i1/2.p196-210.2017>. Disponível em: <<http://bit.ly/2KbBERH>>. Acesso em: 18 ago. 2019.

- LOHN, M.; LAFFIN, M. Demonstração dos fluxos de caixa: uma análise da captação de recursos nas empresas do setor de construção civil listadas na BM&F Bovespa. **Enf.: Ref. Cont.**, Curitiba, v. 31, n. 1, p. 67-81, jan./abr. 2012. doi: 10.4025/enfoque.v31i1.13553. Disponível em: <<https://bit.ly/3dQEKAi>>. Acesso em: 2 nov. 2019.
- MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de Balanços**: abordagem gerencial. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- MAYER JUNIOR, A. Índices **de liquidez e de atividade das empresas do ramo da construção civil listadas na B3, no segmento novo mercado**. 2019. Monografia (Graduação Ciências Contábeis) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2019. Disponível em: <<https://bit.ly/2QiO4eA>>. Acesso em: 08 jun. 2019.
- MOREIRA, E. M. Um olhar sobre a atual situação da política habitacional no Brasil. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 40, n. 3, p. 21-32, 2013. Disponível em: <<https://bit.ly/2A7CrBo>>. Acesso em: 24 jun. 2020.
- NEUKAMP, D. **Construção civil**: uma visão pré e pós crise no setor imobiliário de 2010 a 2018. 2019. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração) – Universidade de Caxias do Sul, Caxias do Sul, 2019. Disponível em: <<http://bit.ly/2NEof75>>. Acesso em: 07 nov. 2019.
- NUNES, R.; SALES, G. O impacto da crise brasileira por meio de indicadores financeiros na estimação da liquidez na tesouraria de algumas empresas. *In*: CONVIBRA, 16., 2019, [s. l.]. **Anais...** [S. l.]: CONVIBRA, 2019. Disponível em: <<https://bit.ly/3dCkmcr>>. Acesso em: 27 jun. 2020.
- ÖCAL, M. Emin et al. Industry financial ratios—application of factor analysis in Turkish construction industry. **Building and Environment**, v. 42, n. 1, p. 385-392, 2007. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.buildenv.2005.07.023>>. Acesso em 28 jun. 2020.
- PREVE, L.; SARRIA-ALLENDE, V. **Working capital management**. Oxford University Press, 2010.
- RIBEIRO, L; BRUNOZI JUNIOR; A. C. Análise multivariada dos indicadores econômico-financeiros das empresas de construção e engenharia listadas na Bm&fBovespa: um estudo de aplicabilidade da Pecking order theory. **Gestão & Sociedade**: Revista de Pós-graduação da Uniabeu, Belford Roxo, v. 2, n. 1, p. 1-18, jan./jun. 2013. Disponível em: <<https://bit.ly/3hUsdWa>>. Acesso em: 24 jun. 2020.
- RITA, C. O. et al. Um estudo sobre causalidade entre EBITDA e retorno das ações de empresas brasileiras (2008 - 2014). **Enfoque: Reflexão Contábil**, Maringá, v. 36, n. 2, p. 115-130, maio/ago. 2017.
- ROSSI, P; MELLO. G. Choque recessivo e a maior crise da história: A economia brasileira em marcha à ré. **Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica**, Campinas, n. 1. p. 1-5, abr. 2017. Disponível em: <<http://bit.ly/36Z8NKu>>. Acesso em: 08 jun. 2019.
- SOUZA, W. R. S. et al. Vinte e um anos sem correção monetária no Brasil: impactos na comparabilidade da informação contábil em empresas siderúrgicas e metalúrgicas. **R. Cont. Fin.**, São Paulo, v. 29, n. 78, p. 355-374, set./dez. 2018.
- TEIXEIRA, L. P; CARVALHO, F. M. A. A Construção Civil como instrumento do desenvolvimento da economia brasileira. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, Curitiba, v. 2, n. 109, p. 9-25, jul./dez. 2005. Disponível em: <<https://bit.ly/2CBx4rJ>>. Acesso em: 08 maio 2019.
- VIEIRA, E. M. M. et al. Melhores Grupos de Índices e Demonstrações Contábeis para Análise da Situação Econômico-Financeira das Empresas na Percepção de Analistas do Mercado de Capitais. **Journal of Accounting, Management and Governance**, Brasília, v. 17, n. 3, p. 29-46, set./dez. 2014. Disponível em: <<https://bit.ly/3eDmSk8>>. Acesso em: 27 jun. 2020.
- WANG, X.; DENNIS, L.; TU, Y. Measuring financial condition: A study of U. S. states. **Public Budgeting and Finance**, [s. l.], v. 27, n. 2, p. 1-21, 2007.

Submetido em: 10.03.2020

Aceito em: 23.0.2020