

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

NAYNA NALI TEIXEIRA

**O EFEITO MODERADOR DA ALTA E BAIXA CONCENTRAÇÃO DE MERCADO
NA RELAÇÃO *SLACK* FINANCEIRO E DESEMPENHO**

VITÓRIA-ES

2020

NAYNA NALI TEIXEIRA

**O EFEITO MODERADOR DA ALTA E BAIXA CONCENTRAÇÃO DE MERCADO
NA RELAÇÃO *SLACK* FINANCEIRO E DESEMPENHO**

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof^o Dr. Marcelo Alvaro da Silva Macedo

Co-Orientador: Prof^o Dr. Luiz Claudio Louzada

VITÓRIA-ES

2020

NAYNA NALI TEIXEIRA

**O EFEITO MODERADOR DA ALTA E BAIXA CONCENTRAÇÃO DE MERCADO
NA RELAÇÃO SLACK FINANCEIRO E DESEMPENHO**

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Profº Dr. Marcelo Alvaro da Silva Macedo

Co-Orientador: Profº Dr. Luiz Claudio Louzada

Aprovada, 22 de dezembro de 2020.

COMISSÃO EXAMINADORA

Profº Dr. Marcelo Alvaro da Silva Macedo
Universidade Federal do Rio de Janeiro
Orientador

Profº Dr. Luiz Claudio Louzada
Universidade Federal do Espírito Santo
Co-Orientador e presidente da banca de defesa

Profº Dr. Vagner Antonio Marques
Universidade Federal do Espírito Santo
Membro interno da banca examinadora

Profº Dr. Alvim Borges da Silva Filho
Universidade Federal do Espírito Santo
Membro externo da banca examinadora

Profº Dr. Moacir Sancovsch
Universidade Federal do Rio de Janeiro
Membro externo da banca examinadora

Ficha catalográfica disponibilizada pelo Sistema Integrado de Bibliotecas - SIBI/UFES e elaborada pelo autor

N171e Nali Teixeira, Nayna, 1989-
O EFEITO MODERADOR DA ALTA E BAIXA
CONCENTRAÇÃO DE MERCADO NA RELAÇÃO SLACK
FINANCEIRO E DESEMPENHO / Nayna Nali Teixeira. - 2020.
87 f. : il.

Orientador: Marcelo Alvaro da Silva Macedo.
Coorientador: Luiz Claudio Louzada.
Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) -
Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências
Jurídicas e Econômicas.

1. Desempenho. 2. Mercado. 3. Financeiro. 4. Concentração. I.
da Silva Macedo, Marcelo Alvaro. II. Louzada, Luiz Claudio.
III. Universidade Federal do Espírito Santo. Centro de Ciências
Jurídicas e Econômicas. IV. Título.

CDU: 657



UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO

PROTOCOLO DE ASSINATURA



O documento acima foi assinado digitalmente com senha eletrônica através do Protocolo Web, conforme Portaria UFES nº 1.269 de 30/08/2018, por
LUIZ CLAUDIO LOUZADA - SIAPE 1692348
Departamento de Ciências Contábeis - DCC/CCJE
Em 17/02/2021 às 16:57

Para verificar as assinaturas e visualizar o documento original acesse o link:
<https://api.lepisma.ufes.br/arquivos-assinados/139485?tipoArquivo=O>



UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO

PROTOCOLO DE ASSINATURA



O documento acima foi assinado digitalmente com senha eletrônica através do Protocolo Web, conforme Portaria UFES nº 1.269 de 30/08/2018, por
VAGNER ANTONIO MARQUES - SIAPE 1753540
Departamento de Ciências Contábeis - DCC/CCJE
Em 17/02/2021 às 16:30

Para verificar as assinaturas e visualizar o documento original acesse o link:
<https://api.lepisma.ufes.br/arquivos-assinados/139459?tipoArquivo=O>

AGRADECIMENTOS

A DEUS, por me dar sabedoria, calma e coragem em todos os momentos difíceis.

Aos meus queridos pais pelo apoio incondicional a todo e qualquer desafio que enfrentei em minha vida. Aos meus amigos por toda a ajuda e apoio durante este período tão importante da minha formação acadêmica.

Ao meu orientador Marcelo Alvaro Macedo e ao meu co-orientador Luiz Claudio Louzada, pelas inúmeras contribuições, pelas sugestões construtivas e por todo aprendizado durante o processo de desenvolvimento deste trabalho. Agradeço também ao professor Emanuel Junqueira por todo ensinamento e conhecimento passados.

À UFES e à CAPES pela oportunidade e apoio. Por fim, agradeço a todos que, direta ou indiretamente, contribuíram para a realização deste trabalho.

RESUMO

Esta pesquisa tem como propósito investigar a moderação da concentração de mercado de seis setores específicos, analisando qual o resultado do efeito moderador da concentração de mercado e verificando como o nível de alta e baixa concentração do setor modera a relação entre *slack* e desempenho, atribuindo-se que esta análise conjunta traz informações adicionais sobre como avaliar o desempenho. Os dados foram extraídos de empresas brasileiras listadas na B3. As observações são anuais, concernentes a um intervalo de 10 anos (2010 – 2019) com 740 observações e 74 empresas, formando-se um painel balanceado. Foram realizadas 6 regressões lineares com dados em painel para efeitos fixos – assim como Árgiles-Bosch et al. (2016) – aplicando controles individuais com e sem *dummies* temporais. Os resultados sugerem que pelo poder de resposta das regressões nos modelos aplicados e pela significância das variáveis de *slack* e das interações dos *slacks* com as *dummies* referentes a empresas de ordem superior e a empresas de ordem inferior de concentração, os diferentes tipos de *slack* podem exibir diferentes associações com o desempenho: positivas e/ou negativas. A partir das hipóteses estipuladas, pode-se concluir que em setores mais concentrados, maior será a relação entre os *slacks* potencial e recuperável com o desempenho, e em setores menos concentrados menor será a relação entre os *slacks* potencial e recuperável com o desempenho e maior será a relação entre o *slack* disponível e o desempenho. Para estudos posteriores seria interessante testar o efeito moderador da concentração na relação entre *slacks* financeiros e desempenho por meio de um modelo de equações estruturais, examinando de forma simultânea múltiplas variáveis. Este estudo contribui para a literatura enriquecendo a teoria já existente; descobrindo que o efeito moderador da concentração tem um papel importante nos resultados operacionais; trazendo aos gestores maior conhecimento para a aplicação destes conceitos nas práticas empresariais.

Palavras-chave: Concentração; *Slack* financeiro; Efeito Moderador; Desempenho.

ABSTRACT

This research aims to investigate the moderation of the market concentration of the six specific sectors, analyzing the result of the moderating effect of the market concentration and verifying how the level of high and low concentration of the sector moderates in relation between slack and performance, attributing it. This joint analysis provides additional information on how to assess performance. The data were extracted from Brazilian companies listed on the B3. The cancellations are annual, covering an interval of 10 years (2010 - 2019) with 740 employees and 74 companies, forming a balanced panel. Six linear regressions were performed with panel data for fixed effects - as well as Argiles-Bosch et al. (2016) - applying individual controls with temporal concentration dummies and without temporal concentration dummies. The results obtained that due to the response power of the regressions in the models obtained and the significance of the slack variables and the interactions of the slacks with the dummies referring to companies of higher order and companies of lower order, the different types of slack may exhibit different associations with performance: positive and / or negative. From the stipulated assumptions, it can be concluded that in more concentrated sectors, the greater the relationship between the potentials for clearance and recoverable and with performance, and in less concentrated sectors the lower the ratio between the potentials for clearance and recoverable with the performance and the greater the relationship between available slack and performance. For further studies, it would be interesting to test the moderating effect of concentration on the relationship between financial slack and performance using a model of existing equations, simultaneously examining multiple variables. This study contributes to the literature enriching the existing theory; discovering that the moderating effect of the concentration plays an important role in the operating results; bringing managers greater knowledge for the application of concepts in business practices.

Keywords: Concentration; Financial *Slack*; Moderating effect; Performance.

LISTA DE FIGURAS

| | |
|---------------------------------------------------|----|
| Figura 1 – Desenho de Pesquisa | 39 |
| Figura 2 – ECD, <i>Slack</i> e concentração | 68 |

LISTA DE QUADROS

| | |
|------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Quadro 1 – Principais Variáveis | 30 |
| Quadro 2 – Número de empresas por setor | 42 |
| Quadro 3 – Resumo dos sinais encontrados na teoria abordada | 46 |
| Quadro 4 - Variáveis de <i>slack</i> e o sinal esperado na relação com o desempenho..... | 48 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|---------------------------------------------------------|----|
| Tabela 1 – Criação de dummies para a concentração | 56 |
| Tabela 2 – Estatística Descritiva | 57 |
| Tabela 3 – Correlação de Pearson | 59 |
| Tabela 4 – Resultado das Regressões (1) | 60 |
| Tabela 5 – VIF | 61 |
| Tabela 6 – Resultado das Regressões (2) | 64 |

LISTA DE SIGLAS

CR – *Concentration Ratio*

Conc – Concentração

EBIT - Lucro antes de Juros e Imposto de Renda

ECD – Estrutura, Conduta, Desempenho

HHI - *Herfindal – Hirschman Index*

PL – Patrimônio Líquido

QI – Quantil Inferior

QS – Quantil Superior

ROA – Retorno Sobre o Ativo

ROE – Retorno Sobre o Patrimônio Líquido

ROI – Retorno sobre o investimento

ROS - Retorno Sobre Vendas

SUMÁRIO

| | | |
|--------------|------------------------------------------------------------|-----------|
| 1 | INTRODUÇÃO | 14 |
| 1.1 | CONTEXTUALIZAÇÃO | 14 |
| 1.2 | PROBLEMA | 17 |
| 1.3 | OBJETIVOS | 18 |
| 1.3.1 | Objetivo Geral | 18 |
| 1.3.2 | Objetivos Específicos | 18 |
| 1.4 | JUSTIFICATIVA, RELEVÂNCIA E CONTRIBUIÇÃO | 18 |
| 1.5 | CONTRIBUIÇÃO..... | 19 |
| 1.6 | ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO | 20 |
| 2 | REFERENCIAL TEÓRICO | 21 |
| 2.1 | DEFINIÇÃO DE <i>SLACK</i> | 21 |
| 2.2 | RELAÇÃO ENTRE <i>SLACKS</i> FINANCEIROS E DESEMPENHO | 25 |
| 2.3 | CONCENTRAÇÃO DE MERCADO | 31 |
| 2.4 | DESENHO DE PESQUISA | 36 |
| 3 | METODOLOGIA | 41 |
| 3.1 | AMOSTRA ANALISADA | 41 |
| 3.2 | VARIÁVEIS DEPENDENTES E INDEPENDENTES | 42 |
| 3.3 | CONSTRUÇÃO DA HIPÓTESE | 51 |
| 3.4 | MODELO DE ANÁLISE | 55 |
| 4 | ANÁLISE DOS RESULTADOS..... | 56 |
| 5 | DISCUSSÃO DOS RESULTADOS..... | 71 |
| 6 | CONCLUSÃO | 76 |
| | REFERÊNCIAS | 79 |
| | APÊNDICE A | 86 |

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Esta pesquisa tem como propósito investigar o efeito combinado da relação *slack* e desempenho com o efeito moderador da concentração de mercado do setor de produtos. Os setores são definidos pela sua estrutura, podendo ser concentrados ou não concentrados, o que vai ditar esta concentração é a quantidade empresas pertencentes a eles. Estas empresas gerarão desempenho, ajudando a conduzir este desempenho estão os *slacks* financeiros.

De um lado está a relação do *slack* financeiro (folga financeira) com o desempenho das empresas, este *slack* pode atuar de forma a aumentar o poder explicativo deste desempenho. Balancear os tipos de *slacks* financeiros é uma condição necessária para melhorá-lo, Gruener e Raastad (2018). Os recursos das empresas são alocados e utilizados conforme as características do mercado, assim do outro lado tem-se que a concentração de mercado pode influenciar o poder explicativo desta relação *slack*-desempenho. Empresas que geram maiores retornos são mais propensas a terem um desempenho superior e conseguem maior participação no mercado, tornando o setor de atuação mais concentrado, Demsetz (1973). Então, a partir das contribuições para o efeito combinado da relação *slack* e desempenho, esta pesquisa dá um passo a mais e analisa qual o resultado do efeito moderador da concentração de mercado na relação entre *slack* financeiro e desempenho, atribuindo-se que esta análise conjunta traz informações adicionais sobre como avaliar o desempenho.

Define-se *slack* como a folga de caixa, ou *cushion* de recursos internos e externos disponíveis ou potencialmente disponíveis, acima da necessidade mínima. *Slack* também é a aquisição de recursos – seja financeiros ou em mercadorias – superior à necessária para que a empresa realize suas atividades, fazendo-a funcionar normalmente e permitindo-a se adaptar frente às pressões sofridas tanto internamente (ajustes nos objetivos da empresa, por exemplo), quanto externamente (mudanças na política e economia que influenciam as estratégias das empresas, por exemplo). Este *slack* é decomposto entre disponível, recuperável e potencial, referentes respectivamente a: recursos livres, excesso de liquidez da empresa; recursos da empresa absorvidos nos seus processos; e elevação de capital através de empréstimos (BOURGEOIS, 1981; BOURGEOIS; SIGNH 1983; CYERT; MARCH, 1963; MOSES, 1992; NOHRIA; GULATI, 1996).

No tocante ao desempenho das organizações, elas são constantemente desafiadas a melhorá-lo. Os recursos das empresas quando bem empregados agem de forma a impulsionar o seu desempenho e o seu poder de mercado. Em meio a oportunidades postas pelo ambiente, prover certo excesso de recursos (*slack*) estará diretamente relacionado a este impulso do desempenho (GEORGE, 2005). As empresas têm o desafio de apresentar melhoria contínua no seu desempenho e estender o seu alcance no mercado. Os tipos de recursos da organização, os tipos de *slacks* financeiros que elas geram (conduta) levarão a empresa a escolher a melhor aplicação destes *slacks* com a finalidade de aumentar desempenho (BEUREN et al., 2014; BEUREN; DALLABONA, 2015).

Já em referência à concentração de mercado, os índices de concentração são amplamente utilizados como indicadores ou parâmetros da estrutura de mercado. Conceitua-se que a concentração terá uma relação positiva com o desempenho quando tal estrutura conceder às empresas a capacidade de aumentar o seu tamanho e conseqüentemente aumentar o seu alcance de mercado, Sung (2014). Apesar de os níveis de *slack* financeiro já serem utilizados por muitos autores (tais como Tan e Peng (2003); George (2005); Chen et al. (2013); Argiles-Bosch et al. (2016); Argiles-Bosch et al (2018); Guo et al., 2019) para explicar o desempenho e mostrar qual o tipo de relação que há entre eles, falta a teoria investigar se o poder explicativo do *slack* no desempenho terá uma idiosincrasia diferente se um setor for mais/menos concentrado que o outro setor.

Fundamentando-se nos principais estudos que investigaram a relação *slack* e desempenho: George (2005) analisou a influência do *slack* no desempenho financeiro de empresas privadas e descobriu que os *slacks* disponível e recuperável têm relações diferentes com o desempenho. O autor também argumentou que o excesso ou a falta de recursos irão impactar substancialmente as práticas da organização, e para que a empresa tenha um bom desempenho e crescimento dentro de seu setor específico e consiga acompanhar o mercado, ser-lhe-á exigida um aprimoramento ou desenvolvimento constante. Argilés-Bosch et al. (2016) estudaram modelos apenas com *slacks* financeiros e assumiram que os efeitos do *slack* no desempenho podem variar de acordo com os indicadores de desempenho utilizados, e que os efeitos positivos se aplicam em relação ao *slack* sobre crescimento futuro (crescimento das vendas). Os resultados sugerem que recursos em excesso proporcionam às empresas oportunidades de mercado quando há um desencontro entre a oferta e a demanda, ou então quando há a necessidade de se atender uma demanda crescente, por exemplo.

As conclusões de Guo et al. (2019) são que: o desempenho financeiro está positivamente relacionado como desempenho da firma; há a existência do efeito positivo do *slack* financeiro no desempenho e os tomadores de decisão dentro das empresas devem incumbir-se de direcionar o *slack* financeiro de forma estratégica a fim de que o desempenho chegue a um estágio de melhoria contínua.

Após destacar a relação do *slack* com o desempenho, outro passo importante para chegar ao objetivo deste trabalho é destacar qual a relação que a concentração de mercado tem com o desempenho. Porter (1979) afirmou que muitos setores são compostos por empresas que dividem o poder de mercado, podendo elas criar barreiras de entrada às novas empresas, ou seja, agir de forma a concentrar o mercado. Complementando a ideia de Porter (1979), para Ginevičius e Čirba, (2007) é importante elucidar que a busca da ampliação da participação de mercado e a necessidade de adaptação da empresa em um mercado com muita concorrência fazem com que esta empresa busque uma adaptação de mercado dinâmica e não passiva a fim de manter a posição por ela almejada. Isto submete as empresas a aumentarem suas atividades, em outras palavras, concentrá-las.

Adam e Khalifah (2012) afirmaram que as mudanças no desempenho são originadas por vários componentes da estrutura e conduta de mercado, e que o nível de concentração deste mercado expressa a condição em que o setor se encontra. Na baixa concentração o setor é mais competitivo, na alta concentração há a falta de competição no mercado. Os autores também puderam comprovar a hipótese ‘a estrutura de mercado voltada para a concentração está diretamente relacionada aos altos níveis de presença de empresas estrangeiras no país’.

Na concentração de mercado há duas perspectivas a serem consideradas. A primeira está no estudo de Zhang e He (2016) que observou o desenvolvimento do setor suíno na China e o grande aumento da taxa de concentração deste mercado. Neste setor o aumento da concentração levou ao aumento do desempenho das empresas. Inferindo-se que quanto mais concentrado for o setor, melhor será o desempenho.

Na segunda perspectiva, os resultados da pesquisa de Sung (2014) apontaram que um mercado muito concentrado dentro do setor de telefones móveis pode ser considerado como um sinal de fraco desempenho no mercado, e por consequência haverá altos preços de venda. Assim, os resultados também apontam que há uma vantagem de se fazer uma análise da concentração para que ela atue como um preditor de desempenho de mercado.

Ainda acerca da concentração de mercado, Mendoza et al. (2020) destacaram em seu trabalho as duas perspectivas apresentadas por Sung (2014) e por Zhang e He (2016). Os autores afirmaram que a estrutura de mercado é um elemento importante dentro do desempenho, e que os mercados mais concentrados promovem um desempenho superior. Percebeu-se também que tanto a baixa quanto a alta concentração podem estar relacionadas positivamente com o desempenho.

Para complementar esta relação, estudos já tentaram trazer os fatores contingentes que moderam a relação *slack* e desempenho juntamente com as condições do setor e as características da empresa (George (2005); Bradley et al. (2011a); Chen et al. (2017), Godoy-Bejarano et al. (2020) por exemplo). Entretanto estes estudos se aprofundaram nos impactos dos efeitos de competição, munificência, dinamismo e complexidade sobre o desempenho, passando bem por alto o efeito específico da concentração de mercado.

Dentre os autores citados acima, George (2005) e Bradley et al. (2011a), pesquisadores da área de *slack*, afirmam que as empresas mandantes no mercado se apropriam do poder controlador que podem exercer sobre seu setor e adotam estratégias similares entre elas. Enquanto que empresas da baixa concentração de mercado precisam de uma alta quantidade de informações para tomar decisões estratégicas assertivas dentro do seu setor de atuação e assim se destacarem.

Para Godoy-Bejarano et al. (2020), os resultados da utilização do *slack* tendem a reagir conforme o ambiente em que a empresa está inserida. Depreende-se então que, o efeito causado entre o *slack* e concentração dependerá fortemente da estratégia do setor ou da estrutura de mercado na qual a empresa atua.

1.2 PROBLEMA

Desta forma, ainda que a concentração há muito esteja inserida como uma abordagem para o desempenho, e ainda que haja muitas abordagens para a relação *slack*-desempenho, a literatura atual não se estende a explicar a concentração de mercado como efeito moderador da relação entre *slack* e desempenho. Assim, este trabalho procurou preencher esta lacuna na teoria de folga financeira e de concentração de mercado relacionando estas duas linhas de pesquisa. Para isto a pergunta de pesquisa que o trabalho procurou responder é:

Qual o resultado do efeito moderador da concentração em setores específicos de atuação na relação entre os slacks financeiros (disponível, potencial e recuperável) e o desempenho das empresas?

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral

O objetivo geral deste trabalho é investigar o efeito combinado da relação *slack* financeiro (disponível, potencial e recuperável) e desempenho com o efeito moderador da concentração de mercado.

1.3.2 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos deste trabalho se concernem em verificar:

- (a) a relação de significância entre desempenho e os *slacks* financeiros (disponível, potencial e recuperável) a partir dos testes realizados;
- (b) se há relevância na moderação pela concentração de mercado como um determinante para a análise do desempenho;
- (c) como o nível de alta e baixa concentração do setor modera a relação entre *slack* e desempenho;
- (d) se a moderação da relação *slack*-desempenho apresenta resultados diferentes de acordo com o nível de concentração do setor.

1.4 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA

A relevância para a temática do *slack* é que apesar deste tema já ter sido explorado e explicado por diversos teóricos, esta pesquisa é um dos primeiros trabalhos a examinar como a concentração de mercado modera esta relação entre *slack* financeiro (disponível, potencial e recuperável) e desempenho. Os estudos se limitam a explicar a relação simples entre *slack* e desempenho, mas não vão muito além, não trazem uma moderação ou um efeito novo, como é trazido neste trabalho.

Como justificativa, embora existam muitos estudos que abordem a relação entre *slack* financeiro e desempenho da empresa, os autores Bradley et al. (2011a) e Paeleman e Vanacker (2015) já destacavam que os trabalhos ainda apresentam resultados ambíguos e inconsistentes sobre a relação entre *slack* financeiro e desempenho da empresa. Incita-se assim a elaboração de novos estudos que avancem nesta teoria. Mais recentemente, Guo et al. (2019) afirmaram

que os mecanismos desta relação entre *slack* e desempenho ainda não são claros e por conta disto novas pesquisas são necessárias para investigar quais outros agentes intermedeiam esta relação. Além destes trabalhos, os autores brasileiros Pamplona et al. (2019) apontam que ainda são escassos os estudos que exploram o papel do *slack* financeiro como prerrogativa para o desempenho. O que motivou esse trabalho foi entender e explicar melhor quais são os mecanismos que ditam a relação entre *slack* e desempenho e sustentar que um efeito moderador – neste trabalho o efeito moderador da concentração – pode explicar melhor os sinais da relação entre *slack* e desempenho.

Valer-se de indicadores contábeis para mensurar o desempenho financeiro, que estejam condizentes com o contexto de mercado no qual a empresa está incorporada, seja ele concentrado ou não, propiciará uma compreensão mais vasta ao desempenho explicado a partir do *slack*. Assim, o que justifica esta pesquisa é que ainda há uma carência de trabalhos que deem embasamento às disparidades e aos comparativos das análises da relação entre *slack* e desempenho, pois segundo Wiengarten et al. (2017) o que há de estudos até o momento é uma não convergência no entendimento desta relação.

Os resultados não rejeitam as hipóteses deste estudo e indicam que nos setores menos concentrados assim como nos setores muito concentrados com tendências ao monopólio, a situação do *slack* está relacionada com o desempenho. A partir das hipóteses estipuladas, pode-se concluir que em setores mais concentrados, maior será a relação entre os *slacks* potencial e recuperável e com o desempenho, e em setores menos concentrados menor será a relação entre os *slacks* potencial e recuperável com o desempenho e maior será a relação entre o *slack* disponível e o desempenho.

1.5 CONTRIBUIÇÃO

Este estudo contribui para a literatura de várias maneiras.

- a) Primeiro contribui empiricamente por trazer um conteúdo e uma abordagem nova ou pouco explorada para os estudos de *slack* financeiro e concentração, pois dentro de uma revisão bibliográfica nas bases da Wiley Online Library, Elsevier, SSRN, JSTOR, Springer Link, e Emerald, pesquisando os termos “concentração e *slack*” não foram encontrados estudos que aplicassem esta moderação. Além disto, enriquece a teoria já existente para esta temática. Contribui também para o acervo dos pesquisadores e acadêmicos que estudam e investigam os benefícios do *slack* e os seus diversos cenários.

Sendo este trabalho um passo que auxiliará a novos estudos. Assim como pela visão de Wiengarten et al. (2017), o estudo difunde a discussão sobre o *slack* para uma gama mais ampla de resultados operacionais e empresariais.

- b) Segundo, amplia a compreensão da relação entre *slack* financeiro e desempenho, descobrindo que o efeito moderador da concentração tem um papel importante nos resultados operacionais. Fornecendo evidências de que o estudo da alta e baixa concentração pode ser usado para aprimorar os resultados da relação *slack* com o desempenho. As descobertas indicam que para a baixa concentração o *slack* disponível atua positivamente (o que não acontece para a alta concentração). Mas que, para alta concentração os *slacks* potencial e recuperável atuam positivamente no desempenho.
- c) Ao explorar os fatores de mercado e sua interrelação com os *slacks* financeiros, esta pesquisa traz aos gestores maior conhecimento para a aplicação destes conceitos nas práticas empresariais.

1.6 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Além deste capítulo de introdução, na próxima seção tem-se o referencial teórico abordando os *slacks*, o desempenho e a concentração de mercado. Na seção 3 estão a construção das variáveis e a partir disto, o desenvolvimento da hipótese que sustenta a proposta do trabalho, além do modelo empírico e os métodos de análise utilizados. Na seção 4 está disposta a análise dos resultados obtidos, na seção 5 está a discussão destes resultados e na seção 6 estão a conclusão e as considerações finais. As referências encerram o trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 DEFINIÇÃO DE *SLACK*

Usualmente, o *slack* corresponde à diferença entre o total dos recursos disponíveis para manter a organização e os passivos de curto e longo prazo (CYERT; MARCH, 1963). Ele possibilita a empresa renunciar a lucros de curto prazo em favor de resultados a longo prazo, busca maximizar o desempenho equilibrando os custos do *slack* e as suas habilidades preventivas, ao invés de operar como um modelo puro de eliminação de custos excessivos de curto prazo. Maximizar o desempenho a longo prazo traz consigo uma complexidade de decisões a se tomar quanto aos *slacks* (SHARFMAN et al., 1988).

No lugar de operar com total minimização de custos, o que eliminaria quaisquer custos "excedentes" de curto prazo, o *slack* implica que, para maximizar o desempenho a empresa deve equilibrar os custos da folga e as suas capacidades de proteção (capacidades de mantê-la). Para maximizar o desempenho (de longo prazo), a empresa então se depara com um conjunto complexo de escolhas sobre folga (SHARFMAN et al., 1988).

Quando há a necessidade estratégica da empresa de adaptar-se às descontinuidades e mudanças dramáticas causadas pelo ambiente externo, cria-se uma reserva de capacidade que a ajudará a se desenvolver e crescer futuramente, o que é também denominado de *slack* (BOURGEOIS, 1981; DIEGUEZ-BARREIRO et al., 2011). Enquanto que para Facó (2009), o *slack* é um impulsionador de oportunidades da empresa e simultaneamente um gerador de desperdícios e gastos que impactam o desempenho de modo negativo.

O *slack* financeiro em essência é um *buffer* bem flexível, o que significa que na necessidade de mudanças dentro da empresa, ele será menos complicado e menos difícil de se alterar. Ele engloba a liquidez, diagnosticando a capacidade de endividamento que não foi utilizada pela empresa e sua propensão a angariar recursos no mercado financeiro ou de capitais, (CAMPOS; NAKAMURA, 2013; WIENGARTEN et al., 2017).

Além do *slack* financeiro, há outras áreas de concentração ou outros tipos de classificação para o *slack*. Segundo Wiengarten et al. (2017), há dois tipos de dimensões de *slacks* muito utilizadas para medir o desempenho, uma diz respeito ao excesso de entradas ou de recursos e a outra dimensão corresponde a recursos não explorados para reagir a oportunidades ou a ameaças. Estes são respectivamente o *slack* operacional e o *slack* financeiro.

Segundo Patel e Manikas (2016), na última década os pesquisadores enxergaram o *slack* operacional como uma forma de se administrar as incertezas. Ele se divide em excesso de capacidade produtiva para controlar o sistema, e em ciclos longos a fim de proteger a cadeia de suprimentos. Os autores também apontam que os *slacks* operacionais são *buffers* disponíveis que permitirão à empresa responder melhor às variações entre oferta e demanda.

Caso o *slack* operacional seja insuficiente, a capacidade de resposta às variações de demanda e à confiabilidade das entregas de produtos será baixa, Wefald et al. (2010). No entanto, mantê-lo gera maior custo de oportunidade devido ao capital e às habilidades operacionais serem destinados a uma demanda não realizada, além de se gerar altos custos de movimentação, armazenamento e manuseio para a empresa. Com isto, se o *slack* operacional não for empregado estrategicamente para dissociar os processos, ele será ineficiente (PATEL; MANIKAS, 2016; WIENGARTEN et al., 2017).

O motivo para a literatura apresentar interpretações divergentes quanto a estes dois tipos de *slack* é que os papéis que ambos empenham visam resultados organizacionais diferentes. No lado do *slack* operacional, “os *buffers* de inventário e capacidade são investimentos complicados e difíceis de se alterar ou reimplementar”, sendo muito específicos para problemas também bastante específicos. Já o *slack* financeiro é mais flexível e mais fácil de se instaurar, possibilitando assim ser utilizado para responder a inúmeras necessidades (WIENGARTEN et al., 2017).

Pelo fato de o *slack* financeiro ter a capacidade de aumentar ou restaurar o nível ou estado de confiabilidade das empresas quando acontece um choque externo que verte para o nível operacional, mitigando os impactos negativos da redução do *slack* operacional (WIENGARTEN et al., 2017), a categoria de *slack* estudada neste trabalho é a financeira.

Segundo Bourgeois e Singh (1983), a classificação dos indicadores do ***slack financeiro***, foi decomposta em três tipos que estão dispostos a seguir.

O primeiro dentro desta classificação é o *slack* disponível; o segundo é o *slack* recuperável; e o terceiro é o *slack* potencial. Cada um destes componentes afeta o comportamento estratégico da empresa de maneira diferente (BOURGEOIS; SINGH, 1983).

O ***slack disponível ou slack não absorvido*** é o recurso que está prontamente disponível e é o estado mais líquido de *slack* financeiro, Wiengarten et al. (2017). De acordo com Bourgeois e Singh (1983) e Tan e Peng (2003), ele consiste em recursos que possuem maior discricção gerencial, ou denominado mais comumente de “alta-discricção”, por exemplo: fundo de

depreciação, fundo de reserva, empréstimos, despesas de vendas, lucros acumulados e excesso de liquidez. Nohria e Gulati (1996) afirmam que o *slack* não absorvido tem um ciclo de curto prazo e que os excessos de recursos podem ser reavidos dentro de um ano, por isto são mais fáceis de implementar do que o *slack* absorvido, ou de longo prazo.

O ***slack* recuperável ou *slack* absorvido** diz respeito aos recursos que já foram absorvidos no sistema como custos excessivos que não são fáceis de serem reimplementados. Mas que em meio a ocasiões desfavoráveis podem ser recuperados (custos indiretos excedentes, por exemplo). Ele possui menor discricção gerencial, o mais comumente denominado de “baixa-discricção” (BOURGEOIS; SINGH, 1983; TAN; PENG, 2003). Por pertencer a um ciclo de longo prazo, Nohria e Gulati (1996) o definem como um tipo de *slack* não muito fácil de se recuperar. Conforme Wiengarten et al. (2017), ele também provê à empresa a flexibilidade para lidar com as incertezas ambientais, como as mudanças na demanda.

O alto nível tanto de *slack* absorvido, quanto de *slack* não absorvido estão relacionados a um bom desempenho, e as medidas dos *slacks* precisam capturar ambos elementos (TAN; PENG, 2003; SHARFMAN et al., 1988).

O ***slack* potencial ou *slack* não recuperado** é a capacidade da organização de gerar recursos extras a partir do ambiente, é a habilidade de obter capital através de empréstimos, negociação da dívida, ou financiamento do capital próprio e emissão de ações. Utilizar-se do *slack* potencial requer sujeitar-se a despesas futuras sob a forma de despesas com juros, Bourgeois e Singh (1983); Moses (1992); Geiger (2002). Ao se tratar de dívidas, Geiger (2002) acrescenta que este *slack* também pode gerar mudanças de opinião entre os analistas ao se abordar os *ratings* de títulos, afetando assim o quanto esta dívida custará no futuro e em quanto ficará o valor das ações da empresa. Por isto, há grandes possibilidades que este tipo de *slack* requeira maior escrutínio por parte dos gerentes.

A fim trazer à discussão deste trabalho a importância do *slack*, algumas das principais pesquisas de autores predominantes em *slack* financeiro, isto é, de autores mais citados na literatura, foram dispostas abaixo em ordem cronológica. Tais pesquisas não chegaram a abordar a relação entre *slack* e desempenho, portando o enfoque destes trabalhos foi conduzir o leitor ao entendimento do papel realizado pelo *slack*:

Bourgeois III (1981) alegou que a teoria administrativa até então tratava do *slack* apenas como uma variável independente que “causa” ou serve como recurso para resolver conflitos, amortecer fluxos de trabalho e facilitar certos comportamentos estratégicos. O autor também

afirmou que o *slack* é composto por três grandezas relacionadas entre si, porém com conceitos dissemelhantes, estas três dimensões são: *slacks* disponível, recuperável e potencial.

Bourgeois III (1981) também levou em conta duas ponderações ao se medir o *slack*: a nível estratégico e a nível organizacional. Estrategicamente: usar dados financeiros que estejam disponíveis ao público para se gerar uma imagem multidimensional do *slack*. Organizacionalmente: utilizar uma medida de mudança relativa, comparando os resultados das demonstrações de um ano com o ano seguinte, uma vez que a dificuldade de se alcançar empiricamente o nível de "zero *slack*" dentro de uma organização também dificulta a mensuração dos valores absolutos dos níveis de *slack*. Em sequência o autor propôs várias medidas operacionais e desenvolveu um modelo de regressão com a variação do *slack* como variável dependente.

Bourgeois III e Singh (1983) trouxeram uma conceitualização de *slack* baseada no trabalho de Bourgeois III (1981), e abordaram que apesar de naquela época o *slack* já ter um importante papel teórico na literatura, a parte empírica ainda não era muito trabalhada. Bourgeois e Singh (1983) encontraram uma forte relação negativa e positiva entre o aumento do *slack* e o comportamento político. O *slack* recuperável reduziu o comportamento político enquanto o *slack* potencial futuro aumentou. Concluíram que cada um destes estados afetam o comportamento estratégico de maneira diferente. O mecanismo que justifica este efeito negativo é que a forma de se mensurar o *slack* e a forma de mensurar a variável dependente vão ditar esta relação. No trabalho de Bourgeois e Singh (1983) por exemplo, o *slack* recuperável foi mensurado a partir das despesas gerais e administrativas. Com isto, por se tratar de gastos sem perspectiva de retorno futuro no curto prazo, o sinal para a variável tende a ser negativo.

Segundo Sharfman et al. (1988), o gerenciamento de recursos de folga diz respeito a um grupo específico de competências organizacionais que propiciará o progresso da organização. Para prever a situação e o tipo de *slack* providos por uma empresa são necessário três grupos de componentes: um referente aos elementos do ambiente da empresa (comportamento político), outro responsável pelas características da empresa (tamanho, desempenho organizacional e desempenho organizacional em ambientes estáveis), e o terceiro responsável pelos valores e crenças da coalizão dominante (oportunidades e ameaças percebidas).

Dentro dos preditores a nível empresa do *slack* de alta discricção (disponível), tem-se: as empresas emergentes e em declínio; a relação 'velocidade x tamanho' da mudança ambiental; a munificência do mercado; os serviços da empresa; e o ambiente interno instável. Para o nível empresa do *slack* de baixa discricção (recuperável), tem-se: as indústrias manufatureiras e as

empresas em seu estado maduro; tecnologia previsível; idade da empresa; e o comportamento político. Segundo o artigo, eles montaram um esquema com 11 hipóteses envolvendo todos estes níveis para assim entender as condições nas quais o *slack* se desenvolve. Em sequência, descreveram um modelo para os antecedentes do *slack* organizacional com estes três conjuntos de preditores: contingências ambientais, características organizacionais e os valores e crenças dos acordos dominantes. Cada um desses conjuntos gerou diferentes níveis e tipos de recursos de *slack* e ideias sobre variáveis e relações importantes para os gerentes avaliarem o ambiente, mas o trabalho não apresentou os resultados empíricos.

2.2 RELAÇÃO ENTRE SLACKS FINANCEIROS E DESEMPENHO

Há uma divisão de argumentos quando se fala da associação do *slack* financeiro com o desempenho, pois especificamente os autores mais antigos, os precursores em abordar o *slack*, encontraram que esta associação era negativa. Nohria e Gulati (1997) apontaram que autores do passado como Leibenstein (1969) e Williamson (1963; 1964) enxergavam o *slack* como um sinônimo de desperdício, uma ineficiência em se utilizar os recursos da organização, o que ocasionaria uma relação negativa e o desempenho seria abaixo do total de recursos disponíveis. Nohria e Gulati (1997) ainda alertaram que cortes drásticos no intuito de reduzir o *slack* podem limitar a inovação, pois haverá pouquíssimo incentivo para resultados que de início são incertos.

Love e Nohria, (2005), George (2005), Daniel et al. (2004) afirmaram que enquanto os teóricos das organizações – Cyert e March (1963); Bourgeois III (1981); Singh (1986) – trouxeram um viés apontando que o *slack* tem a sua utilidade positiva além de um possível efeito negativo, os teóricos da agência, tais como Jensen e Meckling (1976), e Jensen (1993), conceituaram-na como falta de eficiência organizacional e inibidora de tomada de riscos devido aos problemas próprios da agência em utilizar *slack* de baixa discricção (quando este proporciona menos flexibilidade aos gerentes e a suas opções estratégicas), como por exemplo, desperdiçar recursos ao utilizá-los improdutivamente para projetos duvidosos com uma diversificação excessiva.

Pela perspectiva da teoria da agência, Jensen (1986) entendeu a relação entre *slack* e desempenho como negativa, retratando que quando se há excesso de recursos no caixa, recursos que vão além do que é preciso para financiar as atividades da empresa, originam-se conflitos de interesse entre acionistas e gestores, e então é preciso motivar tais gestores a gastar este dinheiro ao invés de investi-lo abaixo do custo de capital ou em alguma atividade ineficiente ou improdutiva da empresa.

Singh (1986) afirmou que estudos anteriores ao dele indicavam que a pressão competitiva tem uma relação negativa com o *slack*. Mas assim como Bromiley (1991) e McArthur e Nystrom (1991), o estudo de Singh (1986) verificou que o *slack* está positivamente relacionado com a variável dependente. Diferentemente do trabalho de Bourgeois e Singh (1983), quando Singh (1986) analisou a relação do *slack* recuperável com a variável dependente, foi encontrada uma relação positiva. Sendo assim, o mecanismo que justifica este efeito positivo e/ou negativo é a mudança das métricas e da variável dependente em si. Visto que na pesquisa de Singh (1986), o *slack* recuperável foi medido tanto pelas despesas (similar a Bourgeois e Singh (1983)), quanto pela razão capital de giro e vendas, e a variável dependente foi medida pela ‘pressão competitiva’.

Cheng e Kesner (1997) destacaram que a disponibilidade do *slack* pode ter uma relação positiva ou negativa com as mudanças ambientais sofridas pelas organizações, ou seja, pode aumentar ou diminuir o tamanho da resposta a estas mudanças. Tudo vai depender de como os recursos são alocados internamente. A título de exemplo, há o perigo das empresas que não utilizam *slack* ficarem para trás em relação àquelas que são abundantes em recursos se a empresa precisar de inovação. Mas, considera-se também que o *slack* em abundância possa atrapalhar a adaptação da empresa ao ambiente e às mudanças necessárias. Cheng e Kesner (1997) orientaram pesquisas futuras a fim de explorar quais outras condições também podem moderar o efeito dos *slacks* disponível, recuperável e potencial na adaptação organizacional. Pois segundo os autores, além do padrão de alocação de recursos, não havia sido feito outro tipo de moderação no efeito do *slack* até então.

Tan e Peng (2003) apontaram que as teorias organizacional e de agência auxiliam no entendimento da relação entre *slack*-desempenho. A teoria organizacional foi capaz de explicar a relação positiva entre *slack* disponível e desempenho, dependendo-se que determinada situação deste *slack* pode ser bastante vantajoso para a organização. Já a teoria da agência foi capaz de explicar melhor a relação negativa entre o *slack* recuperável e desempenho. Por isto, os autores orientam que este tipo de *slack* deva ser evitado. Os autores também afirmaram que a relação com o desempenho pode ser positivo e negativo, linear e/ou curvilíneo. A respeito da relação curvilínea, Tan e Peng (2003) foram os primeiros autores a apontar para a existência de um intervalo ideal de *slack* que possa maximizar o desempenho.

Daniel et al. (2004) mostraram indicadores de uma relação positivas dos *slacks* disponível, recuperável e potencial com o desempenho, mas questionaram se esta relação é positiva em todas as escalas, ou se há algum momento em que esta relação se torna curvilínea – mesmo

questionamento abordado por Tan e Peng (2003). Ou seja, se há momentos em que de positiva, esta relação se torna negativa. Além destes resultados, os autores apontaram que a relação *slack*-desempenho quando controlada por setores apresenta o *slack* potencial positivo e mais forte do que nas análises em que não há este controle de setor. A partir desta declaração, pode-se inferir que as características do setor podem ditar o tipo de relação entre determinado *slack* e o desempenho. Por exemplo, a menor concentração de um setor em detrimento da maior concentração de outro setor pode diminuir ou aumentar a relação do *slack* com o desempenho.

George (2005), outro autor de bastante referenciado nas pesquisas de *slack*, elaborou um estudo longitudinal com observações de 900 empresas com o objetivo de articular relações diferentes entre as formas de *slack* financeiro e o desempenho de empresas de capital fechado. Os dados destas empresas confirmaram que há diferentes tipos de influências do *slack* no desempenho. O efeito do *slack* vai estar relacionado com o tamanho da empresa, por exemplo. Um dos efeitos moderadores utilizados pelo autor foi o tempo de vida (idade) das empresas, pois empresas mais novas podem se comportar de forma diferente do que aquelas que já estão a mais tempo no mercado.

George (2005) encontrou relações lineares positivas entre *slack* e desempenho, mas destacou que esta relação se torna negativa em setores mais complexos, mais competitivos. Para uma empresa pertencente a estes setores e que tenha recursos disponíveis em quantidades mais restritas, o desempenho apresentado por elas será inferior às empresas de setores menos complexos. O autor afirma que o desempenho estará relacionado positiva e linearmente aos aumentos nos *slacks* de alta discricção (disponíveis), por fim ele faz o questionamento: “em que momento o *slack* se torna bom para o desempenho?”.

Bradley et al. (2011b) observaram um efeito positivo do *slack* sobre o crescimento organizacional e simultaneamente um efeito negativo na gestão empreendedora. Segundo os autores, seus resultados indicam que empresas com menor *slack* financeiro possuem estruturas de gestão mais hábeis. De acordo com Brush et al. (2000); Jensen e Meckling (1976); Leibenstein (1969); Litschert e Bonham (1978); Yasai-Ardekani (1986) apud Bradley et al. (2011a), há indícios de que o *slack* tenha efeitos negativos no desempenho por permitir divergências estratégicas e estruturais. Para Bradley et al. (2011a), em ambientes dinâmicos o *slack* financeiro fornece flexibilidade para empresas, já em ambientes de baixa discricionabilidade o *slack* financeiro apresenta uma relação ainda mais positiva com o desempenho, porque nestes ambientes as empresas mais novas necessitam desenvolver suas próprias oportunidades (utilizando os recursos do *slack*).

Wefald et al. (2010) apresentaram, até aquele respectivo ano, o único estudo que avaliou em um único modelo a relação *slack* e desempenho somado ao papel do setor. Os autores apresentaram também a importância da flexibilidade, de haver um equilíbrio entre o alto e o baixo níveis de *slack*, e a importância de um nível ótimo de *slack* para cada empresa. Wefald et al. (2010) seguiram os métodos aplicados por Nohria e Gulati (1997), Palmer e Wiseman (1999) e Daniel et al. (2004), concluindo que a relação entre *slack* e o desempenho é impactada pelo tipo de setor em que a empresa está inserida. Nota-se que as ideias de Wefald et al. (2010) estão bem conectadas com as ideias que os autores Tan e Peng (2003), Daniel et al. (2004) e Bradley et al. (2011a; 2011b) apresentaram.

O trabalho de Zhong (2011) foi o primeiro a sustentar empiricamente a existência de uma relação em forma de N inverso entre *slack* e desempenho. Zhong (2011) ainda acrescenta que em determinados cenários e setores, pouco e/ou muito *slack* será prejudicial ao desempenho. Com isto, depreende-se que pouco e muito *slack* estão associados negativamente com o desempenho, enquanto o nível moderado de *slack* está associado positivamente. Tem-se a partir do trabalho de Zhong (2011), George (2005) e Wefald et al. (2010) mais evidências de que os efeitos das características do setor afetarão diretamente a relação entre *slack* e desempenho.

Árgiles-Bosch et al. (2016) pesquisaram o impacto do *slack* disponível e recuperável na lucratividade da empresa, aplicando três medidas diferentes para cada dos *slacks*. Com 37.730 observações entre 1979 a 2009, aplicando dados em painel, regressão em efeitos fixos e aleatórios, os autores encontraram um impacto negativo na lucratividade para o *slack* recuperável e positivo para o *slack* disponível. Árgiles-Bosch et al. (2016) puderam constatar que o *slack* disponível em baixos níveis tem uma influência mais favorável na lucratividade futura da empresa do que o *slack* recuperável tem, isto se deve às maiores facilidades de reimplimentá-lo em atividades mais promissoras.

Gruener e Raastad (2018) analisaram o *slack* em períodos de crise financeira e encontraram uma associação positiva entre altos níveis de *slack* recuperável e desempenho, e uma associação negativa entre baixos níveis de *slack* recuperável e desempenho. O *slack* potencial teve o mesmo comportamento que o *slack* recuperável, já o *slack* disponível não foi significativo para o desempenho em períodos pré-crise. Os resultados da pesquisa identificaram uma relação curvilínea entre *slack* e desempenho. Os autores alicerçam que o *slack* financeiro é importante em condições de mercado difíceis (tal afirmativa pode ser condizente com empresas que buscam aumentar o desempenho dentro de setores pouco concentrados).

Guo et al. (2019) estudaram como o *slack* financeiro afeta o desempenho de pequenas e médias empresas, já partindo do pressuposto que a associação com o desempenho será positiva. Com 5489 observações por ano, no período de 2007 a 2017, aplicando regressão polinomial hierárquica, os resultados indicaram que o *slack* financeiro alavanca o desempenho das empresas, e que estrategicamente, os tomadores de decisão devem direcionar os *slacks* para os setores ou produtos que têm futuros mais promissores.

Nos trabalhos brasileiros, Beuren et al. (2014) apresentaram a relação entre os diferentes tipos de *slack* organizacional com o desempenho financeiro. A partir de uma análise gráfica dos comportamentos de alto e baixo *slack* em relação ao desempenho, os autores seguiram a metodologia aplicada no estudo de George (2005) e testaram 5 hipóteses. Em apenas uma hipótese foi constatado que o baixo *slack* tem relação significativa com o desempenho financeiro, aumentando-o no curto prazo e decaindo-o no longo prazo.

O trabalho de Beuren e Dallabona (2015) teve como objetivo identificar a relação entre *slack* e desempenho dentre as 500 maiores e melhores empresas brasileiras dos mais variados subsetores e constataram que todas elas possuem *slacks* disponíveis, recuperáveis e potenciais. As proxies para desempenho foram ROA, ROE, ROI. Através de regressão linear múltipla, os autores encontraram que os *slacks* disponível e recuperável estão relacionados positivamente com o desempenho, ao passo que o *slack* potencial possui uma relação negativa quando avaliada com as variáveis ROE e ROI, e uma relação inversa ao desempenho.

Pamplona et al. (2019) fizeram um estudo contando com 107 brasileiras e 45 mexicanas para identificar como o *slack* financeiro influencia o desempenho econômico. Por meio de regressões lineares e quadráticas, o *slack* financeiro foi positivamente relacionado ao desempenho econômico, confirmando a Teoria Baseada em Recursos e a Teoria Comportamental. Por meio de regressão quadrática constataram também que esta relação é não linear, ou seja, em formato de U invertido, curvilínea. Estes achados confirmam os estudos anteriores de Tan e Peng (2003) que apontavam este tipo de relação e de que há um nível limite para o *slack* financeiro.

Dada toda a descrição dos trabalhos mais importantes na área de *slack*, o Quadro 1 faz um resumo das variáveis utilizadas para medir os *slacks* disponível, recuperável e potencial utilizados pelos autores acima. O Quadro 1 servirá de parâmetro para a escolha de quais métricas comporão as variáveis independentes.

Quadro 1 – Principais Variáveis

| AUTOR | VARIÁVEIS | | | MODELO EMPREGADO |
|----------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| | SLACK DISPONÍVEL | SLACK RECUPERÁVEL | SLACK POTENCIAL | |
| Bourgeois e Singh (1983) | $(\text{Lucro Líquido} - \text{Dividendos}) / \text{Vendas}$ | Capital de Giro como Percentual de Vendas Singh (1983) = $\text{Estoque} / \text{Vendas}$ | Razão do Preço/Lucro | Artigo Teórico |
| | Dividendos / Patrimônio Líquido | Capital de Giro como Percentual de Vendas = $\text{Contas a Receber} / \text{Vendas}$ | Razão entre capital de terceiros e capital próprio, calculada a partir da divisão das dívidas de longo prazo pelo valor líquido da empresa | |
| Singh (1986) | Índice de Liquidez Seca (Extensão na qual a soma do caixa e aplicações líquidas no ano cobriu o passivo corrente). | Despesas Gerais + Administrativas e de Vendas / Vendas | | Equações lineares estruturais |
| | | Capital de Giro / Vendas | | |
| Cheng e Kesner (1997) | Ativo Circulante / Passivo Circulante | Despesas Gerais + Administrativas e de Vendas / Vendas | PL / Dívida | Regressão moderada |
| Tan e Peng (2003) | Escala de sete pontos, em (1) se os lucros retidos da empresa foram suficientes para a expansão do mercado; (2) se possui um conjunto de recursos financeiros que podem ser usados de forma discricionária; e (3) se é capaz de obter os empréstimos bancários necessários. | Avaliação em uma escala de sete pontos sobre se a empresa estava operando abaixo da capacidade projetada | | Regressão múltipla com estimativas padronizadas. Modelo cross-sectional. |
| Love e Nohria (2005) | | Despesas Gerais + Administrativas e de Vendas / Vendas | | Análise de séries temporais, regressão OLS |
| | | $(\text{Despesas Gerais, Adm e de Vendas}) - \mu(\text{Despesas Gerais, Adm e de Vendas } t-1) / \text{Valor de Vendas}$ | | |
| George (2005) | Nível de reservas de caixa | Dívida / PL | | Modelos de mínimos quadrados (OLS) e séries temporais Arellano-Bond com defasagens de um e dois anos |
| Wefald et al (2010) | $(\text{Lucro bruto} - \text{Lucro líquido}) / \text{Vendas}$ | Despesas Gerais + Administrativas e de Vendas / Vendas | | Análise multivariada e Regressão hierárquica |
| Bradley et al (2011b) | | Capital de giro disponível (caixa, equivalentes de caixa, estoque, contas a receber) – Capital de giro necessário (contas a pagar e despesas acumuladas) | | Dados em painel - regressão GLS |
| Beuren et al (2014) | Nível de reservas de caixa | $((\text{PC} + \text{PNC}) / \text{PL}) * 100$ | | Análise de dados em painel |
| Beuren e Dallabona (2015) | $(\text{Lucro Líquido} - \text{Dividendos} / \text{Vendas}) + (\text{Disponível} - \text{Passivo Corrente} / \text{Vendas}) - (\text{Dividendos} / \text{Patrimônio Líquido})$ | $(\text{Despesas} / \text{Vendas}) + (\text{Contas Receber} / \text{Vendas}) + (\text{Estoques} / \text{Vendas})$ | Patrimônio Líquido / Capital de Terceiros | Regressão linear múltipla |
| Árgiles-Bosch et al (2016) | Caixa e investimentos de curto prazo no total de ativos | Despesas Gerais + Administrativas e de Vendas / Vendas | | Regressão dados em painel efeitos fixos |
| | $(\text{AC} - \text{PC}) / \text{AT}$ | Estoque / Venda | | |
| | PL / Dívida | Plantas e equipamentos / Vendas | | |
| Wiengarten et al (2017) | $\text{AC} - \text{Estoques} / \text{PC}$ | Despesas Gerais + Administrativas e de Vendas / Vendas | Passivo Total / PL | Regressão com análise GMM |
| Heinzen et al (2016) | AC / PC | | | Regressão linear múltipla |
| Pletsh et al (2018) | AC / PC | Despesas Gerais + Administrativas e de Vendas / Vendas | Passivo Total / PL | Pegressão logística multinominal |
| Gruener e Raastad (2018) | AC / PC | Despesas Gerais + Administrativas e de Vendas / Vendas | PL / Dívida | Regressão heterocedástica |

Fonte: Dados da pesquisa

Pelo Quadro 1 pode-se constatar que há diversas maneiras de se medir os *slacks* disponível, recuperável e potencial. Nota-se também que algumas dessas medidas se repetem, se assemelham, ou se adaptam de outras conforme o decorrer dos anos. No *slack* disponível, por

exemplo, muito é utilizada a razão entre ativo circulante e passivo circulante. Já no *slack* recuperável, a medida que mais se repete é a composta por despesas gerais administrativas sobre vendas. Além disto, pode-se observar que os modelos para testar a relação entre *slack* e desempenho variam, mas giram em torno de regressões lineares e dados em painel. Não se pressupõe que os resultados divergentes entre sinais positivos e negativos do *slack* sejam consequências dos modelos escolhidos.

Outro ponto interessante a ser destacado é que, majoritariamente, os trabalhos se concentram em estudar mais os *slacks* disponível e recuperável, renunciando ao estudo do *slack* potencial. Por fim, nota-se não haver conclusões e definições fixas para o comportamento dos *slacks*, pois há achados tanto positivos, quanto negativos compondo a relação *slack*-desempenho. É possível dizer que não há uma regra totalmente específica quanto ao sinal esperado. Além disto, conforme abordado previamente, o que vai ditar se o sinal do efeito é negativo ou positivo são as variáveis utilizadas para mensurar o *slack* e o desempenho, assim como as variáveis moderadoras ou de controle que agirem sobre o modelo.

Pode-se acrescentar que os pesquisadores Tan e Peng (2003) e Cheng e Kesner (1997) já indicaram que há a existência de um nível ótimo de *slack* para as empresas. Entendendo-se que o efeito negativo e/ou positivo do *slack* também está associado à situação do *slack* utilizado, os recursos excedentes que as empresas têm para se precaver às ameaças e às oportunidades não previsíveis devem ser delimitados de modo que não sejam usados de forma imponderada, resultando na diminuição do desempenho. Este então é o mecanismo que justifica os resultados, e subentende-se que efeitos positivos e efeitos negativos estão corretos e podem ser esperados nas análises.

2.3 CONCENTRAÇÃO DE MERCADO

Conforme Rosenbluth (1955), a concentração é um determinante importante na análise do comportamento do mercado. Os índices de concentração foram instituídos a fim de se mensurar várias características bastante distintas da estrutura setorial e melhorar a análise do desempenho operacional das empresas.

Definindo-se o significado da concentração de mercado e qual o seu efeito dentro de um setor, Horvath (1970) e Ginevičius e Čirba (2007) exprimem que quando a concentração de mercado em vários setores é ilimitada, ou seja, é muito alta, isto gerará uma contra prática de um

ambiente monopolizado. Empresas menores serão afetadas negativamente, pois tal comportamento restringirá o seu desempenho empresas maiores serão favorecidas, pois esta concentração do setor reterá a viabilidade de concorrentes. Assim, para as empresas maiores, esta concentração fortificará a sua posição no mercado e aumentará o seu desempenho.

Demsetz (1973) notou que a concentração de mercado provavelmente deveria advir de uma quantidade baixa de empresas inseridas no setor, ou então advir do desempenho superior da empresa em produzir e comercializar seus produtos. O autor trouxe então uma visão crítica da teoria contemporânea na área da organização industrial e econômica. Os dados indicam que tal teoria é perigosa, pois ela utiliza como base problemas que as empresas enfrentam dentro de uma política de anti-concentração ou de desconcentração, para então explicar a estrutura e lucratividade dentro de setores com superioridade competitiva.

Seus achados mostram que quando dissociadas as menores das maiores empresas de um setor, à medida que o tamanho das empresas menores aumentam, há uma relação positiva significativa e um impacto não linear e decrescente entre a concentração e as diferenças nas taxas de retorno relativas. A contribuição de Demsetz (1973) é que o autor propõe uma relação inversa de concentração-competição, em que empresas mais lucrativas ao conseguirem sua participação no mercado, aumentam sua concentração no setor, o que automaticamente diminui a sua competição. Este efeito é chamado de causalidade reversa.

Figueiredo (1984) afirmou que quando uma empresa dos setores de bens duráveis migra da baixa para alta concentração, é perceptível o poder positivo de atuação da concentração sobre os indicadores de desempenho.

Ademais, no propósito de entender como a concentração explica ou modera o desempenho, é importante voltar-se para o modelo ECD (estrutura – conduta – desempenho), que diz respeito à relação entre desempenho e estrutura de mercado (FIGUEIREDO, 1984).

A disposição de um mercado e a intensidade da concorrência neste mercado partem do pressuposto do paradigma da ECD que foi originada por Bain (1951) nos Estados Unidos. Vinda da economia industrial e utilizada a princípio apenas no setor de transformação, este paradigma correlaciona os elementos de uma estrutura de mercado com o comportamento e desempenho de um determinado setor (BUTHELEZI *et al*, 2019; KRISTANTI *et al*, 2019).

As definições e dimensões do paradigma da ECD diz respeito a:

Estrutura (concentração de fornecedores e clientes, diferenciação e diversificação de produtos, condição de entrada, formas de integração), Conduta (preços, estratégia de venda, pesquisa, desenvolvimento e inovação, tática geral) e Desempenho (alocação

eficiente de recursos, margem de lucro, conservação de recursos, bem-estar social, emprego, parcela de mercado) (SANTANA, 2007, p.753).

Normalmente, a ECD do setor em que a organização atua é o padrão utilizado para examinar os determinantes da concentração de mercado (ADAM; KHALIFAH, 2012). Mas até em qual circunstância a participação de mercado (*market-share*) é capturada por um grupo pequeno de empresas? A mensuração da concentração é o que traz esta resposta.

Simploriamente, pode-se dizer que este paradigma sustenta que a estrutura do mercado é determinada por condições exógenas que mais tarde impactarão no comportamento das empresas, este impacto fará com que a empresa estabeleça uma conduta, e esta por fim definirá o desempenho. O paradigma sustenta também que o alto nível de concentração é um prenúncio da estrutura do mercado em que a empresa se encontra, e o seu poder estará atrelado ao maior nível de concentração (BUTHELEZI *et al*, 2019; KRISTANTI *et al*, 2019).

Ainda dentro do paradigma da ECD, Machado et al. (2010) procuraram responder se os desempenhos operacional e financeiro influenciam a concentração do setor de laticínios. Foram analisadas 15 empresas no período de 1997 a 2006. Os autores puderam então concluir que o desempenho influencia sim a estrutura de mercado medida através da concentração. Os autores afirmam que avaliar o mercado pela perspectiva da estrutura de mercado, associado com as medidas de desempenho pertinentes, trará uma importância maior aos índices de concentração. A partir dos resultados da pesquisa, os autores depreenderam que o desempenho tanto operacional quanto financeiro vão induzir a estruturação do setor.

A estrutura de mercado e a concentração são parametrizados a partir dos princípios da Teoria da Organização Industrial que se correlacionam ao desempenho (MACHADO, 2010; STARLING; PORTO, 2014). Leite (1998) apud Costa e Garcias (2009) já havia exposto também que a concentração (estrutura) pode agir diretamente no desempenho, sem haver a necessidade do objeto intermediário, a conduta. Para Grönlund e Björkroth (2011) é através da estrutura do mercado que o desempenho da empresa será definida.

Segundo Datta et al. (2011), no passado a visão de Schumpeter (1950) era de que os setores mais concentrados são os mais propensos a inovar, pois as empresas de tais setores – principalmente os com tendência ao monopólio – desfrutam de melhores recursos e de maior poder de mercado.

Mas para Hou e Robinson (2006), as empresas de setores mais concentrados se comprometem menos quanto a investir em inovação. Trazendo tal afirmativa para o contexto deste trabalho,

ela pode ser traduzida como: setores mais concentrados são mais propensos a utilizarem menor folga financeira com o objetivo de inovar e melhorar o seu desempenho uma vez que as empresas destes setores já estão bem estruturadas no mercado.

Costa e Garcias (2009) analisaram a relação entre o desempenho e os níveis de concentração de mercado dentro do setor de indústrias de papel e celulose. A análise foi feita no período de 2003 a 2007 e segundo os resultados encontrados, o nível de concentração de mercado deste setor manteve uma ligeira tendência à queda, constatando assim que os índices que medem a concentração – CRk e Hirschman-Herfindahl – diminuíram. Os autores puderam concluir também que a relação entre os índices de desempenho e de concentração dependem fortemente de quais indicadores foram utilizados para medi-los.

Corfe e Gicheva (2017) examinaram os 10 principais mercados do Reino Unido que em conjunto representam aproximadamente 40% de todos os gastos do consumidor – os setores examinados foram: carros, mantimentos, banda larga, telefonia móvel, contratos apenas de telefone fixo, eletricidade, gás, contas correntes pessoais, cartões de crédito e hipotecas. Dos 10 setores analisados, chegou-se ao resultado de que 8 deles são concentrados. Obteve-se também que a alta concentração e falta de concorrência nos mercados é resultante da falta do poder de escolha para o consumidor. Desta forma, os preços dos produtos são mais altos gerando uma margem de lucro muito alta para mercados concentrados.

Os autores também concluíram que há alguns fatores que propiciam a concentração no Reino Unido, que são eles: alto custo de entrada no mercado; alta regulamentação para expansão dos mercados; baixas taxas de substituição de produtos, o que dificulta as empresas entrantes a aumentar sua participação no mercado; poder de negociação maior com a cadeia de suprimentos para empresas já estabelecidas no mercado; e tendência natural de alguns setores para monopolização.

Segundo Oliveira e Oliveira (2018), o grau de concentração de mercado é um determinante para avaliar a intensidade das economias de escala quando relacionadas ao tamanho do mercado. O que fará a concentração de mercado se tornar alta é o fato de poucas empresas se tornarem participantes significativas do mercado e conseguirem criar uma boa relação entre custo e benefício. Se o mercado começar a despertar o interesse de novos entrantes, ele passará a se expandir e isto empurrará a concentração para baixo.

Buthelezi et al. (2019) se utilizaram de dados recentes de fusões de empresas na África do Sul para mostrar a extensão do nível estático de concentração de mercado usando o índice

Herfindahl – Hirschman. Eles analisaram 2150 relatórios de fusão de empresas de 9 setores no período de 2009 a 2016, e puderam constatar que o alto nível de concentração prejudica o crescimento e a transformação da economia. Podendo acarretar a falta de competitividade, a eliminação de empresas menores e a falta de inovação.

Kristanti et al. (2019) examinaram como a concentração, diversificação e a participação de mercado afetam bancos com dificuldades financeiras. O período de pesquisa foi de 2014-2017, e os autores encontraram que a concentração tem efeito positivo quanto a probabilidade destes bancos enfrentarem problemas financeiros. Os autores puderam concluir que quanto maior a concentração, maior será a probabilidade da ocorrência de dificuldades financeiras nos bancos indonésios. E puderam comprovar pelo paradigma da ECD que a estrutura de mercado vai afetar o desempenho das empresas no setor. Os autores destacaram a necessidade de uma regulamentação com o objetivo de reduzir a concentração, para que assim a probabilidade das dificuldades financeiras decaiam.

Lourenço et al. (2020) analisaram o desempenho operacional e a composição de custo das empresas moderados pela concentração de mercado. Pelos resultados, pôde-se concluir que há este efeito moderador da concentração com o retorno sobre capital investido e com a alavancagem operacional dentro dos setores de Indústrias e Serviços. Tais setores se configuram por um nível de concentração mais alto que os demais setores analisados. Os autores encontraram que quanto mais aumenta a concentração, mais a moderação pelo índice Herfindahl-Hirschman se torna latente. Concluiu-se também que as empresas necessitam regular sua estrutura de custos com a estrutura de mercado para que desta forma as empresas se mantenham eficientes e competitivas.

Em continuidade a respeito da concentração de mercado, destaca-se que a concentração dada como indicador de estrutura de mercado pode ser medida de várias formas.

Primeiramente é necessário medir o mercado relevante, ou seja, a mescla de produtos que os clientes consideram substitutos próximos e medir também a distribuição da participação de determinado mercado ou empresa do setor. Este mercado relevante trará as alternativas mais significativas disponíveis ao cliente (BUTHELEZI et al., 2019; ZHANG; HE, 2016).

O índice Herfindahl-Hirschman (HHI) é a medida geralmente utilizada para se captar o nível de concentração. O HHI leva em conta as diferenças de tamanho dos participantes do mercado. Sua pontuação pode variar de 0 (concorrência perfeita, setor competitivo, onde o mercado é

composto por muitas empresas que possuem o tamanho igual) a 10.000 que caracteriza o monopólio perfeito (BUTHELEZI et al., 2019; GHIMIRE, 2018).

No mais, se os mercados não são concentrados, seu HHI é abaixo de 1500; se os mercados são moderadamente concentrados, seu HHI entre 1500 e 2500; e por fim, se os mercados são altamente concentrados, seu HHI acima de 2500, (SUNG, 2014; DIANA, 2017; CORFE; GICHERVA, 2017; CAVALLERI et al., 2019; BUTHELEZI et al., 2019, RAGUSEO et al., 2020).

Outra medida também muito aplicada é o índice de concentração de quatro empresas, ou razão da concentração, estabelecido como a porcentagem da produção do setor vendida pelas quatro maiores empresas (CAVALLERI et al., 2019). Esta medida captura qual a porcentagem ou qual a fatia de mercado que as maiores empresas capturam dentro do setor específico. A sua relação com o HHI é que ambas têm o mesmo objetivo que é mostrar o quanto o setor é concorrente ou concentrado, no entanto os índices são calculados e demonstrados de formas distintas.

CR_k é o modelo mais simples de se calcular a razão da concentração. Este índice pode ser traduzido em: classificação como CR₁ (participação da maior empresa dentro do mercado); CR₃ quando há mais de 25% de participação de mercado por três empresas; CR₄ quando a participação é de 50% ou mais por quatro empresas; e CR₈ quando é de 75% ou mais por oito empresas, ou seja, níveis de concentração muito altos. Quando a concentração é alta pode acontecer dos participantes praticarem comportamentos anticompetitivos para poder se sobrepôr à concorrência (WINSECK, 2008; CORFE; GICHERVA, 2017; BESANKO, 2018; CAVALLERI et al., 2019).

2.4 DESENHO DE PESQUISA

O *slack* financeiro é necessário para que a empresa possa reagir rapidamente a fim de aproveitar as oportunidades que surgirem durante as modificações do ambiente. Desta forma, pode-se esperar que o *slack* financeiro aumente o desempenho (SHARFMAN et al., 1988; BRADLEY et al., 2011a). Entende-se assim que empresas que não utilizam *slack* tenderão a um comportamento mais instável quando defrontadas com mudanças na área financeira ou econômica.

A fácil disponibilização dos recursos provocada pelo *slack* pode se tornar uma das peças principais das estratégias de mercado, tornando-se possível obter vantagem competitiva com

ela. Segundo Facó (2009), isto se refere a recursos que estão livres em “segundo plano”, pois seu acesso é fácil e não há um imediatismo para serem utilizá-los. Quanto à vantagem competitiva, o autor destaca que ela dá mais liberdade às empresas para tomar decisões que gerem maior risco. Por exemplo, a mudanças do mercado, inovação, e o investimento em pesquisa e desenvolvimento.

Segundo George (2005), se as empresas obtiverem maior capacidade de recursos e criarem folgas financeiras, elas terão maior liberdade e melhores estratégias para responder ao mercado e para lidar com as condições por ele impostas. Para as empresas se adaptarem a estas condições ou às características específicas do setor, uma prática seria reorganizar os seus créditos orçamentários com finalidade de adquirir novas capacidades produtivas ou então realizar transações de recursos para dentro ou fora dos mercados existentes. Todas estas práticas se referem e realçam a importância de utilizar *slacks* (recursos e capacidades excedentes) para alavancar as empresas, relacionando assim o *slack* com o desempenho.

Sabe-se que o *slack* vai afetar o comportamento das organizações de forma que quanto mais *slack* a empresa tiver, presume-se que mais os gestores o tomarão como um *buffer* para incertezas do ambiente e mais o considerarão como oportunidades ao invés de uma ameaça (SHARMA, 2000). Mas sabe-se também que para se transformar o acúmulo de *slacks* em oportunidades e conseqüentemente em melhoria no desempenho, ele precisa ser trabalhado em um nível ideal, caso contrário se tornará um desperdício e prejudicará a empresa (TAN; PENG, 2003).

Muito já foi estudado sobre a relação existente entre *slack* e desempenho, assim como muito já foi estudada a relação entre concentração e desempenho. Para Carlton e Perloff (2015), na maioria dos estudos acerca de ECD, a concentração do setor é realçada como uma medida para capturar o desempenho dentro de estruturas de mercado específicas. Indo mais além, os autores afirmam que “para que a concentração da indústria seja um preditor significativo de desempenho, o setor deve compreender um mercado relevante”.

Segundo Zhang e He (2016), a posição do setor é um indicador que refletirá o desempenho do mercado. Segundo Hou e Robinson (2006) quando há barreiras de entrada para novas empresas, isto é, quando o setor se mantém altamente concentrado, estas barreiras vão afetar os choques da demanda, e uma forma de responder a estes choques é aumentando os preços ou a produção, esta postura propiciará o aumento do desempenho futuro esperado.

Li et al. (2017) afirmaram que empresas em setores muito concentrados se utilizam do mercado monopolista para estabelecer barreiras de entrada e para aumentar a sua participação no mercado. Isto fará com que elas gerem lucros maiores no momento em que aumentarem seus preços, assim, confirma-se que os fatores externos vão determinar como a estrutura de mercado se desenhará e confirma-se que o seu desempenho será determinado pelo seu poder de mercado. Conforme Corfe e Gicheva (2017), alguns setores específicos já estão predispostos naturalmente a se monopolizar e o tanto que um mercado será concentrado vai variar de setor para setor. Ele poderá ser considerado competitivo caso haja uma intensa concorrência de preços e de qualidade entre as pequenas empresas que compõem este setor (se não, o setor pertencerá a uma estrutura de alta concentração de mercado).

O índice de alta concentração abrange um cenário onde a maior parcela de mercado de um setor específico vai ser comandada por poucas grandes empresas (GHIMIRE, 2018). A alta concentração se tornou um aspecto presente não apenas no mercado de produtos que dependem de escala, mas também no mercado de produtos de consumo. Ela repercute a quantidade e o tamanho das empresas componentes deste mercado e além disto dá o poder de controlar o preço de venda do produto (BUTHELEZI et al., 2019; REBOUÇAS et al., 2017).

A alta concentração de mercado também romperá o crescimento e a transformação da economia, se tornando dependente de monopólios para os principais insumos. Além disto, vai inibir a inovação e a criação. Evidenciando-se que empresas de setores altamente concentrados não estão preocupadas com algo que venha impactar no seu fluxo de caixa (BUTHELEZI et al., 2019; DATTA et al., 2011).

Observa-se que este controle do mercado que a alta concentração tem (estrutura de mercado), possibilita a ela utilizar melhor os *slacks* financeiros (conduta) a fim de responder melhor às necessidades do mercado e por fim ter um desempenho superior. Observa-se também que empresas de baixa concentração de mercado, e, portanto, competitivas (estrutura de mercado), podem utilizar os *slacks* financeiros para gerar caixa (conduta) e como resultado também melhorar o desempenho.

Ademais, a estrutura de mercado tem grande poder de interferência nas tomadas de decisão estratégicas das empresas, de maneira que é menos complexo para os setores mais concentrados converterem produtos e/ou serviços em lucros. A teoria e os trabalhos empíricos sobre a concentração de mercado “não oferecem uma ligação direcional clara entre a concentração da indústria e precisão das previsões de lucros”, mas ainda assim é esperado que empresas da alta concentração tenham lucros maiores que as empresas da baixa concentração (DATTA et al.,

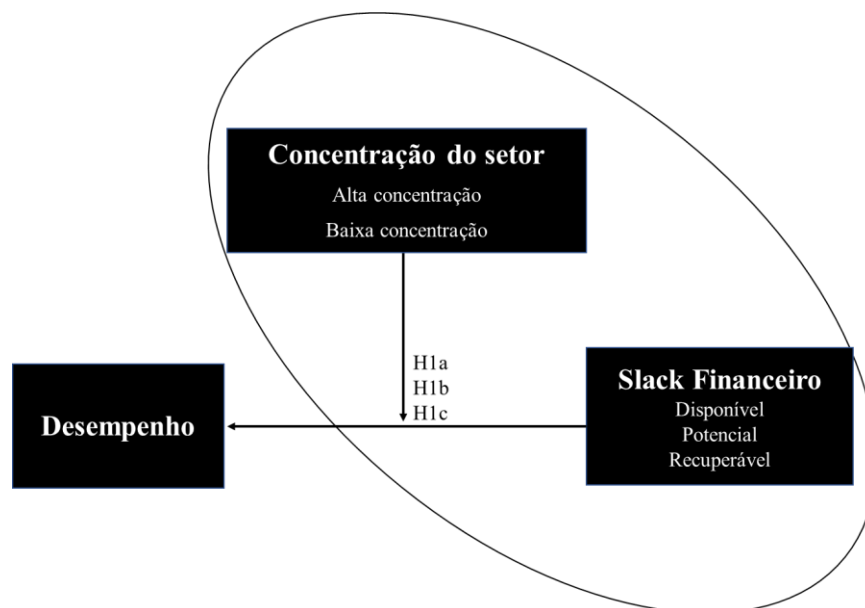
2011). Como ainda há este espaço a ser explorado e como foi abordado acima que o *slack* financeiro é necessário para gerar recursos em vista de se alcançar um melhor desempenho, encontra-se aqui dois motivos para essa análise conjunta.

Por fim, Wefald et al. (2010) e Gruener e Raastad (2018) inteiram que a relação do *slack* com o desempenho será fortemente impactada pelo setor em que a empresa atua, e que a significância da relação *slack* com o desempenho está sujeita a quais medidas foram empregadas para estas variáveis, pois dependendo das medidas escolhidas esta relação pode não trazer significância.

Complementando o que os autores disseram nesta seção, entende-se que as barreiras impostas por setores muito concentrados poder levar a um aumento do lucro, o que aumentará também a possibilidade de criar uma folga de caixa. Esta folga dará às empresas maior segurança quanto a possíveis instabilidades entre oferta e demanda futuras ou a mudanças no ambiente que venham comprometer ou alterar as previsões de gastos futuros. É possível que haja uma dicotomia entre o efeito moderador dos setores mais concentrados e dos setores menos concentrados na relação conjunta entre *slack* e desempenho.

Abaixo, a Figura 1 mostra o Desenho de Pesquisa proposto e uma síntese lógica do que se compõe esta pesquisa.

Figura 1 – Desenho de Pesquisa



Fonte: Dados de Pesquisa

Dada toda a contextualização da proposta deste trabalho, as hipóteses deste trabalho (H1a, H1b e H1c) são apresentadas na metodologia, pois a construção das hipóteses depende das escolhas das proxies para os *slacks* financeiro (disponível, recuperável e potencial). Visto que cada um dos *slacks* tem uma relação diferente com o desempenho, também haverá reações diferentes à moderação da concentração, com isto, para cada *slack* financeiro é formulada uma hipótese.

Conforme destacado no decorrer deste trabalho e conforme a Figura 1, buscou-se desenvolver relações teóricas a partir da literatura e de métricas sobre *slack* e desempenho, e a partir da literatura e de métricas sobre concentração de mercado, identificando que passo a mais poderia ser dado para enriquecer a teoria que estuda o desempenho, concentração, e que estuda os *slacks* financeiros. Identificou-se que o passo a mais corresponde ao efeito moderador que a concentração exerce no efeito combinado da relação *slack*-desempenho

3 METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA ANALISADA

A análise de dados deste estudo foi feita a partir de dados secundários extraídos de empresas listadas na B3 e com demonstrações contábeis publicadas na Com Dinheiro. As observações são anuais, concernentes a um intervalo de 10 anos (2010 – 2019), intervalo correspondente a observações mais recentes, o que propicia maior acuracidade ao estudar o efeito da concentração de mercados atuais.

Os critérios para a escolha dos setores foi primeiramente o número de observações disponíveis, em sequência foram eliminados alguns setores por motivos diferenciados. Seguindo Lourenço et al. (2020), “os setores de Finanças e Seguros e Fundos foram excluídos dada regulação específica”; Energia Elétrica devido à forte regulação e especificidades dos setor, tais como ser um monopólio natural, o que interfere na competição e por conseguinte na concentração, não fornecendo poder de escolha para o consumidor; a categoria ‘Outros’ foi excluída devido a não ter um mercado definido e a poucas empresas no setor; e os setores como telecomunicações, viagens e lazer foram excluídos por terem poucas observações. Os demais setores com poucas observações, mas que puderam ser inseridos em algum dos setores estudados neste trabalho, foram assim incluídos sem desfigurar a análise e com o intuito de gerar uma quantidade de observações satisfatória para as análises em questão.

A princípio eram 1243 observações englobando os diversos setores. Levando-se em conta a disponibilidade de dados, após eliminar os setores com nenhuma ou pouquíssimas observações – isto é, aqueles com menos de 5 empresas, seguindo as orientações de Campos e Nakamura (2013) –, assim como os setores que não se enquadravam nesta pesquisa, restaram então 930 observações. Após isto também foi necessário eliminar empresas cujo patrimônio líquido teve valor negativo, assim como empresas com receita líquida e despesas administrativas negativas, após isto o número total de observações foi de 930 para 740 observações com 74 empresas (informadas no Apêndice A), formando-se um painel balanceado. Por fim, os setores analisados foram Alimentício, Comércio, Construção Civil e Imobiliário, Indústria – materiais primários ou secundários que são vendidos como produto final das empresas pertencentes a este setor, mas que para as demais empresas, em setores distintos, são tidos como materiais de transformação –, Tecidos, Vestuários e Calçados e Transporte e Logística.

O Quadro 2 apresenta quantas empresas compõem cada setor. Pelo fato de o painel ser balanceado, o número de empresas é igual no decorrer dos anos. Não houve então a necessidade de informar a quantidade ano por ano.

Quadro 2 – Número de empresas por setor

| SETOR | Alimentício | Comércio | Construção e Imobiliário | Indústria | Tecidos, Vestuário e Calçados | Transporte e Logística |
|-------------|-------------|----------|--------------------------|-----------|-------------------------------|------------------------|
| Nº EMPRESAS | 6 | 11 | 17 | 23 | 10 | 7 |

Fonte: Dados da pesquisa

3.2 VARIÁVEIS DEPENDENTES E INDEPENDENTES

As variáveis dependentes utilizadas no estudo são o Retorno dos Ativos (ROA) e o Retorno sobre o PL (ROE), elas foram tidas como proxies para as variáveis de desempenho.

A forma de mensuração do ROA segundo Blatt (2001), Chen et al. (2013) e Argilés-Bosch et al. (2018) é

$$ROA = \frac{Ebit}{Ativo\ total}$$

E segundo Singh (1986), Bromiley (1991), e Argilés-Bosch et al. (2018), o ROE é medido como:

$$ROE = \frac{LL}{PL}$$

Uma empresa que disputa uma parte do mercado passa a ter em mãos escolhas importantes a fim de maximizar o seu desempenho visando objetivos de longo prazo, e isto trará uma complexidade dentre as opções de *slack* que podem ser utilizados, Sharfman et al. (1988). Como há maneiras distintas de se medir o *slack* financeiro, neste trabalho foram definidas uma medida para cada tipo de *slack* (disponível, recuperável e potencial).

A escolha das proxies se baseia nos estudos anteriores aqui apresentados e no resumo do Quadro 1, que já detectaram possíveis associações entre as proxies de *slacks* e o desempenho. As proxies para os *slacks* recuperável e disponível foram escolhidas por motivo de já terem sido

altamente testadas e serem umas das mais utilizadas nos artigos nacionais e internacionais, artigos mais antigos e atuais.

Como o *slack* potencial representa a capacidade não utilizada da empresa para gerar empréstimos e obter recursos externos (CHIU; LIAW, 2009), enxergou-se que a maneira mais próxima de se captar esta folga é observar o espaço existente entre as obrigações a cumprir da empresa e seu capital próprio. O *slack* financeiro não absorvido (disponível) é formado pelos ativos líquidos em excesso e não comprometidos. Ele é utilizado como uma ferramenta discricionária que tem como finalidade isolar os impactos externos do ambiente competitivo da indústria. Sua forma de mensuração para este trabalho foi a mensuração utilizada nos estudos mais recentes sobre *slack* financeiro e desempenho.

Conforme destacado no Quadro 1 e conforme Cheng e Kesner (1997), Heinzen et al. (2016), Gruener e Rastaad (2018) e Pletsh et al. (2018), o *slack* disponível é medido da seguinte forma:

$$SlackFDisp = \frac{Ativo\ Circulante}{Passivo\ Circulante}$$

Cheng e Kesner (1997) já havia definido este *slack* como vindo de uma medida de liquidez já utilizada na teoria. Mantê-lo é um custo de oportunidade que a empresa arrisca. Possamani et al (2020) afirmam que a liquidez corrente é a capacidade da empresa de cumprir com suas obrigações no curto prazo, ou seja pagá-las. Cumprir com suas obrigações é ter disponibilidade financeira ou de caixa. Logo, a medida acima (*slack* disponível) é, em outras palavras, a mensuração da liquidez corrente.

Segundo Banalieva (2014), o efeito líquido dos recursos financeiros é o excesso do *slack* de alta discricção, ou seja, “o grau do excesso de liquidez gerado internamente que uma empresa tem depois que as demandas externas sobre os recursos financeiros da empresa são atendidas”, este é o *slack* disponível.

Segundo Campos e Nakamura (2013), a liquidez é uma propriedade do ativo, ela é convencionalmente associada ao nível de caixa, aplicações, contas a receber, aplicações e estoques que a empresa mantém. Já o *slack* financeiro é uma concepção mais extensiva na qual a liquidez está presente, assim como a capacidade da empresa em adquirir novos recursos junto ao mercado de capitais e ao mercado financeiro.

Há uma relação entre liquidez e rentabilidade. Elas estão diretamente ligadas às estratégias de aplicação de recursos, pois o papel da gestão financeira é utilizar os recursos financeiros da

forma que melhor maximize os resultados da empresa, ou seja, melhore a sua rentabilidade e assim mantenha a empresa operacional, ou seja, líquida. Mas há uma dificuldade em equilibrar estes dois indicadores ou até mesmo priorizar um ao invés do outro. Empresas conservadoras são mais líquidas (maior disponibilidade de caixa) e por conta disto os retornos (rentabilidade) são menores (POSSAMAI et al., 2020).

A medida para o *slack* financeiro absorvido (recuperável) foi a mais utilizada nos artigos mais recentes sobre a relação entre *slack* financeiro e desempenho, segundo Bourgeois e Singh (1983), Singh (1986), Cheng e Kesner (1997), Love e Nohria (2005), Wefald et al. (2010), Árgiles-Bosch (2016), Wiengarten et al. (2017), Gruener e Rastaad (2018) e Pletsh et al. (2018), vide Quadro 1 (p. 27):

$$SlackFRec = \frac{Despesas\ Gerais + Administrativas\ e\ de\ Vendas}{Valor\ de\ Vendas}$$

Pela sua definição, é conhecido que este *slack* é nada mais que a quantidade de gastos operacionais que precisarão ser recuperados. Este *slack* configura-se também por recursos que foram atribuídos a determinadas atividades (neste caso, os recursos foram utilizados em forma de despesa/gastos excessivos), mas que no longo prazo, vão ser recuperados ao seu status original (CHIU; LIAW, 2009). Serão recuperados no momento da conversão dos lucros.

Segundo Souza (2011), a estrutura de custos e despesa vai variar de setor para setor, ela também poderá intervir nas estratégias competitivas das empresas, e isto fará com que algumas empresas tenham um desempenho melhor do que outras. Esta estrutura de custos e despesas também vai expressar que as empresas podem valer-se de métodos de monitoração e detecção de “hipertensão estrutural de custos e despesas”. Isto vai impedir que a empresa utilize níveis elevados de recursos fixos, visto que tais níveis elevados podem atrapalhar encobertamente o desempenho, a rentabilidade da empresa. Deste modo, entende-se melhor porque esta métrica pode ser utilizada para representar o *slack*.

Para o *slack* potencial, utilizou-se a medida de Bromiley (1991) e McArthur e Nystrom (1991). Pletsch et al. (2018) e Wiengarten et al. (2017) também usaram esta medida, adaptando-a de Cheng e Kesner (1997) e Chiu e Liaw (2009). Adaptou-se a fórmula a partir da inversão do denominador com o numerador. Para Pletsch et al. (2018) e Wiengarten et al. (2017) medir o *slack* potencial a partir da razão entre passivo total e patrimônio líquido faz mais sentido, uma vez que este indicativo capta melhor a capacidade da organização de gerar recursos extras e de aumentar suas dívidas.

Silva e Valle (2008) apontam alguns dos possíveis determinantes para o endividamento. Primeiramente o tamanho da empresa: empresas maiores tendem a apresentar dívidas de longo prazo, com isso, quando há mudanças na economia ou mercado, o efeito destes cenários é menor para elas. Entende-se então que elas utilizam deste endividamento como um *slack* de recursos para tais eventualidades, por exemplo.

$$SlackFPot = \frac{Passivo\ Total}{PL}$$

Nota-se, portanto, que estes três tipos de *slack* são realmente o que eles medem. O *slack* disponível é o recurso da empresa ainda inexplorado, mas disponível que permite à capacidade cumprir com obrigações imediatas, utilizando os recursos líquidos. O *slack* potencial é a porcentagem de dívida da empresa, e o seu percentual de empréstimos, ou seja, recursos a mais que a empresa adquire para cumprir obrigações no longo prazo. O *slack* recuperável se refere ao percentual de despesas e à estrutura de custos da empresa que a empresa mantém. Estas medidas podem representar os *slacks* financeiros pois todas elas determinam a facilidade de restauração e de utilização dos vários recursos do *slack*, (CHENG; KESNER, 1997; NOHRIA; GULATI, 1996; CHIU; LIAW, 2009).

Em suma, pode-se afirmar que as variáveis de *slack* e as variáveis de desempenho são constituídas de indicadores contábeis e financeiros. Dentre os trabalhos que analisam os indicadores contábeis e financeiros com o desempenho.

Macedo e Silva (2005) propuseram uma modelagem de avaliação e análise de desempenho organizacional que fosse hábil a conjugar indicadores financeiros e não financeiros dentro de um ambiente competitivo, ou seja, menos concentrado. Utilizando-se a Análise Envoltória de Dados (DEA), concluiu-se que este método pode ser útil para determinar os níveis de desempenho. O trabalho procurou discutir que uma metodologia com base multicriterial ajuda a estabelecer interpretações distintas para o desempenho, uma vez que, por se tratar de uma análise em um ambiente competitivo, “o índice de cada empresa é função não só de seu desempenho, mas também do desempenho das outras empresas analisadas”. Em suma, o modelo utilizado no trabalho – juntando em um único índice vários indicadores financeiros e não financeiros – é melhor qualificado analisar o desempenho.

Bezerra e Corrar (2006) afirmaram que há muito tempo é realizada a avaliação do desempenho a partir da comparação destes indicadores contábeis e financeiros. Estas comparações são feitas

entre empresas distintas ou então entre unidades da mesma companhia com o propósito de averiguar quais delas têm o melhor desempenho com base no padrão médio de liquidez, por exemplo. O trabalho de Bezerra e Corrar (2006) sugere uma nova metodologia a fim de reduzir o nível de subjetividade por parte dos indicadores escolhidos, assim como implementar uma avaliação simultânea de vários indicadores para explicar o desempenho. Foram utilizados Índice de liquidez corrente e Índice de Despesas Administrativas para compor as variáveis, e como método, foram utilizadas técnicas de análise multivariada a partir da Análise Fatorial.

Para Macedo et al. (2012), um dos principais componentes de um ambiente de baixa concentração, ou seja, alta competição, é a análise do desempenho organizacional. Os Índices Contábil-Financeiros são apropriados para designar os pontos críticos, positivos e negativos e para propor um plano de ação para este desempenho. Sendo assim, operá-los é uma opção viável e relevante para instalar práticas que proporcionem uma vantagem competitiva sustentável. Os autores fizeram um comparativo do desempenho contábil-financeiro entre empresas com e sem responsabilidades socioambientais, utilizando dados referentes à lucratividade, margem de lucro, giro do ativo, liquidez, endividamento e à imobilização das empresas sob análise. O desempenho foi representado por um único indicador consolidado e foi aplicada uma Análise Envoltória de Dados (DEA), concluindo-se que há uma superioridade de desempenho das empresas com responsabilidades socioambientais.

Em sequência, o Quadro 3 traz o resumo dos sinais encontrados para as medidas de *slack* escolhidas para este estudo quando relacionados com diversas medidas de desempenho. Nas últimas colunas estão o método e o tipo de amostra utilizados pelos autores – todas estas referências são as que foram utilizadas no transcorrer deste trabalho.

Quadro 3 – Resumo dos sinais encontrados na teoria abordada

(continua)

| | SlackFDisp | SlackFRec | SlackFPot | MÉTODO | AMOSTRA |
|------------|----------------------------------|------------------------------------|------------------|-------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
| ROA | Wefald <i>et al.</i> (2010) + | Wefald <i>et al.</i> (2010) +/- | | Análise multivariada e Regressão hierárquica | 359 empresas em 12 setores |
| | Chen <i>et al.</i> (2013) – | Chen <i>et al.</i> (2013) + | | Método de análise de componentes de variância (VCA) e ANOVA | 55 empresas de Tecnologia/Smartphones tailandesas |

(continua)

| | | | | | |
|----------------------------------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------|------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|
| ROA | Argiles-Bosch <i>et al.</i> (2016) +/- | Argiles-Bosch <i>et al.</i> (2016) +/- | | Regressão dados em painel efeitos fixos | Empresas americanas de diversos setores |
| | Beuren e Dallabona (2015) + | Beuren e Dallabona (2015) + | Beuren e Dallabona (2015) SR | Regressão linear múltipla | 119 empresas brasileiras em 11 setores |
| | Chiu e Liaw (2009) + | Chiu e Liaw (2009) - | Chiu e Liaw (2009) + | Regressão GLS para séries temporais e cross-section | 529 empresas de tecnologia tailandesas |
| ROE | Wefald <i>et al.</i> (2010) SR | Wefald <i>et al.</i> (2010) + | | Análise multivariada e Regressão hierárquica | 359 empresas em 12 setores |
| | Beuren e Dallabona (2015) + | Beuren e Dallabona (2015) + | Beuren e Dallabona (2015) - | Regressão linear múltipla | 119 empresas brasileiras em 11 setores |
| | Greenley e Oktemgil (1998) + | | Greenley e Oktemgil (1998) + | Regressão linear | Empresas britânicas |
| | Chiu e Liaw (2009) + | Chiu e Liaw (2009) + | Chiu e Liaw (2009) + | Regressão GLS para séries temporais e cross-section | 529 empresas de tecnologia tailandesas |
| ROA-Market (Return on market-valued assets) | Love e Nohria (2005) - | Love e Nohria (2005) - | | Análise de séries temporais, regressão OLS | 100 maiores empresas americanas |
| ROA-Book (Return on book-valued assets) | Love e Nohria (2005) + | Love e Nohria (2005) + | | | |
| LB | George (2005) +/- | George (2005) +/- | | Modelos de mínimos quadrados (OLS) e séries temporais Arellano-Bond | 900 empresas privadas |
| Posição de Mercado | Tan e Peng (2003) +/- | Tan e Peng (2003) +/- | | Regressão múltipla com estimativas padronizadas. Modelo cross-sectional. | 57 e 1532 empresas na indústria de eletrônicos |
| Lucro Operacional | | | | | |
| ROS | Gruener e Raastad (2018) SR | Gruener e Raastad (2018) + | Gruener e Raastad (2018) - | Regressão heterocedástica | 322 empresas alemãs |
| ROI | Beuren e Dallabona (2015) + | Beuren e Dallabona (2015) SR | Beuren e Dallabona (2015) SR | Regressão linear múltipla | 119 empresas brasileiras em 11 setores |
| | | | McArthur e Nystrom (1991) + | Regressão hierárquica | 109 empresas em 35 subsetores industriais |

(conclusão)

| | | | | | |
|--------------|---------------------------|-------------------------|-------------------------|---------------------------------|---------------------------|
| EBIT | Bradley at el (2011b) +/- | Bradley at el (2011b) + | Bradley at el (2011b) - | Dados em painel - regressão GLS | 951 empresas da indústria |
| RISCO | Bromiley (1991) - | Bromiley (1991) - | Bromiley (1991) - | Modelos auto-regressivos | 288 empresas na indústria |

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: SR: Sem Relação.

Após analisar o Quadro 3, pode-se destacar que em algumas associações ambos sinais (positivo e negativo) podem ser esperados. Em consonância com o que já foi mencionado anteriormente, também pode-se ressaltar que os sinais das variáveis de *slack* estão diretamente correlacionados com a construção da variável em si e com a variável utilizada para medir o desempenho.

O Quadro 4 traz um resumo das variáveis que foram utilizadas neste estudo, assim como os autores que já as empregaram. O sinal esperado indica a direção da proporcionalidade da medida. O sinal de + indica que quanto maior o valor obtido para o indicador, maior o *slack* estará relacionado ao desempenho. O sinal de - aponta que quanto menor o valor do indicador, menor será esta relação.

Quadro 4 - Resumo das variáveis de *slack* e o sinal esperado na relação com o desempenho

| VARIÁVEIS | FORMA DE CALCULAR | SINAL ESPERADO | AUTORES |
|-------------------|------------------------------------------------------------------------|-----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>SlackFPot</i> | <i>Passivo Total / PL</i> | - | Bromiley (1991) e McArthur e Nystrom (1991); Cheng e Kesner (1997); Chiu e Liaw (2009); Wiengarten et al. (2017); Pletsch et al (2018) |
| <i>SlackFRec</i> | <i>Despesas Gerais + Administrativas e de Vendas / Valor de Vendas</i> | - | Bourgeois e Singh (1983); Bromiley (1991); Cheng e Kesner (1997); Greenley e Oktemil (1998); Love e Nohria (2005); Wefald et al (2010); Wiengarten et al (2017); Pletsch et al (2018) |
| <i>SlackFDisp</i> | <i>Ativo circulante / Passivo circulante</i> | + | Heinzen et al (2016) ;), Ágiles-Bosh et al (2016), Gruener e Raastad (2018); Pletsh et al (2018) |

Fonte: Dados da pesquisa

Espera-se que a variável de *SlackFPot* (*slack* potencial) tenha uma relação negativa com o desempenho, pois a tomada de empréstimo, pode representar altos custos financeiros em

ambientes de altas taxas de juros, como no Brasil.. Quando interagida com o a concentração de mercado, espera-se que esta relação seja positiva em setores altamente concentrados, pois conforme Cheng e Kesner (1997) e Sender (2004), quanto maior for a capacidade não utilizada de tomada de empréstimos que a empresa tiver e quanto maior for a sua habilidade em gerar recursos, maior será a folga, e maior o desempenho. Espera-se que a variável *SlackFRec* (*slack* recuperável) tenha também uma relação negativa com o desempenho, pois ele dá às empresas menos flexibilidade para as opções estratégicas dos gestores, George (2005). Para a variável *SlackFDisp* (*slack* disponível), espera-se que quanto maior a razão da variação do lucro com as vendas, maior a liquidez e maior o desempenho, pois não há comprometimento financeiro com o design organizacional ou um gasto específico, ou seja, uma relação positiva (CHENG; KESNER, 1997).

Desta forma, após a análise dos Quadros 1, 3 e 4, entende-se que cada trabalho tem uma direção diferente quanto aos sinais das variáveis de *slack* quando associadas com o desempenho. Pode-se dizer, então, que o *slack* se torna um seguro contra os riscos e as incertezas do ambiente, ou uma forma de suavizar possíveis riscos que a empresa venha a se submeter.

Trazendo para um modelo prático, pode-se dizer que o *slack* atua como um seguro de um carro. Se este carro for roubado ou danificado, o seguro estará lá para cobrir o conserto ou até mesmo cobrir monetariamente o valor do carro. Outro exemplo é o plano de saúde, em que há um dispêndio mensal com este plano por parte da pessoa física ou jurídica, de forma que, caso haja uma necessidade de consulta médica ou exames, este plano irá cobri-los. No entanto, se não houver a necessidade de consultas ou exames, este plano será tido como despesa, pois não agregou valor. Deste modo, se a empresa passar por um período de prejuízos, necessidades ou urgências, o *slack* estará lá para cobrir estas ocorrências. A partir destas analogias, entende-se, então, que há um risco ao utilizar o *slack*. Se este *slack* for utilizado, ele será transformado em oportunidade e esta oportunidade agregará lucro ou valor à empresa, mas se não houver esta oportunidade, o *slack* será transformado em um risco que a empresa corre de diminuir o seu desempenho.

Para medir a concentração, optou-se pelo índice de Herfindahl (HHI) como uma medida da concentração de vendas em um setor, somando o quadrado do *Market Share* das vendas, visto que a empresa em ambientes não muito concentrados podem restringir a capacidade de capturar o seu valor do mercado (LI; SIMERLY, 1998; LANG; STULZ,1992).

Primeiramente é necessário calcular o *Market Share* do setor. Cavalleri et al. (2019) afirmam que para medir o *Market Share* (MS), utiliza-se a fórmula abaixo, que é a razão entre as vendas de uma empresa e o somatório das vendas do setor desta empresa:

$$MS_{i,t}^s = \frac{sales_{i,t}^s}{\sum_{i=1}^{N_t^s} sales_{i,t}^s}$$

N_{st} = número de empresas do setor (s) no ano (t). Onde o somatório vai de 1 até a quantidade de empresas existentes no setor.

$Sales$ = vendas

i = empresa

t = ano de análise

s = setor

A fórmula para medir o HHI, segundo Cavalleri et al. (2019) é a soma do *Market Share* calculado anteriormente ao quadrado:

$$HHI_t^s = \sum_{i \in s} MS_{i,t}^s{}^2$$

MS = Market Share

N_{st} = número de empresas do setor (s) no ano (t). Onde o somatório vai de 1 até a quantidade de empresas existentes no setor.

$Sales$ = vendas

i = empresa

t = ano de análise

s = setor

Pode-se dizer que para os valores mais baixos, as empresas mais novas têm suas opções estratégicas reduzidas por aquelas mais velhas e que têm maior controle do mercado (BRADLEY et al., 2011a). A premissa por trás do HHI é que o comportamento do setor está contundentemente associado com a estrutura do setor.

Também se mediu a concentração através do CR_q. Na teoria, um setor tem uma concorrência apertada se 4 em cada 8 empresas do setor abrangerem uma fração de 50% do mercado, Ghimire (2018). Conforme Cavalleri et al (2019), a fórmula utilizada foi:

$$CR_{q,t}^s = \sum_{i=1}^q MS_{i,t}^s$$

q = número de empresas do setor (s) no ano (t). Onde o somatório vai de 1 até a quantidade de empresas existentes no setor.

MS = Market Share

i = empresa

t = ano de análise

s = setor

Geralmente, q é definido como valores de 4, 10 e/ou 50 maiores empresas (CAVALLERI et al., 2019). Para este trabalho foi utilizado q como valor das 4 maiores empresas. O somatório de todas as empresas é equivalente a 100%, e o valor da porcentagem das 4 maiores empresas é o nível de concentração CR de um determinado setor.

3.3 CONSTRUÇÃO DA HIPÓTESE

Previamente foi necessário definir as métricas das variáveis para então poder postular quais seriam as hipóteses deste trabalho.

Segundo Facó (2009), as diferentes métricas que os pesquisadores utilizam para os índices de *slack* têm a ver com o cenário no qual a empresa está incorporada. Portanto, também pode-se dizer que neste cenário estão presentes os setores de atuação das empresas e as suas características: se são concentrados ou competitivos.

Voltando-se ao Quadro 3 (vide p. 41,42), tem-se que as métricas iguais de *slack* relacionadas a medidas de desempenho (também iguais) tendem a ter sinais iguais, embora haja algumas exceções entre as decomposições do *slack* (potencial, recuperável e disponível).

Em um mesmo conjunto amostral, nota-se que autores encontraram uma relação positiva e negativa entre *slack* (potencial, recuperável e disponível) e o desempenho. Wiengarten et al.

(2017) resumem que o *slack* é bidimensional e uma operacionalização expansiva é o melhor meio de tentar determinar qual o nível ideal que otimizará o desempenho.

Como exemplo ao parágrafo anterior, ao se fazer o comparativo entre os resultados do trabalho de Wefald et al. (2010) com os resultados do trabalho de Chen et al. (2013), observou-se que: no modelo de Wefald et al. (2010), a métrica utilizada para o *slack* disponível foi a diferença entre lucro bruto e lucro líquido sobre vendas, e para o desempenho o ROA. Quando eles relacionaram a variável de *slack* disponível com o desempenho, obtiveram uma associação positiva. Já na pesquisa de Chen et al. (2013), a relação do *slack* disponível com o desempenho foi negativa. Neste trabalho o *slack* disponível foi medido como o somatório de 5 estimativas padronizadas (fundo de depreciação, fundo de reserva, empréstimos, despesas de vendas e lucros retidos) e o desempenho foi medido como Q de Tobin (valor de mercado de capitais da empresa / valor de reposição de seus ativos).

Explicando o exemplo do comportamento diferente dos *slacks* disponíveis, Tan e Peng (2003) assinalaram em seu trabalho que quando não há a possibilidade de se conseguir um financiamento acessível, seguido de uma forte governança dos mercados financeiros, o *slack* disponível cria uma circunstância conveniente às empresas, propiciando benefício tal qual o fundo discricionário, que em outras palavras é o fluxo de caixa livre. Já no trabalho de Chen et al. (2013), os autores destacam que apesar de o *slack* disponível ser um facilitador em meio a decisões estratégicas arriscadas, as empresas precisam utilizá-lo com cautela caso a eficiência seja um fator importante.

A partir disto, depreende-se que as tomadas de decisão estratégicas também compreendem a decisões a respeito de como utilizar e mensurar as folgas de caixa e os recursos que a empresa tem ou venha a ter (NOHRIA; GULATI, 1996). Depreende-se também que dependendo da estratégia e de qual *slack* a empresa utiliza, um setor mais concentrado terá maior facilidade em aplicá-lo do que um setor menos concentrado. Assim como pode acontecer o contrário, um setor menos concentrado ter maior facilidade de aplicar determinado *slack* do que setores mais concentrados.

A concentração é muito utilizada como proxy da intensidade produtiva. Ela constitui um fator importante para explicar o desempenho das empresas e é caracterizada por ser uma forma de mensurar se os mercados estão mais ou menos competitivos. Ou seja, se estão na proporção de mercados controlados específicos (GINEVIČIUS; ČIRBA, 2007; WINSECK, 2008; BESANKO, 2018; CAVALLERI et al. 2019).

Segundo Carlton e Perloff (2015), para investigar como o desempenho pode se alterar dentro de uma estrutura de mercado, é necessário utilizar-se de medidas que de alguma forma vão captar esta mudança. Este desempenho do mercado pode ser medido com relativa facilidade se os pesquisadores se concentrarem na relação entre o desempenho e a estrutura de mercado. No entanto, é importante ressaltar que o que conectará esta relação é o tipo de conduta escolhida. Neste trabalho a conduta escolhida foi o *slack* financeiro.

Isto indica que pode haver sim uma correlação entre desempenho e concentração, e que esta concentração pode ser um indicador de desempenho válido, uma vez que baseado no paradigma tradicional da ECD, a concentração de mercado (*market-share*) é usada como prognóstico de desempenho das empresas (SUNG, 2014).

O *link* entre concentração e *slack* que levará à construção das hipóteses não é tão simples de se definir devido à falta de literatura que os interajam. Portanto este trabalho busca trazer esta interação teórica. Conforme Paeleman e Vanacker (2015), especialistas há muito vêm estudando como o *slack* afeta o desempenho da empresa. As descobertas surgiram e conforme trazido no referencial, os achados se dividem entre uma influência positiva e negativa no desempenho.

Alguns fatores podem influenciar o nível de concentração de mercado a nível macro (nível indústria). Um fator de influência seria o poder que estes setores mais concentrados têm no momento de fixar preços (DATTA et al., 2011). Com a utilização de *slacks* recuperável e potencial por parte das empresas de alta concentração do setor, é esperado que elas mitiguem os efeitos negativos que as despesas do *slack* recuperável e os empréstimos referentes ao *slack* potencial possam ter. Pois, segundo Datta et al. (2011), é esperado que estas empresas tenham maior e melhor previsibilidade de lucros.

Enquanto na menor concentração do setor, se os *slacks* potencial e recuperável forem utilizados como formas de melhorar o desempenho, terão uma associação mais fraca.

Hou e Robinson (2006) afirmaram que empresas de setores altamente concentrados tem retornos menores que as empresas em setores de baixa concentração, mesmo quando estas são controladas pelo tamanho da empresa, por exemplo. Os autores afirmaram também que empresas no quintil de setores menos concentrados possuem retornos 4% maiores – diferença estatisticamente bem significativa segundo eles – do que aquelas pertencentes à alta concentração. Com isto, pode-se inferir que setores mais concentrados tem menor liquidez que os setores menos concentrados.

Em consonância com o parágrafo acima, pode-se complementar que as empresas de baixa concentração, ou seja, mais competitivas, têm uma necessidade maior de se manterem líquidas e converter o ativo em dinheiro, uma vez que compõem uma estrutura de mercado mais acirrada. Deste modo, estas empresas requerem de maior o *slack* disponível para maximizar o desempenho.

A partir da explicação acima, foi necessário subdividir as hipóteses para avaliar qual destes efeitos realmente age na relação entre *slack* e desempenho em consonância com o nível de concentração do setor. De acordo com Gruener e Raastad (2018), equilibrar os tipos de *slack* financeiro é um pré-requisito para a otimização do desempenho. Os autores também sugerem que as análises dos *slacks* sejam separadas por tipos de *slack*, pois as relações entre folga e desempenho são heterogêneas, ou seja, possuem um comportamento diferente de acordo com o tipo de folga.

Assim, ao moderar a relação *slack*-desempenho a partir da concentração dos setores, algumas direções podem ser tomadas, pois a concentração pode fortalecer ou enfraquecer a relação entre *slack* e desempenho. As possibilidades são que:

I – Fortalecendo a relação

- a. quanto **maior** a concentração, **maior** será a relação entre o *slack* e o desempenho.
- b. quanto **menor** a concentração, **menor** será a relação entre o *slack* e o desempenho.

II – Enfraquecendo a relação

- a. quanto **maior** a concentração, **menor** será a relação entre o *slack* e o desempenho.
- b. quanto **menor** a concentração, **maior** será a relação entre o *slack* e o desempenho.

Com base nas definições das proxies para os *slacks*, no presente trabalho espera-se que no caso do *slack* disponível encontre-se o enfraquecimento da relação (esperado sinal negativo), enquanto no caso dos *slacks* potencial e recuperável, encontre-se o fortalecimento da relação (sinal esperado positivo). Deste modo, as hipóteses deste trabalho são:

H1a: Quanto maior/menor a concentração de mercado, menor/maior a relação entre o slack disponível e o desempenho.

H1b: Quanto maior/menor a concentração de mercado, maior/menor a relação entre o slack potencial e o desempenho.

H1c: Quanto maior/menor a concentração de mercado, maior/menor a relação entre o slack recuperável e o desempenho.

3.4 MODELO DE ANÁLISE

É esperado que as variáveis dos três tipos de *slack* tenham significância com os coeficientes, e que os coeficientes das interações entre concentração e *slack* também sejam significativos para validar que a concentração atua como efeito moderador entre *slack* e desempenho.

Assim, a regressão para este estudo é:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 SlackFDisp + \beta_2 SlackFRec + \beta_3 SlackFPot + \beta_4 SlackFDisp * Conc + \beta_5 SlackFRec * Conc + \beta_6 SlackFPot * Conc + \epsilon_{it}$$

Onde, Y é referente tanto ao ROA, quanto ao ROE, e a variável Conc foi mensurada por métodos alternativos para a concentração, sendo primeiro por meio de HHI e depois por meio do CR4.

Para confirmação das hipóteses formuladas anteriormente, espera-se que β_4 tenha sinal negativo e que β_5 e β_6 tenham sinais positivos, todos significativos.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os cálculos de todos os tipos de *slack*, dos índices Herfindahl e CR, assim como das estatísticas descritivas, correlações e regressões foram feitas através dos softwares Microsoft Excel, Rstudio e Stata versão 15.0.

Para o modelo principal, das interações entre *slack* e concentração, foram realizadas 6 regressões lineares com dados em painel para efeitos fixos – assim como Árgiles-Bosch et al. (2016) – aplicando controles individuais com e sem *dummies* temporais. A princípio o modelo de regressão utilizado era formado por *betas* referentes às variáveis de *slack* mais os *betas* referentes a interações entre estes *slacks* e os índices de concentração (HHI e CR4) compostos por valores contínuos. No entanto, os primeiros resultados para as Correlações de Pearson, bem como para as regressões, apresentaram problemas de alta colinearidade, não sendo possível captar a real relação entre as variáveis independentes com as variáveis dependentes. Para resolver tal problema foram criadas *dummies* com base nas médias dos valores dos índices HHI e CR4, de acordo com o Tabela 1. Portanto, foram utilizadas *dummies* de alta e baixa concentração ao invés dos valores dos indicadores de concentração para interagi-las com os *slacks*.

Logo, a regressão adaptada foi:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 SlackFDisp + \beta_2 SlackFRec + \beta_3 SlackFPot + \beta_4 SlackFDispQI + \beta_5 SlackFRecQI + \beta_6 SlackFPotQI + \beta_7 SlackFDispQS + \beta_8 SlackFRecQS + \beta_9 SlackFPotQS + \epsilon$$

Onde: QS (Quantil Superior) é uma *dummy* para empresas de setores com maiores valores médios de concentração; QI (Quantil Inferior) é uma *dummy* para empresas de setores com menores valores médios de concentração.

Tabela 1 – Criação de *dummies* para a concentração

| | HHI | CR4 | Ordem HHI | Ordem CR4 | QS | QI | Quantidade de Empresas |
|--------------------------------|---------|-------|-----------|-----------|----|----|------------------------|
| Alimentício | 4870,28 | 98,27 | 1 | 1 | 1 | 0 | 6 |
| Comércio | 2255,71 | 77,07 | 3 | 3 | 0 | 0 | 11 |
| Construção e Imobiliário | 1205,48 | 58,94 | 6 | 6 | 0 | 1 | 17 |
| Indústria | 1584,40 | 70,05 | 5 | 5 | 0 | 0 | 23 |
| Tecidos, Vestimenta e Calçados | 1645,93 | 72,91 | 4 | 4 | 0 | 0 | 10 |
| Transporte e Logística | 3232,15 | 87,42 | 2 | 2 | 1 | 0 | 7 |

Fonte: Dados da pesquisa

Ao se avaliar a quantil superior, a média dos setores foram ordenados do maior para o menor e os setores com alta concentração (Alimentício e Transporte e Logística) foram caracterizados como 1, enquanto os demais foram caracterizados como 0. Para a quantil inferior, o setor Construção e Imobiliário que possuía concentração mais baixa foi caracterizado como 1 e os demais foram caracterizados como 0.

No caso do *Slack* Disponível, para não rejeitar a hipótese do presente estudo, espera-se que para a interação entre QS e *Slack* Disponível obtenha-se coeficiente significativo e com sinal negativo e entre QI e *Slack* Disponível espera-se coeficiente significativo e com sinal positivo. No caso do *Slack* Recuperável, para não rejeitar a hipótese do presente estudo, espera-se que para a interação entre QS e *Slack* Recuperável obtenha-se coeficiente significativo e com sinal positivo e entre QI e *Slack* Recuperável espera-se coeficiente significativo e com sinal negativo. No caso do *Slack* Potencial, para não rejeitar a hipótese do presente estudo, espera-se que para a interação entre QS e *Slack* Potencial obtenha-se coeficiente significativo e com sinal positivo e entre QI e *Slack* Potencial espera-se coeficiente significativo e com sinal negativo.

A fim de verificar se as variáveis da regressão estão relacionadas, a Tabela 2 apresenta a Estatística Descritiva composta pela média e mediana para uma análise geral dos dados. Apresenta também o desvio padrão, assim como os valores de máximo e mínimo de cada variável.

Tabela 2 – Estatística Descritiva

| | N | Média | Desvio Padrão | Mediana | Min. | Max |
|-------------------|-----|---------|---------------|---------|----------|----------|
| ROA | 740 | 0,0589 | 0,0767 | 0,0601 | -1,0205 | 0,3461 |
| ROE | 740 | -0,0221 | 2,0279 | 0,0845 | -54,5153 | 1,4510 |
| SlackFDisp | 740 | 2,3522 | 1,4414 | 2,0380 | 0,6273 | 11,0861 |
| SlackFRec | 740 | 0,2004 | 0,1609 | 0,1642 | 0,0253 | 2,0121 |
| SlackFPot | 740 | 2,4633 | 9,8797 | 1,2428 | 0,0984 | 242,4838 |

Fonte: Dados da pesquisa

Na Tabela 2 também pode-se notar que entre as variáveis de *slack*, o *slack* potencial foi o que teve maior diferença entre a média e a mediana, enquanto os *slacks* disponível e recuperável possuem valores aproximados, o que está condizente com o estudo de Beuren e Dallabona (2015). Também de acordo com o estudo de Beuren e Dallabona (2015), o *slack* potencial obteve um desvio padrão alto ocasionando maior variabilidade em torno da média.

Conforme a classificação e análise de Beuren et al. (2014), na Correlação de Pearson desta pesquisa (vide Tabela 3) também houve a predominância de correlações significantes e não fortes. Dentre as correlações significantes, destaca-se a correlação entre SlackFDisp*QI x SlackFDisp, com o coeficiente de 0,68. Ou seja, o aumento do *slack* disponível está atrelado ao aumento deste *slack* em empresas pertencentes a setores menos concentrados. Para uma correlação extremamente forte, apenas SlackFPot x ROE e SlackFDisp*QS x SlackFRec*QS apresentaram este tipo de correlação com os coeficientes de -0,9 e 0,83 respectivamente.

Para as correlações dos *slacks* com o ROA, apenas o *slack* recuperável não obteve significância, a correlação negativa entre os *slacks* disponível e potencial com o ROA indica que o aumento deste *slack* tenderá a diminuir o ROA. Para as correlações dos *slacks* com o ROE, apenas o *slack* potencial foi negativo e altamente significativo, indicando que empréstimos e negociações de dívidas vão diminuir o Retorno Sobre o Capital Próprio. Segundo Heinzen et al. (2016), estes valores positivos e negativos indicam que nem sempre a alta situação de *slack* financeiro proporcionará o aumento do desempenho organizacional e de mercado e que tal resultado dependerá de como os recursos das empresas estão sendo gerenciados.

Nas correlações entre ROE com as *dummies* de concentração, nenhuma delas obteve significância. Quanto às correlações entre ROA e estas mesmas *dummies*, apenas as pertencentes à concentração de quantil inferior, ou seja, setores menos concentrados, apresentaram significância.

Tabela 3 – Correlação de Pearson

| | ROA | ROE | SlackFDisp | SlackFRec | SlackFPot | SlackFDisp *QI | SlackFRec *QI | SlackFPot *QI | SlackFDisp *QS | SlackFRec *QS | SlackFPot *QS |
|----------------------|-----------|---------|------------|-----------|-----------|-------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|
| ROA | 1 | | | | | | | | | | |
| ROE | 0,16*** | 1 | | | | | | | | | |
| SlackFDisp | -0,29*** | -0,05 | 1 | | | | | | | | |
| SlackFRec | 0,02 | 0,05 | 0,21*** | 1 | | | | | | | |
| SlackFPot | -0,08** | -0,9*** | -0,01 | -0,13*** | 1 | | | | | | |
| SlackFDisp*QI | -0,045*** | -0,03 | 0,68*** | 0,22*** | -0,04 | 1 | | | | | |
| SlackFRec*QI | -0,22*** | 0,01 | 0,27*** | 0,39*** | -0,06 | 0,69*** | 1 | | | | |
| SlackFPot*QI | -0,17*** | -0,03 | 0,06* | -0,04 | 0,06 | 0,33*** | 0,34*** | 1 | | | |
| SlackFDisp*QS | 0,05 | 0,02 | -0,03 | -0,12*** | -0,03 | -0,14*** | -0,18*** | -0,12*** | 1 | | |
| SlackFRec*QS | 0,05 | 0,02 | -0,15*** | -0,1*** | -0,02 | -0,16*** | -0,2*** | -0,13*** | 0,83*** | 1 | |
| SlackFPot*QS | 0,01 | 0 | -0,14*** | -0,11*** | 0,1*** | -0,09** | -0,12*** | -0,08** | 0,34*** | 0,48*** | 1 |

Fonte: Dados de pesquisa.

Nota: ***p < 0.01, **p < 0.05, *p < 0.1.

Antes de se testar os modelos com as variáveis de interação, analisou-se os modelos individuais (variáveis sem interação) para observar o comportamento das variáveis e este comportamento mudaria quando analisado o modelo completo. Foram realizadas regressões MQO (Mínimos Quadrados Ordinários) e regressões de efeitos fixos, cujos resultados estão dispostos na Tabela 4 abaixo:

Tabela 4 – Resultado Regressões (1)

| | MODELO A | MODELO B | MODELO C | MODELO D |
|-------------------------|----------------------------|-----------------------------|----------------------------|-----------------------------|
| | ROA MQO | ROE MQO | Painel – ROA Efeitos Fixos | Painel – ROE Efeitos Fixos |
| SlackFRec | -0.139*** (0.017) | -0.478** (0.204) | -0.132*** (0.017) | -0.443** (0.205) |
| SlackFDisp | 0.005*** (0.002) | -0.078*** (0.023) | 0.005*** (0.002) | -0.081*** (0.023) |
| SlackFPot | -0.001** (0.0003) | -0.186*** (0.003) | -0.001** (0.0003) | -0.186*** (0.003) |
| HHI | -0.00002*** (0.00001) | 0.00003 (0.0001) | -0.00001** (0.00001) | 0.0001 (0.0001) |
| CR4 | 0.003*** (0.001) | 0.002 (0.006) | 0.002*** (0.001) | -0.001 (0.007) |
| Constante | -0.103*** (0.030) | 0.488 (0.361) | | |
| Observações | 740 | 740 | 740 | 740 |
| R ² | 0.148 | 0.818 | 0.123 | 0.819 |
| R ² ajustado | 0.142 | 0.816 | 0.106 | 0.815 |
| Erro padrão (df =734) | 0.071 | 0.869 | | |
| F estatístico | 25.524*** (df = 5; 734) | 658.518*** (df = 5; 734) | 20.368*** (df = 5; 725) | 655.245*** (df = 5; 725) |
| | <i>p</i> -valor < 2.22e-16 | <i>p</i> -valor < 2.22e-16 | <i>p</i> -valor < 2.22e-15 | <i>p</i> -valor < 2.22e-16 |

Fonte: Dados de pesquisa.

Nota: **p*<0.1; ***p*<0.05; ****p*<0.01. Os valores em parênteses representam os erros-padrão das respectivas variáveis

Observa-se que para as regressões lineares, o Modelo A foi totalmente significativo e que as variáveis SlackFRec e SlackFDisp obtiveram o sinal esperado para este estudo. Já no Modelo B, as variáveis de *Slack* foram significativas, e observa-se que apenas a variável SlackFRec obteve o sinal esperado deste estudo. Aplicando-se os Efeitos Fixos, que também são os modelos aplicados mais à frente quando interagidas as variáveis de *slack* com as de concentração, o Modelo C obteve um resultado totalmente significativo e as variáveis

SlackFRec e SlackFDisp obtiveram o sinal esperado para este estudo Já no Modelo B, as variáveis de Slack foram significativas, e observa-se que apenas a variável SlackFRec teve o sinal esperado deste estudo. Outro ponto a se constatar é que os resultados das variáveis foram bem parecidos entre os modelos MQO e de Efeitos Fixos. Os baixíssimos *p*-valores indicam que os modelos são bem significativos e que dentro da análise de dados em painel, o modelo mais apropriado para a análise é o modelo de efeitos fixos. Em sequência, são testados novos modelos de efeitos fixos para observar se os resultados são diferentes quando aplicadas as interações entre *slack* e concentração do setor.

Os resultados das regressões para os modelos 1 a 6 se encontram mais abaixo na Tabela 6. Nota-se que os sinais de *slack* para todos os modelos de ROA e de ROE mantiveram-se similar aos sinais encontrados na Tabela 4. A partir dos resultados da Tabela 6, percebe-se que em todos eles foram encontrados problemas de normalidade e heterocedasticidade dos resíduos, pois todos os *p*-valores para ambos os testes foram menores do que o nível de significância de 1% (menor nível de significância utilizado na análise). No caso da heterocedasticidade obteve-se todos os resultados com erros-padrão robustos à ausência de homocedasticidade. Já para o caso de ausência de normalidade, como em todos os modelos tem-se amostras relativamente grandes, decidiu-se seguir as instruções de Brooks (2002) e relaxar esse pressuposto, tendo como base a Teorema do Limite Central. Além disso, em todos os modelos foram encontrados VIFs inferiores ao limite de 5 (vide Tabela 5). Isso, segundo Favero e Belfiore (2017), revela que a colinearidade entre as variáveis independentes está dentro de um limite aceitável, não havendo problemas de multicolinearidade que devam ser tratados.

Tabela 5 - VIF

| | ROA – Robusto – QS e QI – EF com dummies temporais | ROA – Robusto – QS – EF com dummies temporais | ROA – Robusto – QI – EF com dummies temporais | ROE – Robusto – QS e QI – EF sem dummies temporais | ROE – Robusto – QS – EF com dummies temporais | ROE – Robusto – QI – EF com dummies temporais |
|---------------|-----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|
| SlackFDisp | 1,332 | 1,088 | 1,304 | 1,332 | 1,088 | 1,304 |
| SlackFRec | 2,617 | 1,109 | 2,352 | 2,617 | 1,109 | 2,352 |
| SlackFPot | 1,04 | 1,033 | 1,022 | 1,04 | 1,033 | 1,022 |
| SlackFDisp*QI | 4,032 | 3,863 | | 4,032 | 3,863 | |
| SlackFRec*QI | 3,537 | 3,377 | | 3,537 | 3,377 | |
| SlackFPot*QI | 1,341 | 1,335 | | 1,341 | 1,335 | |
| SlackFDisp*QS | 2,744 | | 2,643 | 2,744 | | 2,643 |
| SlackFRec*QS | 4,372 | | 4,128 | 4,372 | | 4,128 |
| SlackFPot*QS | 1,248 | | 1,235 | 1,248 | | 1,235 |

Fonte: Dados da Pesquisa

Ainda de maneira geral em relação aos modelos, percebe-se que em todos eles os resultados para os testes de painel apontaram para a necessidade de controle dos efeitos fixos. Isso pode ser visto pelos baixos p-valores para os testes de diferenciação dos interceptos (teste de Chow) e de Hausman. Esses p-valores menores que 1% em todos os modelos indicam que o modelo com efeitos fixos é a melhor escolha.

Nesse sentido, para todos os modelos utilizou-se efeitos fixos para as observações (efeitos individuais) e para os casos necessários também se utilizou efeitos fixos temporais (efeitos temporais). Percebe-se que o único modelo em que o p-valor do teste de significância conjunta das *dummies* temporais se mostrou acima de 10% (maior nível de significância utilizado na análise) foi o modelo 4 (ROE com as duas *dummies* de concentração). Isso mostra que não há necessidade de controle por efeitos fixos temporais para esse modelo. Assim, esse foi o único modelo em que apenas os efeitos fixos individuais foram utilizados, ou seja, para todos os outros foram feitos controles de efeitos fixos individuais e temporais.

A análise dos modelos revela ainda que todos se mostraram significativos (p-valores de F menores que 1% - menor nível de significância utilizado na análise). Além disso, para os modelos com ROA obteve-se R^2 em torno de 0,56 e para os modelos com ROE obteve-se R^2 em torno de 0,86. Isso mostra que respectivamente para os modelos com ROA e com o ROE, em torno de 56% e 86% do comportamento do desempenho é explicado pelos *slacks* e suas interações com a concentração.

Fazendo-se uma analogia aos trabalhos anteriores e específicos de *slack*, George (2005) estudou a importância do *slack* no desempenho financeiro e o modelo completo de seu estudo, com todos os efeitos de interação gerou um R^2 de 56%; os modelos não completos de efeitos fixos tiveram um R^2 de 30% e 41%. Tan e Peng (2003) quando analisaram o *slack* e o desempenho financeiro pelas proxies de Lucro Operacional e Posicionamento de Mercado obtiveram um R^2 de 61,2% e 30,9%. Love e Nohria (2005) ao analisarem o *downsizing* como tentativa de diminuir o *slack*, obtiveram um R^2 de 32,9% e 44,5%. Nos modelos de interação entre as demais variáveis da pesquisa – modelos completos –, o R^2 foi de 34,2% e 45,8%.

Bradley et al. (2011a) ao analisarem a importância do *slack* financeiro na geração de oportunidades de mercado, encontraram R^2 de 20% para os efeitos principais e um R^2 de 27% para o modelo completo. Zhong (2011) ao analisar *slack* e competição e a relação do *slack* com o desempenho, encontrou um R^2 de 53,9%. Argiles-Bosch et al. (2016) testaram o impacto da folga absorvida e não absorvida na lucratividade da empresa e encontraram R^2 de 19,6% para um ROA com defasagem t+1 e outro R^2 de 20% para um ROA com defasagem t+3. Beuren e

Dallabona (2015) investigando a relação do *slack* com o desempenho, obtiveram um R^2 de 45,2% para o ROA e 22,5% para o ROE. Já no trabalho de Chen et al. (2013), ao analisarem o desempenho das empresas de telefonia no contexto de diferentes condições de folga, chegaram a um R^2 obtido para a variável ROA de -1%.

Pelos resultados apontados acima, observa-se que em relação ao *slack*, a maioria dos estudos anteriores encontrou o valor do R^2 bem aquém dos valores encontrados neste estudo.

Já em relação à concentração de mercado, os valores do R^2 de 56% e 86% encontrados nesta pesquisa se mostram condizentes com os resultados das pesquisas anteriores, pois, Adam e Khalifah (2012) analisaram a concentração de mercado e a concorrência no setor manufatureiro da Malásia através de regressões de MQO cujo R^2 foi de 78,2%; para efeitos aleatórios o R^2 foi de 49,1%, e para efeitos fixos o R^2 foi de 95,4%. Starling e Porto (2014) ao investigarem os impactos do desempenho e concentração do setor sobre as mudanças estratégicas chegaram a um R^2 linear de 70,8%.

Em contrapartida, Lourenço et al. (2020) ao investigarem a concentração como moderadora para o mercado na relação com desempenho operacional, apresentaram resultados com setores separados e o maior R^2 foi de 14,3% para o setor da indústria, enquanto o modelo com a amostra completa obteve o R^2 de apenas 8,18%.

O fato de o presente estudo apresentar um poder de resposta muito alto do *slack* em relação ao desempenho pode ser devido à própria interação deste *slack* com a concentração, que conforme exemplificado nos trabalhos acima, a concentração tem um poder de resposta muito grande ao desempenho.

Depois destas análises gerais a respeito dos resultados encontrados para os modelos 1 a 6, passa-se a uma análise pontual de cada modelo. Em relação ao modelo 1, que utiliza ROA como variável dependente de desempenho e utiliza as duas *dummies* de concentração (faixa superior e faixa inferior), percebe-se que os *slacks* recuperável (ou absorvido) e potencial (ou não recuperável) se mostraram significativos ao nível de 1% e ambos com sinais negativos. Isso quer dizer que variações dessas folgas financeiras explicam variações em sentido oposto no desempenho. Ou seja, os aumentos no desempenho são explicados por reduções nesses *slacks*.

Tabela 6 – Resultado das Regressões (2)

(continua)

| | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 | Modelo 4 | Modelo 5 | Modelo 6 |
|-----------------|-----------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| | ROA – Robusto – QS e QI – EF com dummies temporais | ROA – Robusto – QS – EF com dummies temporais | ROA – Robusto – QI – EF com dummies temporais | ROE – Robusto – QS e QI – EF sem dummies temporais | ROE – Robusto – QS – EF com dummies temporais | ROE – Robusto – QI – EF com dummies temporais |
| Constante | 0,1473*** (0,0182) | 0,1175*** (0,0233) | 0,1323 (0,0217) | 0,6717*** (0,2118) | 0,8530*** (0,1994) | 0,9608*** (0,2262) |
| SlackFDisp | 2,2878e-3 (4,3955e-3) | 8,5434e-3** (3,7284e-3) | 3,5970e-3 (4,4610e-3) | -0,0716 (0,0627) | -0,0332 (0,0370) | -0,0650 (0,0535) |
| SlackFDispQS | 1,9191e-3 (0,0113) | -4,4592e-3 (0,0112) | | 0,06384 (0,0697) | 0,0162 (0,0473) | |
| SlackFDispQI | 0,0109 (0,0101) | | 9,7456e-3 (0,0101) | 0,1333* (0,0719) | | 0,1101* (0,0626) |
| SlackFRec | -0,4981*** (0,1374) | -0,2828* (0,1499) | -0,3191 (0,1323) | -1,6660* (0,8820) | -0,5232 (0,4412) | -1,0747 (0,6961) |
| SlackFRecQS | 0,4098** (0,1576) | 0,1933 (0,1707) | | 1,4904* (0,8945) | 0,3789 (0,4710) | |
| SlackFRecQI | 0,2258 (0,2142) | | 0,0471 (0,2122) | 0,8207 (1,0314) | | 0,3749 (0,8355) |
| SlackFPot | -5,5500e-4*** (7,6638e-5) | -5,5950e-4*** (8,4895e-5) | -5,4711e-4 (8,1800e-5) | -0,1988*** (0,0333) | -0,1978*** (0,0330) | -0,1973*** (0,0334) |
| SlackFPotQS | 4,338e-3*** (8,5395e-4) | 4,374e-3*** (8,3580e-4) | | 0,1814*** (0,0336) | 0,1817*** (0,0282) | |
| SlackFPotQI | -6,3176e-05 (2,3235e-3) | | 2,9400e-05 (2,3032e-3) | 0,1193*** (0,0411) | | 0,1129** (0,0430) |
| R-quadrado LSDV | 0,5679 | 0,5596 | 0,5573 | 0,8652 | 0,8655 | 0,8629 |

| | (conclusão) | | | | | |
|---------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| R-quadrado por dentro | 0,2905 | 0,2768 | 0,2730 | 0,8476 | 0,8479 | 0,8450 |
| Teste conjunto nos regressores designados (Teste F) | p-valor = 9,000e-15 | p-valor = 1,600e-13 | p-valor = 2,4600e-9 | p-valor = 1,790e-13 | p-valor = 1,210e-11 | p-valor = 1,210e-11 |
| Teste de Wald conjunto nas dummies temporais | p-valor = 8,220e-11 | p-valor = 5,190e-11 | p-valor = 2,13e-10 | p-valor = 0,1017 | p-valor = 0,0204 | p-valor = 0,0204 |
| Teste de Wald para heteroscedasticidade | p-valor < 0,01 | p-valor < 0,01 | p-valor < 0,01 | p-valor < 0,01 | p-valor < 0,01 | p-valor < 0,01 |
| Teste da normalidade dos resíduos | p-valor = 3,60e-126 | p-valor = 4,66e-133 | p-valor = 2,99e-129 | p-valor < 0,01 | p-valor < 0,01 | p-valor < 0,01 |
| Significância conjunta da diferenciação das médias de grupo (Teste entre pooled e EF) | p-valor = 6,240e-34 | p-valor = 3,380e-50 | p-valor = 4,880e-31 | p-valor = 5,200e-9 | p-valor = 4,960e-11 | p-valor = 4,960e-11 |
| Teste Breusch-Pagan | p-valor = 3,030e-42 | p-valor = 8,110e-93 | p-valor = 2,160e-42 | p-valor = 5,2800e-9 | p-valor = 5,090e-12 | p-valor = 5,090e-12 |
| Teste de Hausman | p-valor = 3,9100e-9 | p-valor = 0,0011 | p-valor = 6,1100e-7 | p-valor = 9,3100e-5 | p-valor = 2,2900e-6 | p-valor = 2,2900e-6 |

Fonte: Dados de pesquisa.

Nota: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01. Os valores em parênteses representam os erros-padrão das respectivas variáveis.

Isso parece fazer sentido, pois o *slack* recuperável é um indicador de despesas e difícil de se reimplementar, por isso é esperado que este indicador tenha relação inversa com o desempenho. Em relação ao *slack* potencial o sinal negativo mostra que empresas com melhor desempenho têm uma estrutura menos alavancada. Isso pode estar relacionado a um comportamento mais conservador das empresas em um ambiente como o brasileiro com altas taxas de juros, mesmo considerando que no caso do ROA o desempenho está sendo mensurado antes da remuneração do capital de terceiros.

Em relação à moderação da concentração, percebe-se que as interações com os mesmos *slacks* se mostraram significativas (pelo menos ao nível de 5%) e com o sinal positivo para as empresas dos setores mais concentrados. Em relação à folga financeira recuperável isso mostra que em setores mais concentrados o impacto negativo é menor do que em setores menos concentrados. Ou seja, a alta concentração de mercado (baixa competição) gera um efeito neutralizador do excesso de despesas sobre o desempenho. Isso parece fazer sentido, pois a baixa concorrência pode fazer com que as empresas tenham menos preocupação com a estrutura de custos, pois conseguem repassar mais facilmente perdas aos consumidores.

Além disso, para o *slack* potencial a moderação da concentração faz com que o sinal desse *slack* passe a ser positivo em empresas de setores de alta concentração. Ou seja, nas empresas dos setores concentrados um melhor desempenho está atrelado a uma estrutura financeira mais alavancada. Isso também pode estar mostrando que em setores de alta concentração, os altos custos financeiros de uma estrutura mais alavancada possam ser mais facilmente absorvidos pelos consumidores. Pois como assinalado por Sung (2014): a concentração de mercado facilita um acordo ou compromisso tácito e explícito das empresas, e a validade de uma relação positiva entre preço e lucro em mercados mais concentrados faz com que consumidores sejam prejudicados com os altos preços aplicados, mas de outro modo, beneficia o desempenho destas empresas.

Mas esta interação do *slack* potencial com a concentração também pode estar mostrando que empresas destes setores (mais concentrados) possuem mais facilidade de acesso a crédito, possivelmente por conta das garantias que a baixa competição possa representar para os agentes financiadores, garantias tais quais a estabilidade na geração de receita no mercado.

Com relação aos modelos 2 e 3, que fazem a mesma análise do modelo 1, porém com os efeitos da alta e da baixa concentração separados, observa-se ainda que os *slacks* recuperável (ou absorvido) e potencial (ou não recuperável) se mostraram significativos pelo menos ao nível 10% e ambos com sinais negativos. Isso quer dizer que variações dessas folgas financeiras

explicam variações em sentido oposto no desempenho. Ou seja, aumentos no desempenho são explicados por reduções nesses *slacks*, assim como no modelo 1. A mudança ocorre em relação ao modelo 2 para o *slack* disponível (ou não absorvido), visto que diferente do que ocorreu no modelo 1 esse *slack* apresentou sinal positivo e significativo (pelo menos ao nível de 5%). Nesse modelo isso mostra uma relação positiva entre a folga financeira disponível (representada pela liquidez) e o desempenho das empresas.

Já em relação ao efeito da concentração de mercado, observa-se apenas a significância na moderação com o *slack* potencial, no mesmo sentido dos achados já relatados em relação ao modelo 1. Isto reforça os resultados do modelo 1 em relação ao efeito negativo dos *slacks* recuperável (ou absorvido) e potencial (ou não recuperável) no desempenho e ao efeito neutralizador da alta concentração nos impactos negativos da alavancagem no desempenho.

Em relação ao modelo 4, que utiliza ROE como variável dependente de desempenho e utiliza as duas *dummies* de concentração (faixa superior e faixa inferior), percebe-se que os *slacks* recuperável (ou absorvido) e potencial (ou não recuperável) se mostraram significativos pelo menos ao nível de 10% e ambos com sinais negativos. Isso quer dizer que variações dessas folgas financeiras explicam variações em sentido oposto no desempenho. Ou seja, aumentos no desempenho são explicados por reduções nesses *slacks*.

Isso mais uma vez parece fazer sentido, pois o *slack* recuperável é um indicador de despesas e por isso é esperado que esse indicador tenha relação inversa com o desempenho. Em relação ao *slack* potencial, o sinal negativo mostra que empresas com melhor desempenho tem uma estrutura menos alavancada. Isso também parece fazer sentido em um ambiente de altas taxas de juros como encontrado no Brasil. Ou seja, empresas mais alavancadas precisam remunerar o capital de terceiros com altas taxas (superiores à rentabilidade dos negócios), fazendo com que a remuneração/rentabilidade do capital próprio seja impactada negativamente (reduzida).

Em relação ao efeito da concentração, percebe-se que a interação com o *slack* recuperável (ou absorvido) se mostrou significativo (ao nível de 10%) e com sinal positivo para as empresas dos setores mais concentrados. Isso mostra que em setores menos competitivos o efeito negativo é menor do que em setores mais competitivos. Ou seja, a alta concentração de mercado gera um efeito neutralizador do excesso de despesas sobre o desempenho. Isso parece fazer sentido, pois a baixa competição pode fazer com que as empresas tenham menos preocupação com a estrutura de custos, e assim consigam mais facilmente repassar perdas aos consumidores. O que mais uma vez está em consonância com a abordagem de Sung (2014) destacada mais acima na análise do modelo 1.

Está em consonância também com Hou e Robinson (2006) que destacam que dentro do paradigma ECD, em setores altamente concentrados, os altos custos são barreiras de entrada naturais, o que restringe os novos entrantes e o que determina a estrutura. Limitando os novos entrantes no setor, as poucas empresas pertencentes a ele ficam livres para lançar preços substancialmente acima do custo marginal, determinando assim a conduta. Por fim, estas empresas de setores altamente concentrados convertem sua postura de mercado em altos lucros, determinando o desempenho. A Figura 2 traz o desenho que elucida a disposição destes autores.

Figura 2 – ECD, *Slack* e concentração



Fonte: Dados de Pesquisa

Conforme exposto na Figura 2 acima e explicado por Sung (2014) e Hou e Robinson (2006), pode-se sintetizar que a definição da conduta das empresas altamente concentradas para utilizarem os *slacks* está estruturada no perfil do seu setor de atuação. E esta conduta tem como finalidade aumentar o desempenho. Vale-se ressaltar que este trabalho não analisa a ECD como ponto principal, o que ele faz é utilizar *proxies* desta ECD. Isso pode ser visto pois há uma *proxy* de Estrutura (Concentração) que interfere na *proxy* de Conduta (*Slacks*), que por fim explicam o Desempenho (ROA e ROE).

Em relação ao *slack* disponível (ou não absorvido) tem-se um efeito positivo e significativo ao nível de 10% para as empresas dos setores menos concentrados. Isso mostra que em setores mais competitivos há um efeito positivo da folga financeira disponível (representada pela liquidez) no desempenho das empresas. Ou seja, a disponibilidade financeira só consegue se traduzir em vantagem competitiva na geração de maior desempenho em setores em que a

concentração é menor. Em setores muito concentrados, ou seja, com baixa competitividade essa folga não consegue se traduzir em melhor desempenho.

Por fim, em relação ao *slack* potencial (ou não recuperável) observa-se efeito positivo e significativo ao nível de 1%, tanto para empresas de setores com alta concentração de mercado quanto para empresas de setores com baixa concentração de mercado. Porém, o coeficiente na interação com empresas de setores mais concentrados é maior do que o coeficiente na interação com setores menos concentrados. Isso mostra que em empresas dos setores mais concentrados, um melhor desempenho é menos afetado por uma estrutura financeira mais alavancada. Isso também pode estar mostrando que em setores de baixa competição os altos custos financeiros de uma estrutura mais alavancada possam ser mais facilmente absorvidos pelos consumidores. Mas também pode estar mostrando que empresas desses setores (mais concentrados) possuem mais facilidade de acesso à crédito, possivelmente por conta das garantias que a baixa competição possa apresentar para os agentes financiadores.

Com relação aos modelos 5 e 6, que fazem a mesma análise do modelo 4, porém com os efeitos da alta e da baixa concentração separados, observa-se ainda que o *slack* potencial (ou não recuperável) se mostrou significativo ao nível 1% e com sinal negativo. Isso quer dizer que variações dessa folga financeira explica variações em sentido oposto no desempenho. Ou seja, aumentos no desempenho são explicados por reduções nesse *slack*, assim como no modelo 4. A mudança ocorre nos dois modelos em relação à perda de significância do *slack* recuperável (ou absorvido).

Já em relação ao efeito moderador da concentração de mercado, observa-se apenas a significância dos efeitos com os *slacks* disponível e potencial, no mesmo sentido dos achados já relatados na análise do modelo 4.

Isso reforça os resultados do modelo 4 na relação negativa do *slack* potencial (ou não recuperável) no desempenho e ao efeito redutor da alta concentração nos efeitos negativos da alavancagem no desempenho. Além disso, reforça os achados da relação positiva da folga financeira de disponibilidade (liquidez) no desempenho de empresas de setores mais competitivos (menos concentrados).

Em síntese, todos esses achados revelam, de maneira geral, que existe uma relação negativa significativa entre as folgas financeiras recuperável e potencial e o desempenho das empresas, ou seja, uma melhor estrutura de custos e de capital pode explicar um melhor desempenho tanto medido pelo ROA quanto pelo ROE. Além disso, em relação ao efeito moderador da

concentração de mercado, percebe-se que existe uma tendência de que a alta concentração (ou baixa competitividade) possa amenizar (ou até mesmo eliminar) os efeitos negativos desses *slacks*. A alta concentração pode fazer com que as empresas se preocupem menos com suas estruturas de custos e de capital, pois seus desempenhos são menos afetados do que em empresas de setores mais competitivos (menos concentrados). Por fim, pelo menos em relação ao ROE, percebe-se que em empresas de setores com baixa concentração a existência de folga financeira disponível (liquidez) pode representar um potencial melhor desempenho. Isso pode estar mostrando que em ambiente de alta competição a disponibilidade de recursos para aproveitar oportunidades possa trazer vantagem competitiva para as empresas que têm essa folga financeira.

5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Após a análise dos resultados na seção 4, pode-se dizer que o esperado para o *slack* disponível era uma relação positiva com o desempenho, ou seja, que o aumento deste *slack* aumentasse o desempenho. Apenas no Modelo 2 este resultado foi obtido, nos demais modelos não houve significância para a variável. Dentre os autores usados como referência para o tipo de mensuração deste *slack*, Gruener e Raastad (2018) e Pletsh et al. (2018) não obtiveram significância nesta variável, e Heinzen et al. (2016) a utilizaram como variável dependente. A relação positiva deste *slack* com o desempenho não apresenta consonância com os achados destes autores, mas está de acordo com o que era esperado para este estudo.

Já na interação do *slack* disponível com a concentração, para as empresas com a menor participação de mercado, os modelos 4 e 6 apresentaram resultados de acordo com o esperado, pois as variáveis foram positivas e significativas a 10%. O sinal positivo para a interação com a *dummy* dos setores com baixa concentração exprime que quanto menor a concentração, maior a relação positiva entre o *Slack* Disponível e o Desempenho.

Isso faz sentido, pois a liquidez só se mostra como um diferencial em setores em que há baixa concentração. Tendo em vista que este tipo de *slack* visa medir a liquidez, o aumento desta liquidez apresenta um efeito positivo para as empresas que buscam uma fatia maior do mercado.

Segundo Marion (2010), o *slack* disponível (liquidez corrente) “não revela a sincronização entre recebimentos e pagamentos, ou seja, por meio dele não identificamos se os recebimentos ocorrerão em tempo para pagar as dívidas vincendas”. Teoricamente poderia se imaginar que empresas pertencentes a setores mais concentrados propenderiam a apresentar uma relação mais positiva com o *slack* disponível por deterem a maior parcela do mercado, mas o que se tem a partir dos dados encontrados é uma não associação entre tais empresas e o *slack* disponível, visto que as interações não foram significativas.

É importante frisar que, segundo Starling e Porto (2014), a desconcentração do setor, embora traga lucratividade ao longo prazo, também possibilita uma baixa no crescimento empresarial devido à existência da competição gerar limites de crescimento no longo prazo, e no curto prazo esta desconcentração do setor traz a desvantagem de diminuir o valor de mercado da empresa, visto que há várias empresas similares para poder se comparar o desempenho operacional.

Ao contrário disto, as empresas de setores menos concentrados conseguiram apresentar esta relação. Empresas que competem mais dentro do mercado conseguem ter uma associação maior

entre aumento do desempenho e um bom nível de *slack* disponível. Portanto, pode-se dizer que a hipótese não foi rejeitada, pois é esperado que as empresas que atuam em mercados menos concentrados (ou mais competitivos) possuam uma relação positiva entre liquidez e desempenho. Ou seja, apenas na presença da baixa concentração é que o *slack* disponível se traduz em desempenho superior para as empresas com maior liquidez. O *slack* disponível no geral é benéfico e valioso, com forte ligação com o desempenho. Na necessidade de o realocar, ele é de imediato utilizado para outros fins. Empresas com algum *slack* disponível criam uma dinamicidade no ambiente organizacional e econômico, conduzindo ao melhor desempenho. Ágiles-Bosch et al. (2016) constataram que o *slack* disponível em baixos níveis tem uma influência mais favorável na lucratividade futura da empresa do que o *slack* recuperável tem.

Na relação *slack* potencial e desempenho, os autores Wiengarten et al. (2017) encontraram uma relação positiva e negativa para este *slack*, os autores Pletsh et al. (2018) encontraram uma relação positiva. Dentre os autores que utilizaram a fórmula inversa que a utilizada neste trabalho, Cheng e Kesner (1997) também encontraram uma relação positiva e negativa, e Beuren e Dallabona (2015) encontraram uma relação negativa. Neste trabalho a relação encontrada foi negativa ao se analisar apenas o *slack* potencial, e positiva quando analisado interagindo-o com a concentração, sendo esperado realmente uma relação positiva.

Todos os modelos de interação do *slack* potencial com a concentração de empresas de quantil superior foram significantes e positivos, aludindo que quanto maior a concentração maior o impacto positivo do *Slack* Potencial no Desempenho. Para a interação com a concentração de empresas de quantil inferior apenas os modelos 4 e 6 foram positivos e significativos. Fomenta-se que quando se modera a relação do *slack* potencial com o desempenho a partir da concentração, a ação negativa que este *slack* tem, torna-se positiva, pois os créditos comerciais, empréstimos, pagamentos de fornecedores a prazo fazem com que seu potencial de compras, e investimentos em inovação aumentem. Isto faz sentido, pois a alavancagem financeira só se mostra como um diferencial em setores em que há baixa competitividade (alta concentração), e a estrutura de capital só funciona como diferencial de desempenho onde há alta concentração.

Isto possivelmente seja explicado pela questão de acesso a crédito mais barato para empresas pertencentes a este tipo de setor. Comprova-se também o que foi trazido por Tan e Peng (2003) que o *slack* potencial será positivo e mais forte nas análises em que há controle de setor do que nas análises em que não há. Conforme apontado por Adam e Khalifah (2012), seguindo o paradigma da Estrutura – Conduta – Desempenho, o aumento da concentração está interligado a uma maior probabilidade de que as empresas aumentem seus lucros a partir do

estabelecimento de preços de venda bem maiores que o custo, permitindo-se lucros excessivos. No entanto, é de suma importância que a empresa fique alerta, pois lucratividade não pode ser equiparada com liquidez, empresas muito lucrativas podem ter um lucro líquido baixo caso elas tenham muitas obrigações a cumprir.

Apesar de este efeito de empréstimos e aquisição de créditos se apresentarem positivos para empresas de setores mais e menos concentrados, segundo Oliveira (2019), quando há concentração de mercado, os gestores das empresas maiores fazem o acompanhamento de dívidas para que as empresas se utilizem de menores índices de endividamento a fim de agir de forma predatória, retirando do mercado as empresas mais endividadas, sendo tal ato feito por meio de cooperação entre as organizações, ou não.

Oliveira (2019) também destaca que em mercados concentrados e pouco competitivos, a ação coordenada entre as empresas dominantes se converte em diminuição do risco operacional, lucros mais constantes, e o proveito de se utilizarem de um endividamento maior. Portanto, pode se dizer que a hipótese não foi rejeitada, pois para a alta concentração, houve uma relação positiva entre *slack* potencial e desempenho, assim como o esperado. Para os setores de baixa concentração também houve uma relação positiva, mas esta relação não foi suficiente para que o *slack* potencial passasse a ter relação positiva com o desempenho, sendo assim, uma melhor estrutura de custos e de capital poderia explicar um melhor desempenho tanto medido pelo ROA quanto pelo ROE.

O *slack* recuperável apresentou uma relação negativa com o desempenho, o que é coerente, pois este *slack* se trata de recursos não flexíveis e não líquidos, e é categorizado como razão entre despesas e vendas. Depreende-se então que o acúmulo de despesas é prejudicial ao desempenho. A relação negativa está conforme o esperado para a pesquisa e conforme os autores Wiengarten et al. (2017), Heinzen et al. (2016), Argiles-Bosch et al. (2016), Wefald et al. (2010), Love e Nohria (2005), Cheng e Kesner (1997), e Bourgeois e Singh (1983). Em contraste com vários trabalhos que acharam uma relação negativa, os autores Gruener e Raastad (2018) obtiveram uma relação positiva.

Por fim, para as interações testadas para o *slack* recuperável, não houve relação significativa do *slack* recuperável com as *dummies* referentes a empresas de quantil inferior, mas houve relação significativa na interação com as *dummies* de empresas de quantil superior nos modelos 1 e 4, O sinal foi positivo para a dummy que mostra os setores com alta concentração. Isto exprime que quanto maior a concentração, maior o efeito positivo do *Slack* Recuperável no desempenho. Há sentido nisto, pois a estrutura de custos só se mostra como um diferencial em setores em

que há baixa competitividade (alta concentração). O que também se denota que mesmo com custos altos, nestes tipos de setores o desempenho é superior. Além disto, nestes setores há um total repasse de custos para os clientes, por conta dessa alta concentração. Fatos já apontados por Hou e Robinson (2006) e por Sung (2014).

O que indica que em um mercado onde poucas empresas são dominantes, é proporcionado a elas maior tolerância em se utilizar de uma folga de recursos não líquidos e acumulados além do necessário para que a empresa opere e possa se manter no curto prazo. Postula-se a partir disto que o ideal às empresas em setores pouco concentrados ou às empresas com pouca participação no mercado é manter baixos *slacks* recuperáveis, visto que feito o seu contrário reduzirá o desempenho. Em contra partida, cabe às empresas de alta concentração e/ou com tendências monopolizadoras atingirem o seu nível de *slack* recuperável ideal que não comprometa o desempenho. Uma vez que analisando o desempenho moderado pela concentração, este *slack* se torna oportuno. Por fim, pode-se então dizer que a hipótese do *slack* recuperável não foi rejeitada.

Segundo Tan e Peng (2003), em mercados altamente competitivos (baixa concentração), o *slack* recuperável pode causar a ineficiência da empresa, visto que ele é muito difícil de ser implantado de outra maneira. Dada esta dificuldade, se as empresas não conseguirem adquirir recursos através de financiamentos, haverá uma escassez de capital de giro. Tal parecer dos autores é pertinente, pois um acúmulo muito grande de *slack* recuperável pode inibir as empresas a se desenvolverem e brigarem por uma parcela do mercado, e por conseguinte, conseguirem girar mais capital. Love e Nohria (2005) acrescentam que para estes *slacks* serem recuperados produtivamente, as empresas precisam ser ágeis e estarem atentas aos indicadores de desempenho, para que ainda nos primeiros indícios de uma queda no desempenho, elas possam tomar decisões assertivas e não permitir que ele se deteriore substancialmente.

Conforme observado a partir da divisão das empresas por setores e da segunda divisão das empresas por ordem de alta e baixa concentração, os resultados da análise indicam que a folga financeira (incluindo-se todos os tipos de *slack*) se apresenta útil. Mas que, dentro da magnitude da empresa e setor, as empresas com a maior parcela de alcance do mercado gerenciarão e terão uma liberdade maior em se utilizar dos recursos de *slack* recuperável do que empresas situadas em mercados mais competitivos, e por consequência, com menor fatia do mercado. Já estas empresas com menores parcelas do mercado terão mais facilidade em se utilizar do *slack* disponível. Para o *slack* potencial, ele se demonstra benéfico para ambas as classificações, no entanto, melhor para empresas de alta concentração.

Geralmente na concentração das quatro maiores empresas do setor (CR4), quando esta taxa é de 40%, considera-se o setor competitivo, e acima de 40% ele é menos competitivo, Ghimire (2018). Com isto e tendo em vista que as taxas de concentração CR4 presentes neste estudo foram a partir de 53% indo até 98%, pode-se afirmar que os setores analisados estão classificados entre os menos competitivos, indo até a setores monopolizados. A teoria propõe que entre empresas pertencentes a setores mais concentrados, não há grande competição. Mas, segundo Corfe e Gicherva (2017), mercados concentrados não são sinônimos de serem menos competitivos, pois mesmo que certos setores estejam predispostos a se tornarem monopolizados, se houver intensa concorrência de preços, isto os tornará competitivos.

Corfe e Gicheva (2017) também afirmam que mercados concentrados com ausência de uma real concorrência tendem a refletir no aumento dos preços dos produtos, a prováveis quedas nas taxas de investimento e inovação e queda na economia, e a refletir em um pior serviço ao consumidor (uma vez que a falta de empresas concorrentes não gera uma disputa acirrada para manter um cliente). Por fim, para Buthelezi et al. (2019) a visão mais longa e atrativa para a estrutura de mercado é diminuir a concentração para assim que haja maior concorrência e competitividade. Como consequência, isto aumentará o bem-estar do consumidor fomentando uma economia inclusiva a partir de preços mais acessíveis e de condições de igualdade para pequenos empresários.

Utilizar-se do *slack* pode ser uma ferramenta para empresas que brigam por uma fatia do mercado, tendo como finalidade superar um mercado tão concentrado. Para as empresas que possuem a maior fatia do mercado os recursos de folga podem vir como incentivos.

Os resultados sugerem que pelo poder de resposta das regressões nos modelos aplicados e pela significância das variáveis de *slack* e das interações dos *slacks* com as dummies referentes a empresas de ordem superior e a empresas de ordem inferior, os diferentes tipos de interações podem exibir diferentes associações com o desempenho: positivas e/ou negativas. Os resultados também apontam que para cada cenário há um tipo de *slack* e uma medida específica.

6 CONCLUSÃO

Esta pesquisa teve o objetivo de contribuir com os estudos sobre *slack* financeiro e identificar o efeito conjunto da relação deste com o desempenho quando moderado pela concentração. O estudo se concentrou especificamente em seis setores, são eles: Alimentício; Comércio; Construção e Imobiliário; Indústria; Tecidos, Vestimentas e Calçados; e Transporte.

A pesquisa foi feita com dados anuais de empresas brasileiras listadas na B3, sendo assim, os resultados desta pesquisa estão circunscritos à realidade da análise, ao número de empresas com dados divulgados na B3. Foram utilizadas três métricas para medir o *slack* financeiro, uma para o *slack* disponível, outra para o *slack* recuperável e mais outra para o *slack* potencial. Para a concentração, utilizou-se *dummies* referentes aos setores mais concentrados e aos setores menos concentrados, que interagiram com os *slacks*. Para a análise de dados foram utilizados dados em painel efeitos fixos e regressão linear. Analisou-se as proxies de desempenho ROA e ROE separadamente, e os setores mais concentrados e menos concentrados foram analisados conjunta e separadamente.

O *slack* disponível apresentou uma relação positiva e o *slack* recuperável apresentou uma relação negativa, o que, conforme explanado na análise de dados, faz sentido e era o proposto para o trabalho. O *slack* disponível representa a liquidez e o aumento da liquidez otimiza o desempenho. Já o *slack* recuperável é formado por despesas e diminuí-las otimiza o desempenho. Argiles-Bosch et al. (2016) afirmaram que quando a relação entre *slack* recuperável e desempenho é negativa, os baixos níveis do *slack* recuperável aparentam ter um efeito moderador nesta relação e que nas empresas com baixo *slack* recuperável, o este efeito moderador será positivo. Tudo isto representa a complexidade no momento de redirecionar os recursos que compõem este *slack* para novas utilidades. Os autores acrescentam que efeitos diferenciais positivos no desempenho serão maiores se as empresas optarem por manter um baixo *slack* tendo em vista adequar a realocação deles. Tratando-se dos *slacks* recuperável e disponível, tal realocação ou redistribuição são indicações oportunas e vantajosas.

Em vista do efeito da concentração de mercado, pode-se acrescentar que o desempenho da empresa está atrelado à estrutura de mercado, mas o efeito moderador só acontece se houver certo equilíbrio da concorrência deste mercado, Lourenço et al. (2020). De acordo com os resultados de Silva (2019), empresas em cenários pouco concorrentes e bem concentrados estão mais propensas e inclinadas a utilizarem *slack* do que as empresas pertencentes a um cenário oposto.

A partir dos resultados da Tabela 6, destacou-se que o poder explicativo do Modelo 4 (tendo como proxy de desempenho o ROE) é maior que o poder explicativo do Modelo 1 (tendo como proxy de desempenho o ROA). Tem-se que os modelos deste estudo possuíram resultados satisfatórios nos testes aplicados. Pelos modelos apresentados, é passível de se afirmar que nos setores menos concentrados, assim como nos setores muito concentrados com tendências a monopólio, a situação de *slack* está relacionada com o desempenho. A partir das hipóteses estipuladas, pode-se concluir que em setores de alta concentração, maior será a relação entre *slack* potencial e recuperável com o desempenho. O *slack* potencial teve relação positiva tanto para a alta quanto para a baixa concentração, no entanto, para a alta concentração o resultado foi mais positivo. Em setores de baixa concentração menor será a relação entre os *slacks* potencial e recuperável com o desempenho e maior será a relação positiva inversa (no sentido de enfraquecer esta relação) entre *slack* disponível com o desempenho. Com estes achados, foi possível dizer que as hipóteses H1a, H1b e H1c não foram rejeitadas.

Conclui-se com este trabalho que a concentração de mercado pode atuar como moderador da relação entre *slack* e desempenho, uma vez que os modelos da proxy de desempenho ROA comprovam isto. Não foi possível trazer resultados de estudos anteriores a fim de se equiparar com os resultados deste trabalho, pois dentro de uma revisão bibliográfica nas bases da Wiley Online Library, Elsevier, SSRN, JSTOR, Springer Link, e Emerald, pesquisando os termos “concentração e *slack*”, não foram encontrados estudos que aplicassem esta moderação da concentração com o *slack* como tema central de pesquisa.

Desta forma, a grande contribuição deste trabalho para a literatura foi apresentar algo novo, juntar uma relação que muito já foi estudada (*slack*-desempenho) com um efeito ainda não aplicado (efeito moderador pela concentração).

Postula-se que:

- a. explorar o nível ideal do *slack* disponível a ser utilizado nos setores de baixa concentração onde ele se mostrou mais benéfico, traduzindo em melhor desempenho superior;
- b. reduzir majoritariamente o nível do *slack* recuperável em setores de baixa concentração pelo fato dele inibir o desempenho e encontrar o nível ótimo para as empresas de setores de alta concentração onde a sua relação foi positiva;
- c. assim como encontrar um nível ótimo para o *slack* potencial para empresas em setores altamente concentrados onde a relação também foi mais positiva

São os pressupostos essenciais para o aumento do desempenho.

Conquanto a literatura se concentre mais na necessidade de se chegar neste nível ótimo de *slack*, há também a necessidade da literatura estudar como o *slack* recuperável pode ser reimplantado, ou mesmo ‘recuperado’ para que ele não afete negativamente o desempenho das empresas menos concentradas e mais competitivas. Buscar esta solução fará com que a sua relação negativa com o desempenho seja minimizada e também cooperará com o avanço da literatura.

Não menos importante, também é necessário encontrar o nível ideal para o *slack* potencial para empresas de alta concentração em especial, onde o efeito moderador se mostrou mais vantajoso a este tipo de *slack*.

Para estudos posteriores é proposto e indicado fazer uma análise mais aprofundada sobre o efeito dos setores na relação entre *slack* e desempenho, focando em setores específicos de atuação e/ou focando em níveis de concentração específicas (alta ou baixa). Além disto, também seria interessante testar o efeito moderador da concentração na relação entre *slacks* financeiros e desempenho por meio de um modelo de equações estruturais, examinando simultaneamente múltiplas variáveis. Em outras palavras, aplicar uma análise multivariada incluindo conceitos não observados nesta pesquisa.

A baixa quantidade de empresas que compõem determinados setores, tais como Alimentício e Transporte e Logística, podem demonstrar um cenário alterado em relação à realidade Brasileira, pois muitas empresas não estão listadas na B3. Logo, a forma de se captar esta concentração age como um efeito limitador para este trabalho. O segundo efeito limitador foi a necessidade de se escolher apenas uma proxy para cada *slack* financeiro, de forma que assim se captasse melhor a definição dos sinais esperados e a comparação dos resultados deste trabalho com os sinais obtidos nos modelos já testados previamente.

REFERÊNCIAS

ADAM, Radziah; KHALIFAH, Noor Aini. Foreign presence and market concentration in Malaysian manufacturing industries. **Jurnal Ekonomi Malaysia**, v. 46, n. 1, p. 119-132, 2012.

ARGILES-BOSCH, Josep M.; GARCIA-BLANDON, Josep; MARTINEZ-BLASCO, Monica. The impact of absorbed and unabsorbed slack on firm profitability: Implications for resource redeployment. **Resource redeployment and corporate strategy**, v. 35, p. 371-395, 2016.

ARGILÉS-BOSCH, Josep M. et al. An empirical analysis of the curvilinear relationship between slack and firm performance. **Journal of Management Control**, v. 29, n. 3-4, p. 361-397, 2018.

BANALIEVA, Elitsa R. Embracing the second best? Synchronization of reform speeds, excess high discretion slack, and performance of transition economy firms. **Global Strategy Journal**, v. 4, n. 2, p. 104-126, 2014.

BESANKO, David et al. **A Economia da Estratégia**. 5 ed. Porto Alegre: Bookman Editora, 2018.

BEUREN, Ilse Maria; DALLABONA, Lara Fabiana. Relação da folga organizacional com medidas de desempenho de empresas brasileiras. **Revista Pretexto**, v. 16, n. 2, p. 31-49, 2015.

BEUREN, Ilse Maria; STAROSKY FILHO, Loriberto; KRESPI, Nayane Thais. Folga organizacional versus desempenho financeiro Um estudo nas empresas da BM & FBovespa. **Contaduría y administración**, v. 59, n. 2, p. 145-177, 2014.

BEZERRA, Francisco Antonio; CORRAR, Luiz J. Utilização da análise fatorial na identificação dos principais indicadores para avaliação do desempenho financeiro: uma aplicação nas empresas de seguros. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. 42, p. 50-62, 2006.

BLATT, Adriano. **Análise de balanços: estruturação e avaliação das demonstrações financeiras e contábeis**. São Paulo: Makron Books, 2001.

BOURGEOIS, L. J. On the measurement of organizational slack. **Academy of Management Review**, v. 6, n. 1, p. 29-39, 1981. doi: 10.5465/AMR.1981.4287985.

BOURGEOIS III, L. Jay; SINGH, Jitendra V. Organizational Slack and Political Behavior Among Top Management Teams. In: **Academy of Management Proceedings**. Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management, 1983. p. 43-47.

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, 2011a.

BRADLEY, Steven W.; WIKLUND, Johan; SHEPHERD, Dean A. Swinging a double-edged sword: The effect of slack on entrepreneurial management and growth. **Journal of business venturing**, v. 26, n. 5, p. 537-554, 2011b.

BROMILEY, Philip. Testing a causal model of corporate risk taking and performance. **Academy of Management journal**, v. 34, n. 1, p. 37-59, 1991.

BROOKS, C. **Introductory Econometrics for Finance**. 4^a ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2019.

BUTHELEZI, Thembaletu; MTANI, Thando; MNCUBE, Liberty. The extent of market concentration in South Africa's product markets. **Journal of Antitrust Enforcement**, v. 7, n. 3, p. 352-364, 2019.

CARLTON, Dennis W.; PERLOFF, Jeffrey M.; VAN'T VELD, Klaas T. **Modern industrial organization**. Glenview, IL: Scott, Foresman/Little, Brown Higher Education, 1990.

CAMPOS, Anderson; NAKAMURA, Wilson Toshiro. Folga financeira avaliada como endividamento relativo e estrutura de capital. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, p. 1-19, 2013.

CAVALLERI, Maria Chiara et al. Concentration, market power and dynamism in the euro area, **ECB Working Paper Series**, n. 2253, 2019.

CHEN, Hongquan et al. Munificence, dynamism, and complexity: How industry context drives corporate sustainability. **Business Strategy and the Environment**, v. 26, n. 2, p. 125-141, 2017.

CHEN, Yi-Min; YANG, De-Hsin; LIN, Feng-Jyh. Does technological diversification matter to firm performance? The moderating role of organizational slack. **Journal of Business Research**, v. 66, n. 10, p. 1970-1975, 2013.

CHENG, Joseph LC; KESNER, Idalene F. Organizational slack and response to environmental shifts: The impact of resource allocation patterns. **Journal of management**, v. 23, n. 1, p. 1-18, 1997.

CHIU, Yi-Chia; LIAW, Yi-Ching. Organizational slack: is more or less better?. **Journal of Organizational Change Management**, v. 22, n. 3, p. 321-342, 2009.

CYERT, Richard M. et al. A behavioral theory of the firm. **Englewood Cliffs, NJ**, v. 2, n. 4, p. 169-187, 1963.

CORFE, Scott; GICHEVA, Nicole. Concentration not competition: the state of UK consumer markets. **The Social Market Foundation**, 2017.

COSTA, Flavio; GARCIAS, Paulo Mello. Concentração de mercado e desempenho das indústrias brasileiras de papel e celulose-recorrendo à modelagem de Fleuriet para analisar o paradigma ECD. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 3, n. 6, p. 143-163, 2009.

DALLABONA, Lara Fabiana; BEUREN, Ilse Maria. Relação da folga organizacional com medidas de desempenho de empresas brasileiras. **Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**. n.59 p. 145-177, 2014.

DANIEL, Francis et al. Slack resources and firm performance: a meta-analysis. **Journal of Business Research**, v. 57, n. 6, p. 565-574, 2004.

DATTA, Sudip; ISKANDAR-DATTA, Mai; SHARMA, Vivek. Product market pricing power, industry concentration and analysts' earnings forecasts. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 6, p. 1352-1366, 2011.

DEMSETZ, Harold. Industry structure, market rivalry, and public policy. **The Journal of Law and Economics**, v. 16, n. 1, p. 1-9, 1973.

DIANA, Tony. Has market concentration fostered on-time performance? A case study of seventy-two US airports. **Journal of Air Transport Management**, v. 58, p. 1-8, 2017.

DIEGUEZ-BARREIRO, J. H. L. C.; SOUZA, A. S.; PAULISTA, J. E. S. Folga organizacional e a relação consenso-resultado. **Anais do EnANPAD**, 2011.

FACÓ, J. F. B. **Capacidade de inovação organizacional: uma análise aplicada à indústria de transformação paulista**. 215 f. 2009. Tese de Doutorado. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de Análise de Dados - Estatística e Modelagem Multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®**. São Paulo: GEN/LTC, 2017.

FIGUEIREDO, Orlando. Concentração e desempenho na indústria brasileira de bens de consumo. **Revista de Administração de Empresas**, v. 24, n. 3, p. 25-33, 1984.

GEIGER, Scott W.; CASHEN, Luke H. A multidimensional examination of slack and its impact on innovation. **Journal of Managerial Issues**, v. 14, n. 1, p. 68-84, 2002.

GEORGE, Gerard. Slack resources and the performance of privately held firms. **Academy of management Journal**, v. 48, n. 4, p. 661-676, 2005.

GHIMIRE, Rabindra. Market Share and Market Concentration of Nepalese Life Insurance Industries. **Mirmire**, n. 346, 2018.

GINEVIČIUS, Romualdas; ČIRBA, Stasys. Additive measurement of market concentration. **Journal of Business Economics and Management**, v. 10, n. 3, p. 191-198, 2009.

GINEVIČIUS, Romualdas; ČIRBA, Stasys. Determining market concentration. **Journal of Business Economics and Management**, v. 8, n. 1, p. 3-10, 2007.

GODOY-BEJARANO, Jesús M.; RUIZ-PAVA, Guillermo A.; TÉLLEZ-FALLA, Diego F. Environmental complexity, slack, and firm performance. **Journal of Economics and Business**, p. 1-16, 2020.

- GREENLEY, Gordon E.; OKTEMGIL, Mehmet. A comparison of slack resources in high and low performing British companies. **Journal of management Studies**, v. 35, n. 3, p. 377-398, 1998.
- GRÖNLUND, Mikko; BJÖRKROTH, Tom. Newspaper market concentration, competitive pressure and financial performance: The case of Finland. **Journal of Media Business Studies**, v. 8, n. 3, p. 19-50, 2011.
- GUO, Feng et al. Financial slack and firm performance of SMMEs in China: Moderating effects of government subsidies and market-supporting institutions. **International Journal of Production Economics**, 2019.
- HEINZEN, Catia; SELL, Filipy Furtado; SILVA, Tarcisio Pedro. Influência da folga financeira no retorno por ações em empresas brasileiras e chilenas. **Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria**, n. 9, p. 39-54, 2016.
- HORVATH, Janos. Suggestion for a comprehensive measure of concentration. **Southern Economic Journal**, v.36, n. 4, p. 446-452, 1970.
- HOU, Kewei; ROBINSON, David T. Industry concentration and average stock returns. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 4, p. 1927-1956, 2006.
- JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American economic review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.
- JENSEN, Michael C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **the Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- KOVACH, Jeremy J. et al. Firm performance in dynamic environments: The role of operational slack and operational scope. **Journal of Operations Management**, v. 37, p. 1-12, 2015.
- KRISTANTI, Farida Titik; ISYNUWARDHANA, Deannes; RAHAYU, Sri. Market concentration, diversification, and financial distress in the Indonesian banking system. **Jurnal Keuangan dan Perbankan**, v. 23, n. 4, p. 514-524, 2019.
- LAMBSON, Val Eugene. Is the concentration-profit correlation partly an artifact of lumpy technology?. **The American economic review**, v. 77, n. 4, p. 731-733, 1987.
- LANG, Larry HP; STULZ, RenéM. Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements: An empirical analysis. **Journal of financial economics**, v. 32, n. 1, p. 45-60, 1992.
- LI, Yun et al. Market structure and performance: An empirical study of the Chinese solar cell industry. **Renewable and Sustainable Energy Reviews**, v. 70, p. 78-82, 2017.

- LOURENÇO, Wesley; LOUZADA, Luiz Cláudio; NOVAES, Paulo Victor Gomes. Como a concentração do mercado influencia o desempenho operacional das empresas brasileiras? Uma análise do efeito moderador da concentração. **Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa**, v. 19, n. 1, p. 14-38, 2020.
- LOVE, E. G.; NOHRIA, Nitin. Reducing slack: The performance consequences of downsizing by large industrial firms, 1977–93. **Strategic Management Journal**, v. 26, n. 12, p. 1087-1108, 2005.
- MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; CORRAR, Luiz João; SIQUEIRA, José Ricardo Maia de. Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas socioambientalmente responsáveis no Brasil. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 9, n. 1, p. 13-26, 2012.
- MACEDO, Marcelo Álvaro da Silva; SILVA, Fabrícia de Farias da. Análise de desempenho organizacional: propondo uma modelagem utilizando indicadores financeiros e não financeiros na avaliação de performance empresarial. **Revista Alcance**, v. 12, n. 2, p. 211-231, 2005.
- MACHADO, Esmael Almeida et al. Desempenho operacional-financeiro e concentração de mercado sob o enfoque do paradigma estrutura-conduta-desempenho: um estudo exploratório na indústria brasileira de laticínios no período de 1997 a 2006. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 7, n. 1, p. 118-140, 2010.
- MARION, José Carlos. Análise das Demonstrações Contábeis: contabilidade empresarial. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- MCARTHUR, Angeline W.; NYSTROM, Paul C. Environmental dynamism, complexity, and munificence as moderators of strategy-performance relationships. **Journal of Business Research**, v. 23, n. 4, p. 349-361, 1991.
- MENDOZA, Jorge A. Muñoz et al. Are the effects of market concentration and income diversification on banking performance persistent?. **Ecos de Economía: A Latin American Journal of Applied Economics**, v. 24, n. 50, p. 25-44, 2020.
- MOSES, O. Douglas. Organizational slack and risk-taking behaviour: tests of product pricing strategy. **Journal of Organizational Change Management**, v. 5, n. 3, p. 38-54, 1992.
- NOHRIA, Nitin; GULATI, Ranjay. Is slack good or bad for innovation?. **Academy of management Journal**, v. 39, n. 5, p. 1245-1264, 1996.
- NOHRIA, Nitin; GULATI, Ranjay. What is the optimum amount of organizational slack?: A study of the relationship between slack and innovation in multinational firms. **European Management Journal**, v. 15, n. 6, p. 603-611, 1997.
- OLIVEIRA, Joice Garcia. **Estrutura de capital e competitividade de mercado. 84 f.** 2019. Dissertação de Mestrado. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.

- OLIVEIRA, Marcus; OLIVEIRA, Alessandro. What drives effective competition in the airline industry? An empirical model of city-pair market concentration. **Transport Policy**, v. 63, p. 165-175, 2018.
- PAELEMAN, Ine; VANACKER, Tom. Less is more, or not? On the interplay between bundles of slack resources, firm performance and firm survival. **Journal of Management Studies**, v. 52, n. 6, p. 819-848, 2015.
- PAMPLONA, Edgar et al. Influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas industriais brasileiras e mexicanas. **Estudios Gerenciales**, v. 35, n.153, p. 399-415, 2019.
- PATEL, Pankaj C.; MANIKAS, Andrew S. Managing sales surprise: The role of operational slack and volume flexibility. **International Journal of Production Economics**, v. 179, p. 101-116, 2016.
- PLETSCH, Caroline Sulzbach; BOFF, Marines Lucia; LAVARDA, Carlos Eduardo Facin. Folga Organizacional e a Tipologia Estratégica de Miles e Snow em Empresas Listadas no Índice Brasil 100 (IBrX 100) da BM&FBovespa. In: **Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**. 2018.
- PORTER, Michael E. The structure within industries and companies' performance. **The review of economics and statistics**, p. 214-227, 1979.
- POSSAMAI, Ismael; DE ARAÚJO FUNCHAL, Jeferson; BUJES, Luizvaldo Kroll. Trade-off entre liquidez e rentabilidade: O caso Magazine Luiza SA. **RCG-Revista Controladoria e Gestão**, v. 1, n. 1, 2020.
- RAGUSEO, Elisabetta; VITARI, Claudio; PIGNI, Federico. Profiting from big data analytics: The moderating roles of industry concentration and firm size. **International Journal of Production Economics**, p.1-12, 2020.
- REBOUÇAS, Luana Carla Falcão; CARVALHO, Eveline Barbosa Silva; CAVALCANTE, Jacqueline Franco. Concentração de mercado: estudo de caso das indústrias de tratores no Brasil. **REA-Revista Eletrônica de Administração**, v. 16, n. 1, p. 121 a 138, 2018.
- ROSENBLUTH, Gideon. Measures of concentration. **Business concentration and price policy**. Universities-National Bureau, Princeton University Press, p. 57-99, 1955.
- SANTANA, Antônio Cordeiro de. Índice de desempenho competitivo das empresas de polpa de frutas do Estado do Pará. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, v. 45, n. 3, p. 749-775, 2007.
- SENDER, Gisela. **O papel da folga organizacional nas empresas: um estudo em bancos brasileiros. 2004. 226f.** 2004. Tese de Doutorado. Dissertação (Mestrado em Administração)—Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.
- STARLING, Renato Nogueira; PORTO, Rafael Barreiros. Dinâmicas do desempenho financeiro, da mudança estratégica e da concentração industrial em empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 18, n. 4, p. 397-415, 2014.

SHARFMAN, Mark P. et al. Antecedents of organizational slack. **Academy of Management review**, v. 13, n. 4, p. 601-614, 1988.

SHARMA, Sanjay. Managerial interpretations and organizational context as predictors of corporate choice of environmental strategy. **Academy of Management journal**, v. 43, n. 4, p. 681-697, 2000.

SHIM, Jeungbo. An investigation of market concentration and financial stability in property-liability insurance industry. **Journal of risk and insurance**, v. 84, n. 2, p. 567-597, 2015.

SILVA, Adriano Cavalcante da et al. **Da crise à oportunidade: o papel contingente da folga organizacional. 116 f.** 2019. Dissertação de Mestrado. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Cascavel.

SILVA, Ariádine de Freitas; VALLE, Mauricio Ribeiro do. Análise da estrutura de endividamento: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 1, p. 201-229, 2008.

SINGH, Jitendra V. Performance, slack, and risk taking in organizational decision making. **Academy of management Journal**, v. 29, n. 3, p. 562-585, 1986.

SOUZA, Bruno Carlos de. **Relação da estrutura de custos e despesas com a rentabilidade e lucratividade operacional nos setores têxtil e siderúrgico/metalúrgico no Brasil no período de 2005 a 2009. 142f.** 2011. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, São Paulo.

TAN, Justin; PENG, Mike W. Organizational slack and firm performance during economic transitions: Two studies from an emerging economy. **Strategic management journal**, v. 24, n. 13, p. 1249-1263, 2003.

WEFALD, Andrew J. et al. Organizational slack, firm performance, and the role of industry. **Journal of Managerial Issues**, v. 22, n. 1, p. 70-87, 2010.

WIENGARTEN, Frank et al. The differing impacts of operational and financial slack on occupational safety in varying market conditions. **Journal of operations management**, v. 52, p. 30-45, 2017.

WINSECK, Dwayne. The state of media ownership and media markets: competition or concentration and why should we care?. **Sociology Compass**, v. 2, n. 1, p. 34-47, 2008.

ZHANG, Jia; HE, Yucheng. Market Concentration Rate and Market Performance of China's Swine Industry. **Asian Agricultural Research**, v. 8, n. 1812-2016-144720, p. 13-19, 2016.

ZHONG, Heping. The Relationship between Slack Resources and Performance: an empirical study from China. **International Journal of Modern Education and Computer Science**, v. 3, n. 1, p. 1, 2011.

APÊNDICE A – Empresas Participantes da Amostra

| | TICKER | NOME DA EMPRESA | SETOR |
|----|---------------|------------------------|-------------------------------|
| 1 | ALPA4 | ALPARGATAS | Tecidos, Vestuário e Calçados |
| 2 | AMAR3 | LOJAS MARISA | Comércio |
| 3 | ARZZ3 | AREZZO CO | Comércio |
| 4 | BRFS3 | BRF SA | Alimentício |
| 5 | BRML3 | BR MALLS PAR | Construção e Imobiliário |
| 6 | BTOW3 | B2W DIGITAL | Comércio |
| 7 | CCPR3 | CYRE COM-CCP | Construção e Imobiliário |
| 8 | CEDO4 | CEDRO | Tecidos, Vestuário e Calçados |
| 9 | CGRA4 | GRAZZIOTIN | Comércio |
| 10 | CRDE3 | CR2 | Construção e Imobiliário |
| 11 | CSNA3 | SID NACIONAL | Indústria |
| 12 | CTSA3 | SANTANENSE | Tecidos, Vestuário e Calçados |
| 13 | CYRE3 | CYRELA REALT | Construção e Imobiliário |
| 14 | DIRR3 | DIRECIONAL | Construção e Imobiliário |
| 15 | DOHL4 | DOHLER | Tecidos, Vestuário e Calçados |
| 16 | DTEX3 | DURATEX | Indústria |
| 17 | EMBR3 | EMBRAER | Transporte e Logística |
| 18 | EUCA4 | EUCATEX | Indústria |
| 19 | EVEN3 | EVEN | Construção e Imobiliário |
| 20 | EZTC3 | EZTEC | Construção e Imobiliário |
| 21 | FESA4 | FERBASA | Indústria |
| 22 | FRAS3 | FRAS-LE | Transporte e Logística |
| 23 | FRIO3 | METALFRIO | Indústria |
| 24 | GFS3 | GAFISA | Construção e Imobiliário |
| 25 | GGBR4 | GERDAU | Indústria |
| 26 | GOAU4 | GERDAU MET | Indústria |
| 27 | GRND3 | GRENDENE | Tecidos, Vestuário e Calçados |
| 28 | GUAR3 | GUARARAPES | Comércio |
| 29 | HBOR3 | HELBOR | Construção e Imobiliário |
| 30 | HGTX3 | CIA HERING | Tecidos, Vestuário e Calçados |
| 31 | JBSS3 | JBS | Alimentício |
| 32 | JHSF3 | JHSF PART | Construção e Imobiliário |
| 33 | JOPA3 | JOSAPAR | Alimentício |
| 34 | KEPL3 | KEPLER WEBER | Indústria |
| 35 | KLBN11 | KLABIN S/A | Indústria |
| 36 | LAME4 | LOJAS AMERIC | Comércio |
| 37 | LEVE3 | METAL LEVE | Indústria |
| 38 | LPSB3 | LOPES BRASIL | Construção e Imobiliário |
| 39 | LREN3 | LOJAS RENNER | Comércio |
| 40 | MDIA3 | M.DIASBRANCO | Alimentício |

| | | | |
|----|--------|--------------|-------------------------------|
| 41 | MDNE3 | MOURA DUBEUX | Construção e Imobiliário |
| 42 | MGLU3 | MAGAZ LUIZA | Comércio |
| 43 | MRFG3 | MARFRIG | Alimentício |
| 44 | MRVE3 | MRV | Construção e Imobiliário |
| 45 | MSPA3 | MELHOR SP | Indústria |
| 46 | MTSA4 | METISA | Indústria |
| 47 | MYPK3 | IOCHP-MAXION | Indústria |
| 48 | PAT13 | PANATLANTICA | Indústria |
| 49 | PCAR3 | P.ACUCAR-CBD | Comércio |
| 50 | PMAM3 | PARANAPANEMA | Indústria |
| 51 | POMO4 | MARCOPOLO | Transporte e Logística |
| 52 | PTBL3 | PORTOBELLO | Indústria |
| 53 | PTNT4 | PETTENATI | Tecidos, Vestuário e Calçados |
| 54 | RANI3 | IRANI | Indústria |
| 55 | RAPT4 | RANDON PART | Transporte e Logística |
| 56 | RDNI3 | RNI | Construção e Imobiliário |
| 57 | ROMI3 | INDS ROMI | Indústria |
| 58 | SGPS3 | SPRINGS | Tecidos, Vestuário e Calçados |
| 59 | SHUL4 | SCHULZ | Indústria |
| 60 | SMT03 | SAO MARTINHO | Alimentício |
| 61 | STBP3 | SANTOS BRP | Transporte e Logística |
| 62 | SUZB3 | SUZANO S.A. | Indústria |
| 63 | TCSA3 | TECNISA | Construção e Imobiliário |
| 64 | TECN3 | TECHNOS | Tecidos, Vestuário e Calçados |
| 65 | TEND3 | TENDA | Construção e Imobiliário |
| 66 | TKNO4 | TEKNO | Indústria |
| 67 | TRIS3 | TRISUL | Construção e Imobiliário |
| 68 | TUPY3 | TUPY | Transporte e Logística |
| 69 | USIM5 | USIMINAS | Indústria |
| 70 | VULC3 | VULCABRAS | Tecidos, Vestuário e Calçados |
| 71 | VVAR3 | VIAVAREJO | Comércio |
| 72 | WEGE3 | WEG | Indústria |
| 73 | WHRL4 | WHIRLPOOL | Comércio |
| 74 | WSON33 | WILSON SONS | Transporte e Logística |