



O Efeito Moderador da Concentração de Mercado na Relação entre *Slack* Financeiro e Desempenho

NAYNA NALI TEIXEIRA

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFES

MARCELO ALVARO DA SILVA MACEDO

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFRJ

Resumo

Esta pesquisa tem como propósito analisar o efeito moderador da concentração de mercado na relação entre *slack* financeiro (disponível, potencial e recuperável) e desempenho. Segundo o paradigma teórico da ECD – Estrutura-Condução-Desempenho, a estrutura do mercado determina o comportamento ou conduta das firmas, que por sua vez, juntas, determinam o desempenho coletivo das firmas em um determinado mercado. Assim, percebe-se que os estudos sobre a relação *slack*-desempenho deveriam considerar o efeito da estrutura de mercado (concentração) na relação entre a conduta das empresas (*slack* financeiro) e o desempenho. Foram extraídos dados anuais de 74 empresas listadas na B3 entre 2010-2019, num total de 740 observações de seis setores de atuação. Foram realizadas seis regressões múltiplas com dados em painel para efeitos fixos, aplicando-se controles individuais e temporais. Conforme esperado pelas hipóteses formuladas, os resultados revelam que altas concentrações de mercado enfraquecem o efeito dos *slacks* no desempenho, enquanto baixas concentrações reforçam esses efeitos. Ou seja, quanto menor a concentração de mercado, maior o impacto positivo do *slack* disponível no desempenho e quanto maior a concentração, menor o impacto negativo dos *slacks* recuperável e potencial no desempenho. Percebe-se que em setores mais concentrados não há tanta necessidade de se evitar os *slacks* recuperável e potencial, que possuem relação negativa com o desempenho. Isso porque nesses setores as empresas possuem poder de mercado suficiente para repassar nos preços as eventuais perdas pela má utilização dessas folgas financeiras. De outro lado, percebe-se que em setores menos concentrados há benefícios relevantes do uso do *slack* disponível na busca por melhores desempenhos. Conclui-se, então, que a concentração de mercado pode atuar como fator moderador da relação entre *slack* financeiro-desempenho. Assim, este estudo contribui para a literatura enriquecendo a teoria já existente e trazendo aos gestores maior conhecimento para a aplicação destes conceitos nas práticas empresariais.

Palavras-chave: Concentração, *Slack* financeiro, Efeito moderador, Desempenho.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

1 INTRODUÇÃO

O presente estudo está sustentado pelo paradigma teórico da ECD – Estrutura-Conduita-Desempenho, que tem origem nos trabalhos de Mason (1939) e Bain (1951; 1968). Nessa abordagem teórica, a estrutura do mercado determina o comportamento ou conduta das firmas, cuja conduta conjunta determina o desempenho coletivo das firmas em um determinado mercado (Bain, 1968). Assim, o desempenho é medido, em geral, por meio de medidas econômicas, como a rentabilidade; a conduta reflete a utilização dos recursos por parte da firma e a estrutura representa as características do mercado que podem influenciar na conduta e no desempenho.

Nesse contexto, pode-se incluir a discussão dos estudos que analisam a relação entre o *slack* financeiro (folga financeira) e o desempenho, pois o *slack* financeiro pode ser considerado um aspecto da conduta da empresa. Porém, seria necessária a inclusão de algum aspecto da estrutura de mercado, que no caso do presente estudo seria a concentração. Essa é a proposta desse artigo, ou seja, dar um passo a mais e analisar a inclusão da concentração (estrutura) como uma variável moderadora da relação entre o *slack* financeiro (conduta) e o desempenho.

De maneira geral, os estudos, tais como Tan e Peng (2003); George (2005); Chen, Yang e Lin (2013); Beuren, Starosky Filho e Krespi (2014); Beuren e Dallabona (2015); Argiles-Bosch, Garcia-Blandon e Martinez-Blasco (2016); Gruener e Raastad (2018); Guo, Zou, Zhang, Bo e Li (2020) dentre outros, tratam da relação do *slack* financeiro (conduta) com o desempenho da empresa, ou seja, da alocação e utilização dos recursos extras da empresa para obtenção de desempenho. Porém, esses recursos são alocados e utilizados conforme as características do mercado, tais como a concentração.

No que se refere à relação entre *slack* financeiro e desempenho, os recursos das empresas quando bem empregados agem de forma a impulsionar o seu desempenho e o seu poder de mercado. Em meio às oportunidades postas pelo ambiente, prover certo excesso/folga de recursos (*slack*) pode estar diretamente relacionado a este impulso do desempenho (George, 2005). Esta folga, de maneira geral, permite que a empresa possa se adaptar frente às pressões sofridas tanto internamente, quanto externamente (Bourgeois III, 1981; Bourgeois III & Singh, 1983; Moses, 1992; Nohria & Gulati, 1996).

O *slack* financeiro pode ser dividido em três tipos: disponível (que tem relação com folgas de curto prazo relacionadas à liquidez), recuperável (que tem relação com recursos já absorvidos pelo sistema de custos da empresa) e potencial (que tem relação com a capacidade de alavancagem financeira da empresa) (Bourgeois III & Singh, 1983).

Segundo Wiengarten et al. (2017), o *slack* disponível ou *slack* não absorvido é o recurso que está prontamente disponível e é o estado mais líquido de *slack* financeiro. De acordo com Bourgeois III e Singh (1983) e Tan e Peng (2003), ele consiste em recursos que possuem maior discricção gerencial. Nohria e Gulati (1996) afirmam que o *slack* disponível tem um ciclo de curto prazo e que os excessos de recursos podem ser reavidos dentro de um ano, por isto é mais fácil de implementar do que os *slacks* recuperável e potencial.

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 “baixa-discricção” (Bourgeois III & Singh, 1983; Tan & Peng, 2003). Por pertencer a um ciclo de longo prazo, Nohria e Gulati (1996) o definem como um tipo de *slack* mais difícil de se recuperar. Conforme Wiengarten, Fan, Lo e Pagell (2017), ele também provê à empresa a flexibilidade para lidar com as incertezas ambientais, como as mudanças na demanda.

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. De acordo com



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Bourgeois III e Singh (1983), Moses (1992) e Geiger e Cashen (2002), utilizar-se do *slack* potencial requer, de maneira geral, sujeitar-se a despesas futuras sob a forma de despesas com juros. Por isto, há grandes possibilidades que este tipo de *slack* requeira maior escrutínio por parte dos gestores.

No lugar de focar apenas a minimização de custos, o que eliminaria quaisquer custos "excedentes", a utilização do *slack* implica que, para maximizar seu desempenho a empresa deve equilibrar os custos de uma folga com sua capacidade potencial de proteção contra essas mudanças ambientais não previstas. Então, para potencializar a maximização de seu desempenho, a empresa se depara com um conjunto complexo de escolhas sobre folgas (Sharfman, Wolf, Chase e Tansik, 1988). Em outras palavras, segundo Facó (2009), o *slack* é ao mesmo tempo um impulsionador de oportunidades da empresa (que podem impactar positivamente o resultado) e um gerador de desperdícios e gastos que impactam o desempenho de modo negativo.

Pode-se dizer, então, que os *slacks* financeiros são uma espécie de seguro contra as incertezas do ambiente (interno ou externo), ou seja, uma forma de suavizar possíveis problemas não previstos que a empresa venha a ter no futuro. Deste modo, se a empresa passar por um período de necessidades não previstas de recursos, o *slack* estará lá para cobrir estas ocorrências. 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, pois representa consumo de recursos sem contrapartida.

Já em referência à concentração de mercado, segundo Sung (2014) e Mendoza, Yelpe, Ramos e Fuentealba (2020), de maneira geral, 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. Esses autores afirmaram, ainda, 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.

Nesse contexto, segundo Godoy-Bejarano, Ruiz-Pava e Téllez-Falla (2020), os resultados da utilização dos *slacks* financeiros dependem do ambiente em que a empresa está inserida. Então, o efeito causado pelo *slack* no desempenho dependerá fortemente da estrutura do mercado (concentração) no qual a empresa atua.

Cabe ressaltar que a partir de uma revisão sistemática da literatura nas bases da Wiley Online Library, Elsevier, SSRN, JSTOR, Springer Link, e Emerald, pesquisando os termos “concentração” e “*slack*”, não foram encontradas pesquisas com a perspectiva do presente estudo.

Desta forma, ainda que a concentração há muito esteja inserida como um aspecto relevante para estudos sobre desempenho e ainda que haja muitos estudos para a relação *slack*-desempenho, a literatura atual não se estende para utilizar a concentração de mercado como efeito moderador da relação entre *slack* financeiro e desempenho. Ou seja, a despeito dos estudos sobre o efeito do *slack* financeiro sobre o desempenho, falta investigar se o poder explicativo do *slack* no desempenho terá uma idiosincrasia diferente em ambientes mais/menos concentrados.

Assim, este trabalho procurou preencher esta lacuna, trazendo para a literatura sobre a relação entre *slack*-desempenho o impacto da concentração de mercado. Logo, tem-se a seguinte pergunta de pesquisa: *Qual o efeito da concentração de mercado na relação entre os slacks financeiros (disponível, potencial e recuperável) e o desempenho das empresas?*

Tem-se, então, como objetivo deste trabalho analisar o efeito moderador da concentração de mercado na relação entre os *slacks* financeiros (disponível, potencial e recuperável) e desempenho.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

A relevância da contribuição do presente estudo para os estudos sobre a relação entre os *slacks* financeiros e desempenho está no que Bradley, Shepherd e Wiklund (2011), Paeleman e Vanacker (2015), Wiengarten *et al.* (2017), Pamplona, Silva e Nakamura (2019) e Guo *et al.* (2020) já destacaram em seus trabalhos, que os resultados ambíguos e inconsistentes sobre a relação entre *slack* financeiro e desempenho da empresa necessitam de novos estudos para investigar quais outros aspectos podem intermediar esta relação.

Assim o que motivou o presente estudo foi aprofundar o entendimento de quais são os mecanismos que ditam a relação entre *slack* e desempenho e sustentar que um efeito moderador da concentração pode explicar melhor os sinais da relação entre *slack* e desempenho, visto que essa relação parece fazer mais sentido se vista dentro do paradigma teórico da ECD.

Vale ressaltar que este trabalho não analisa a ECD como ponto principal, o que ele faz é utilizar elementos da ECD. Ou seja, o presente estudo analisa como uma *proxy* de Estrutura (Concentração) interfere na relação entre uma *proxy* de Conduta (*Slacks* Financeiros) e uma *proxy* Desempenho (ROA e ROE).

2 REVISÃO DE LITERATURA E CONSTRUÇÃO DAS HIPÓTESES

2.1 RELAÇÃO ENTRE *SLACKS* FINANCEIROS E DESEMPENHO

Segundo Nohria e Gulati (1997), autores mais antigos (os precursores em abordar o *slack*), tais como Leibenstein (1969) e Williamson (1963; 1964) enxergavam o *slack* como sinônimo de desperdício, uma ineficiência em se utilizar os recursos da organização, que ocasionaria uma relação negativa com o desempenho.

Love e Nohria (2005), George (2005), Daniel, Lohrke e Fornaciari (2004) afirmaram que enquanto os teóricos das organizações trouxeram o viés apontando que o *slack* tem utilidade positiva maior que os potenciais efeitos negativos; os teóricos da agência conceituaram-no como falta de eficiência organizacional e inibidora de tomada de riscos.

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, depreendendo-se que determinada situação deste *slack* pode ser bastante vantajosa para a organização. Já a teoria da agência foi capaz de explicar melhor a relação negativa entre o *slack* recuperável e o desempenho.

George (2005) encontrou relações diferentes entre os tipos de *slack* financeiro e o desempenho de empresas de capital fechado. Nesse sentido, Árgiles-Bosch *et al.* (2016) pesquisaram o impacto dos *slacks* disponível e recuperável na lucratividade da empresa, encontrando um impacto negativo para o *slack* recuperável e positivo para o *slack* disponível. Segundo os autores, isso se deve às maiores facilidades de reimplementar o *slack* disponível em atividades mais promissoras. Os resultados sugerem, ainda, 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.

Guo *et al.* (2020) estudaram como o *slack* financeiro afeta o desempenho de pequenas e médias empresas. 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 produtos que têm futuros mais promissores.

No ambiente brasileiro, Beuren *et al.* (2014) apresentaram a relação entre os diferentes tipos de *slack* organizacional com o desempenho financeiro. Um dos resultados interessantes foi a constatação de 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 setores. Os autores encontraram que os *slacks* disponível e recuperável estão relacionados positivamente com o desempenho, ao passo



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

que o *slack* potencial possui uma relação negativa. Já Pamplona *et al.* (2019) fizeram um estudo com 107 empresas brasileiras e 45 mexicanas e concluíram que o *slack* financeiro era positivamente relacionado ao desempenho econômico, confirmando a Teoria Baseada em Recursos e a Teoria Comportamental.

Uma questão que chama atenção nos estudos sobre a relação entre os *slacks* financeiros e o desempenho é a diversidade de formas de mensuração dos *slacks*, mesmo considerando certa convergência de escolhas.

Em relação ao *slack* disponível percebe-se que há a utilização de medidas envolvendo os lucros e os dividendos, mas a maioria dos estudos, tais como Singh (1986), Cheng e Kesner (1997), Árgiles-Bosch *et al.* (2016), Wiengarten *et al.* (2017), Heinzen, Sell e Silva (2016), Pletsh, Boff e Lavarda (2018) e Gruener e Raastad (2018), utilizou uma medida de liquidez (normalmente a liquidez corrente) como *proxy* para esse *slack*.

Já no que diz respeito ao *slack* recuperável, apesar de alguns estudos utilizarem medidas relacionadas ao capital de giro ou ao estoque ou ao ativo não circulante, a maioria dos estudos, tais como Bourgeois III e Singh (1983), Singh (1986), Cheng e Kesner (1997), Love e Nohria (2005), Wefald, Katz, Downey e Rust (2010), Beuren e Dallabona (2015), Árgiles-Bosch *et al.* (2016), Wiengarten *et al.* (2017), Pletsh *et al.* (2018) e Gruener e Raastad (2018), utilizou alguma medida relativa às despesas gerais, administrativas e de vendas sobre a receita.

Por fim, em relação ao *slack* potencial observa-se que apesar de se encontrar medidas relacionadas à razão Preço/Lucro, a maioria dos estudos analisados, tais como Bourgeois III e Singh (1983), Wiengarten *et al.* (2017) e Pletsh *et al.* (2018), utilizou um indicador de endividamento, sendo o mais recorrente a relação entre Passivo e PL.

Como será abordado na metodologia, o presente estudo se utiliza exatamente dessas medidas mais recorrentes para cada um dos *slacks* financeiros.

Essa diversidade de indicadores é possivelmente uma das razões para resultados não convergentes nos estudos sobre a relação entre *slack* financeiro e desempenho. Porém além disso, conforme destacado por Tan e Peng (2003) e Cheng e Kesner (1997), existem indícios de níveis ótimos de *slack* para as empresas. Ou seja, 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 potencialmente na diminuição do desempenho.

De acordo com Sharfman *et al.* (1988), para o eficiente gerenciamento dos recursos de folga são necessário três grupos de componentes: um referente aos elementos do ambiente da empresa, outro responsável pelas características da empresa e o terceiro responsável pelos valores e crenças da coalizão dominante.

Nesse sentido, Cheng e Kesner (1997) destacaram que o impacto do *slack* no desempenho pode depender de como os recursos são alocados internamente. De um lado, há o perigo das empresas que não utilizam *slack* ficarem para trás, em relação àquelas que são abundantes em recursos, se precisarem de inovação. Mas, considera-se também que o *slack* em abundância possa atrapalhar a adaptação da empresa ao ambiente e às mudanças necessárias. Os autores ressaltam, ainda, que esses níveis ótimos estão, de maneira geral, associados às condições ambientais em que os *slacks* financeiros são utilizados pelas empresas. Assim, Cheng e Kesner (1997) orientaram que pesquisas futuras devam explorar quais outras condições também poderiam moderar o efeito dos *slacks* disponível, recuperável e potencial na adaptação organizacional.

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 de crise. Os resultados da pesquisa alicerçaram



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

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).

Daniel *et al.* (2004) mostraram resultados que confirmaram uma relação positiva 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 negativa, seguindo a linha de discussão de Tan e Peng (2003). Os autores apontaram também que a relação positiva entre o *slack* potencial e o desempenho pode se tornar mais forte (intensa) quando controlada por setor. Isso também é ressaltado por Sender (2004) quando destaca que a relação entre *slack* potencial e desempenho será ainda mais positiva em setores altamente concentrados. Nesta mesma linha, George (2005) encontrou relações lineares positivas entre *slack* e desempenho, mas destacou que esta relação se torna negativa em setores mais complexos, mais competitivos.

Wefald *et al.* (2010) avaliaram o papel do setor na relação entre *slack* e desempenho. Os autores concluíram que a relação entre *slack* e o desempenho é impactada pelo tipo de setor em que a empresa está inserida. Por fim, Zhong (2011) acrescenta, ainda, que em determinados cenários e setores o impacto do *slack* sobre o desempenho pode ser substancialmente diferente.

Tem-se, então, a partir dos trabalhos de Cheng e Kesner (1997), Tan e Peng (2003), Daniel *et al.* (2004), George (2005), Wefald *et al.* (2010) e Zhong (2011) potenciais evidências de que os efeitos das características do setor (como a concentração) podem afetar diretamente a relação entre cada *slack* financeiro e desempenho.

2.2 CONCENTRAÇÃO DE MERCADO

No propósito de entender como a concentração explica o desempenho, é importante voltar-se para o paradigma teórico da ECD (Estrutura – Conduta – Desempenho), no que diz respeito à relação entre desempenho e estrutura de mercado.

Originada a partir dos trabalhos de Mason (1939) e Bain (1951; 1968) a ECD, que está inserida no campo da Economia Industrial, propõe um paradigma que relaciona os elementos da estrutura de mercado com o comportamento e desempenho das empresas de um determinado setor (Buthelezi, Mtani e Mncube, 2019; Kristanti, Isyuardhana e Rahayu, 2019).

As definições e dimensões do paradigma da ECD dizem respeito a elementos de estrutura, tais como concentração de fornecedores e clientes, diferenciação e diversificação de produtos/serviços, condições de entrada, dentre outras. Já a conduta inclui elementos sobre o comportamento das empresas em relação aos preços, estratégias de vendas, P&D, inovação dentre outros. Por fim, no que diz respeito ao desempenho, tem-se a eficiência, as margens de lucro, o bem-estar social, a geração de empregos dentre outros (Santana, 2007).

De maneira geral, 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. Porém, a concentração (estrutura) pode agir diretamente no desempenho, sem haver a necessidade do objeto intermediário, a conduta (Buthelezi *et al.*, 2019; Kristanti *et al.*, 2019).

Pode-se dizer, então, que é através da estrutura do mercado que o desempenho da empresa será definido (Machado, Almeida, Garcias e Bacarji, 2010). Nesse sentido, Corfe e Gicheva (2017) examinaram os 10 principais mercados do Reino Unido, sendo oito deles tidos como concentrados. Os autores perceberam que a alta concentração (falta de concorrência) nos mercados é resultante da falta de poder de escolha do consumidor, que acaba gerando preços mais altos e, por conseguinte, uma margem de lucro superior (melhor desempenho).

Já Kristanti *et al.* (2019) examinaram como a concentração, a diversificação e a participação de mercado afetam bancos com dificuldades financeiras na Indonésia entre 2014-



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

2017. Os autores concluíram que quanto maior a concentração, maior será a probabilidade da ocorrência de dificuldades financeiras para esses bancos.

Lourenço, Louzada e Novaes (2020) analisaram o desempenho operacional e a composição de custo das empresas moderados pela concentração de mercado. Pelos resultados, os autores concluíram que há este efeito moderador da concentração com o retorno sobre capital investido e com a alavancagem operacional em setores mais concentrados. Concluíram também que as empresas necessitam regular sua estrutura de custos com a estrutura de mercado para que desta forma se mantenham eficientes e competitivas.

2.3 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES

Segundo George (2005), quando as empresas criam folgas financeiras, elas procuram ter maior liberdade e melhores estratégias para responder ao mercado e para lidar com as condições por ele impostas. Porém, quanto mais *slack* a empresa tiver, mais os gestores o tomarão como um *buffer* para incertezas do ambiente e mais essas incertezas serão consideradas como oportunidades ao invés de ameaças (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).

Segundo Hou e Robinson (2006), em setores concentrados, as empresas líderes criam barreiras de entrada para novas empresas e se utilizam de seu poder de mercado para aumentar preços e melhorar, assim, seu desempenho.

Observa-se que este controle do mercado, proporcionado pela alta concentração (estrutura de mercado), possibilita à empresa uma melhor utilização dos *slacks* financeiros (conduta) a fim de responder melhor às necessidades do mercado e por fim ter um desempenho superior. Observa-se também que empresas em ambientes de baixa concentração de mercado, e, portanto, inseridas em um ambiente de maior concorrência (estrutura de mercado), podem utilizar os *slacks* financeiros para gerar melhores condições de reações às mudanças ambientais não previstas (conduta) e com isso também melhorar o desempenho. A Figura 1 destaca essa questão dos elementos de estrutura, conduta e desempenho que são abordados no presente estudo.



Figura 1 ECD, *slack* e concentração

Fonte: Dados da Pesquisa

Cheng e Kesner (1997), Tan e Peng (2003), Daniel *et al.* (2004), George (2005), Wefald *et al.* (2010), Zhong (2011) e Gruener e Raastad (2018) indicam que a relação do *slack* com o desempenho pode ser fortemente impactada pela concentração do setor em que a empresa atua. Assim sendo, entende-se que as barreiras impostas em setores muito concentrados podem levar a um aumento do desempenho. Logo, a concentração pode inibir o impacto dos *slacks* financeiros no desempenho, pois a empresa dependerá menos de sua conduta para atingir um desempenho superior, já que a estrutura do mercado lhe é vantajosa.

São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

De outro lado, os *slacks* financeiros, como folgas, têm para as empresas em mercados menos concentrados um papel muito mais significativo na busca por maior segurança quanto a possíveis instabilidades entre oferta e demanda futuras ou a mudanças no ambiente que venham comprometer ou alterar desempenhos futuros. Em outras palavras, espera-se que a baixa concentração reforce o impacto dos *slacks* financeiros, enquanto a alta concentração enfraqueça esse impacto. Ou seja, espera-se que os *slacks* financeiros, em seu papel de conduta das empresas, sejam mais úteis em condições de menor concentração.

Assim, é possível propor a hipótese central do presente estudo:

H1: Altas concentrações de mercado enfraquecem o efeito dos *slacks* no desempenho, enquanto baixas concentrações de mercado reforçam esses efeitos.

Assim, a ideia dessa hipótese central do presente estudo está expressa na Figura 2 com o desenho de pesquisa proposto.

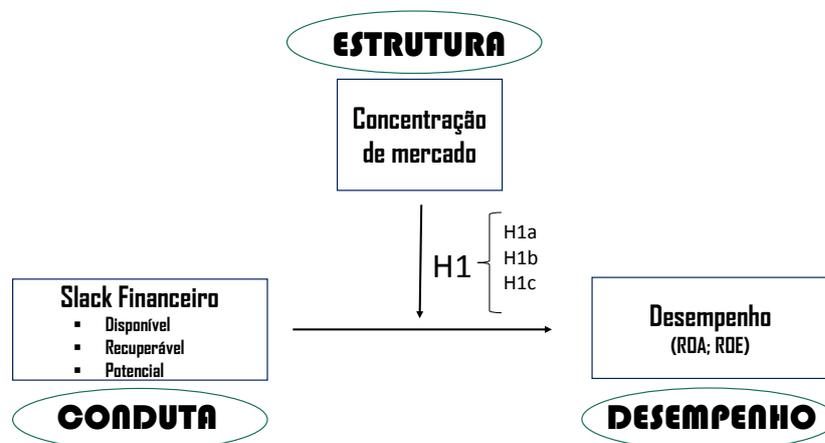


Figura 2 Desenho de pesquisa

Fonte: Dados da Pesquisa

A Figura 2 representa a proposta da presente pesquisa, em que se propõe investigar o efeito moderador da concentração de mercado na relação entre *slacks* financeiros (disponível, recuperável e potencial) e o desempenho. Tudo isso inserido no paradigma teórico da ECD.

Dada a contextualização da proposta deste trabalho, as hipóteses (*H1a*, *H1b* e *H1c*) são apresentadas a seguir e referem-se ao desdobramento de *H1* para cada um dos *slacks*. Isso é necessário, pois cada um dos *slacks* tem uma relação diferente com o desempenho. Assim, espera-se que haja reações diferentes à moderação da concentração. Nesse sentido, Gruener e Raastad (2018) 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.

Conforme já explicitado anteriormente, o presente estudo se utiliza das medidas mais comumente encontradas nos estudos sobre *slacks* financeiros e desempenho. Em relação ao *slack* disponível, utiliza-se, seguindo os estudos de Sigh (1986), Cheng e Kesner (1997), Árgiles-Bosch *et al.* (2016), Wiengarten *et al.* (2017), Heinzen *et al.* (2016), Pletsh *et al.* (2018) e Gruener e Raastad (2018), uma medida de liquidez. Já para o *slack* recuperável, utiliza-se de uma medida da razão entre as despesas gerais, administrativas e de vendas e a receita, da mesma forma que foi utilizado nos estudos de Bourgeois III e Singh (1983), Singh (1986), Cheng e Kesner (1997), Love e Nohria (2005), Wefald *et al.* (2010), Beuren e Dallabona (2015), Árgiles-Bosch *et al.* (2016), Wiengarten *et al.* (2017), Pletsh *et al.* (2018) e Gruener e Raastad (2018). Por fim, em relação ao *slack* potencial, utiliza-se um indicador de endividamento, na mesma linha de pensamento de Bourgeois III e Singh (1983), Wiengarten *et al.* (2017) e Pletsh



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

et al. (2018). Ressalta-se que essas medidas são formalmente apresentadas na metodologia do presente estudo.

Com base nas definições das *proxies* para os *slacks* financeiros e de acordo com os estudos que utilizaram essas mesmas métricas para analisar a relação entre os *slacks* e o desempenho, espera-se para o *slack* disponível, que quanto maior a liquidez, maior o desempenho, pois essa folga poderá ser utilizada para aproveitar oportunidades futuras não esperadas. Para o *slack* recuperável espera-se uma relação negativa com o desempenho, pois o indicador mede a relação entre despesas e receita. Já para o *slack* potencial também é esperada uma relação negativa com o desempenho, sustentado pela ideia de que o endividamento tenha um efeito negativo de alavancagem por conta das altas taxas de juros no Brasil.

Seguindo, então, a hipótese central de que a alta concentração reduz e a baixa concentração amplia os efeitos dos *slacks* financeiros, espera-se para o *slack* disponível que a alta concentração reduza o impacto positivo que esse *slack* poderia ter. Já para os *slacks* recuperável e potencial espera-se para que a alta concentração reduza o impacto negativo que esses *slacks* poderiam ter. Desse modo, tem-se as seguintes hipóteses para o presente estudo:

H1a: Quanto maior/menor a concentração de mercado, menor/maior será o impacto positivo do *slack* disponível no desempenho.

H1b: Quanto maior/menor a concentração de mercado, menor/maior será o impacto negativo do *slack* recuperável no desempenho.

H1c: Quanto maior/menor a concentração de mercado, menor/maior será o impacto negativo do *slack* potencial no desempenho.

3 METODOLOGIA

O estudo foi feito a partir de dados anuais extraídos da base Com Dinheiro de empresas listadas na B3, concernentes a um intervalo de 10 anos (2010 – 2019).

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 do 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.

Após essas eliminações a população alvo ficou com 930 observações. Foi necessário, então, eliminar empresas com PL negativo (por conta do uso do PL como denominador em dois indicadores utilizados nas análises), assim como empresas com receita líquida e despesas administrativas negativas (por conta do cálculo do *slack* disponível).

Com isso o número total de observações foi para 740 observações com 74 empresas, formando-se um painel balanceado. Dessas 74 empresas, seis eram do setor alimentício, 11 do setor de comércio, 17 de construção e imobiliário, 23 do setor 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), 10 do setor de tecidos, vestuário e calçados e sete de transporte e logística.

Para análise do desempenho (variável dependente no modelo de análise) foram utilizadas com *proxies* o Retorno sobre o Ativo (ROA) e o Retorno sobre o PL (ROE). A forma de mensuração do ROA seguiu o indicado por Chen *et al.* (2013) e Argilés-Bosch *et al.* (2016).



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Já para o ROE, utilizou-se as indicações dos estudos de Singh (1986), Bromiley (1991) e Argilés-Bosch *et al.* (2016).

$$ROA = \frac{Ebit}{Ativo\ total} \qquad ROE = \frac{LL}{PL}$$

Como há maneiras distintas de se medir os *slacks* financeiros, neste trabalho foi definida uma medida para cada tipo de *slack* (disponível, recuperável e potencial).

Como dito anteriormente, a escolha das *proxies* se baseia em estudos anteriores, que já detectaram possíveis associações entre os *slacks* financeiros e o desempenho. Para todos os *slacks* foram utilizadas as *proxies* mais comumente utilizadas em estudos nacionais e internacionais. Assim, seguindo as orientações de 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:

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

O *slack* disponível é 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. Nesse sentido, Cheng e Kesner (1997) já haviam definido este *slack* como vindo de uma medida de liquidez. No caso do presente estudo, a liquidez corrente.

Segundo Bourgeois III e Singh (1983), Singh (1986), Cheng e Kesner (1997), Love e Nohria (2005), Wefald *et al.* (2010), Beuren e Dallabona (2015), Argilés-Bosch *et al.* (2016), Wiengarten *et al.* (2017), Pletsh *et al.* (2018) e Gruener e Raastad (2018) o *slack* recuperável pode ser calculado da seguinte maneira:

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

Pela sua definição, este *slack* representa as despesas operacionais que precisarão ser recuperadas. Este *slack* se configura por recursos que foram atribuídos a determinadas atividades (neste caso, os recursos foram utilizados em forma de despesas excessivas), mas que no longo prazo, vão ser recuperados (na forma da conversão em lucros) ao seu *status* original (Chiu & Liaw, 2009).

Para o *slack* potencial, utilizou-se a mesma medida utilizada nos estudos de Bromiley (1991), Wiengarten *et al.* (2017) e Pletsch *et al.* (2018). 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 indicador capta melhor a capacidade da organização de gerar recursos extras e de aumentar suas dívidas. Assim, o *slack* potencial foi medido da seguinte maneira:

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

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 gera a capacidade de cumprir com obrigações imediatas, utilizando os recursos líquidos. O *slack* recuperável se refere à estrutura de custos que a empresa mantém. O *slack* potencial é a situação de endividamento da empresa, ou seja, recursos a mais que a empresa adquire para cumprir obrigações no longo prazo. Assim, 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).

A Tabela 1 traz um resumo das variáveis de *slack* financeiro que foram utilizadas neste estudo, assim como os autores que já as empregaram. O sinal esperado indica a direção da relação do *slack* com o desempenho.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Tabela 1 Resumo das variáveis de *slack* e o sinal esperado na relação com o desempenho

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

Fonte: Dados da pesquisa

Como no ambiente brasileiro tem-se altas taxas de juros, espera-se que a alavancagem financeira tenha um efeito negativo no desempenho. O mesmo se espera em relação a uma estrutura de custos muito cara. Por fim, espera-se que a folga de liquidez seja capaz de potencializar o aproveitamento de oportunidades futuras, gerando um sinal positivo na relação com o desempenho.

Para medir a concentração, optou-se pelos índices de Herfindahl-Hirschman (HHI) e CR4. O índice Herfindahl-Hirschman (HHI) é a medida mais comumente utilizada para se captar o nível de concentração. O cálculo do HHI envolve a soma do quadrado da participação de mercado de cada empresa do setor. Ele leva em conta as diferenças de tamanho dos participantes do mercado e sua pontuação pode variar de 0 (concorrência perfeita) a 10.000 (monopólio perfeito).

De maneira geral, pode-se assumir que se um mercado não é concentrado se seu HHI é abaixo de 1500; se o mercado é moderadamente concentrado, seu HHI está entre 1500 e 2500; e por fim, se o mercado é altamente concentrado, seu HHI está acima de 2500, (Sung, 2014; Corfe & Gicherva, 2017; Cavalleri *et al.*, 2019; Buthelezi *et al.*, 2019).

Já o CR4 é o índice de concentração ou a razão de concentração das quatro maiores empresas de um setor. Ele é estabelecido como a porcentagem da produção do setor vendida pelas quatro maiores empresas (Cavalleri *et al.*, 2019). Tanto o CR₄ quanto o HHI possuem o mesmo objetivo de mostrar o quanto o setor é competitivo ou concentrado (Corfe & Gicherva, 2017; Cavalleri *et al.*, 2019).

Para os modelos de análises, com as interações entre *slack* e concentração, foram realizadas regressões lineares com dados em painel para efeitos fixos – assim como Ágiles-Bosh *et al.* (2016) – aplicando controles individuais com *dummies* temporais de concentração e sem *dummies* temporais de concentração. A princípio os modelos de regressão utilizados eram formados pelas variáveis dependentes (ROA para um modelo e ROE para o outro) e pelas variáveis independentes (as variáveis dos *slacks* disponível, recuperável e potencial e as variáveis com a interação de cada *slack* com a concentração). Para cada modelo de análise, a concentração foi medida alternadamente pelo valor calculado do HHI e do CR4.

No entanto, os primeiros resultados para as correlações de Pearson, bem como para as regressões, apresentaram problemas de alta colinearidade entre as variáveis dos *slacks* e as variáveis interagidas com a concentração, não sendo possível captar a real relação entre as variáveis independentes e dependentes dos modelos. Para corrigir tal problema foram criadas *dummies* com base nas médias dos valores dos índices HHI e CR4 por setor, de acordo com o Tabela 2.

Assim, os setores com alta concentração são Alimentício e Transporte e Logística (são os únicos com CS = 1), enquanto Construção e Imobiliário (único com CI = 1) é o setor de



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

baixa concentração na amostra analisada. Ressalta-se que os setores mais e menos concentrados são identificados da mesma maneira usando HHI e CR4.

Portanto, foram utilizadas *dummies* de alta (CS) e baixa (CI) concentração ao invés dos valores dos indicadores de concentração para interagi-las com os *slacks*. Essas *dummies* foram criadas com base nas faixas de baixa, média e alta concentração sugeridas em diversos estudos tais como Sung (2014), Corfe e Gicherva (2017), Cavalleri *et al.* (2019) e Buthelezi *et al.* (2019), onde HHI abaixo de 1500 representa baixa concentração, entre 1500 e 2500 moderada concentração e acima de 2500 alta concentração.

Tabela 2 Criação de *dummies* para a concentração

Setores	HHI	CR4	Ordem HHI	Ordem CR4	CS	CI	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	1584,4	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

Obs.: valor 1 em CS e 0 em CI mostra os setores com alta concentração; valor 0 em CS e 1 em CI mostra os setores com baixa concentração; valor 0 em CS e CI mostra os setores com moderada concentração.

Fonte: Dados da pesquisa

Logo, a regressão principal utilizada foi:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 SlackFDisp + \beta_2 SlackFRec + \beta_3 SlackFPot + \beta_4 SlackFDisp \times CI + \beta_5 SlackFRec \times CI + \beta_6 SlackFPot \times CI + \beta_7 SlackFDisp \times CS + \beta_8 SlackFRec \times CS + \beta_9 SlackFPot \times CS + \varepsilon$$

Além desse modelo, utilizando alternadamente ROE e ROA como variável dependente (Y), analisou-se ainda mais 4 modelos de robustez dos resultados. Dois utilizando apenas as *dummies* de alta concentração (um para o ROA e outro para o ROE) e dois apenas com as *dummies* de baixa concentração. Nesses modelos de análise de robustez, a amostra é dividida apenas em duas partes (alta e não alta concentração e depois baixa e não baixa concentração). Nesses casos, os setores com concentração mediana não são utilizados como referência. A ideia desses modelos é estressar o efeito moderador da concentração na relação entre os *slacks* financeiros e o desempenho.

É esperado que as variáveis dos três tipos de *slack* tenham coeficientes significativos, sendo β_1 positivo e β_2 e β_3 negativos. Os coeficientes das interações entre os *slacks* e a concentração mostram o efeito moderador foco do presente estudo. Se houver efeito moderador da concentração sobre a relação entre os *slacks* e o desempenho é esperado que os coeficientes das interações sejam significativos.

No caso do *Slack* Disponível, para não rejeitar a *H1a* do presente estudo, espera-se que sua interação com CS tenha coeficiente β_7 significativo e com sinal negativo e/ou sua interação com CI tenha coeficiente β_4 significativo e com sinal positivo. Ou seja, que a alta concentração reduza o impacto (sinal positivo de β_1) do *slack* disponível no desempenho e/ou a baixa concentração reforce esse impacto.

Já no caso dos *Slacks* Recuperável e Potencial, para não rejeitar a *H1b* e *H1c* do presente estudo, espera-se que para suas interações com CS tenham coeficientes β_8 e β_9 significativos e com sinais positivos e/ou suas interações com CI tenham coeficientes β_5 e β_6 significativos e com sinais negativos. Ou seja, que a alta concentração reduza os impactos (sinais negativos de β_2 e β_3) dos *slacks* recuperável e potencial no desempenho e/ou a baixa concentração reforce esses impactos.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

4 RESULTADOS

O primeiro passo foi a análise das estatísticas descritivas dos dados das variáveis originais. Na Tabela 3 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 o maior desvio padrão. Percebe-se, ainda, que ROE apresenta média negativa e grande variabilidade, enquanto ROA apresenta média positiva e uma menor variabilidade.

Ainda na análise inicial, a correlação de Pearson não apresentou valores altos para os coeficientes entre as variáveis independentes. A maioria das correlações foi inferior a 0,40 (positiva ou negativa), com exceção para três valores de 0,68, 0,69 e 0,83. Isso é um indício de que os problemas de colinearidade foram resolvidos com a adoção das *dummies* multiplicativas. Além disso, percebe-se que houve a predominância de relações significativas entre as variáveis independentes e o ROA e o ROE.

Tabela 3 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	1,451
SlackFDisp	740	2,3522	1,4414	2,038	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

Os resultados das regressões para os modelos 1 a 6 se encontram na Tabela 4. Como dito anteriormente foram três modelos para o ROA e três modelos para o ROE. Os dois modelos principais (um para cada variável dependente) incluíram simultaneamente as *dummies* de alta (CS) e baixa (CI) concentração, ficando os setores com concentração mediana como referências. Para analisar a robustez desses modelos principais, para cada variável dependente (ROA e ROE) analisou-se mais dois modelos. Em cada um foi utilizado apenas uma das *dummies* de concentração (em um apenas CS e no outro apenas CI). Assim, no modelo apenas com CS, todos os outros setores (concentração não alta) foram colocados como referência. Já no modelo apenas com CI, todos os outros setores (concentração não baixa) foram colocados como referência. A ideia dos testes de robustez era reforçar o efeito da alta e da baixa concentração na relação entre os *slacks* e o desempenho.

Percebe-se que em todos os modelos (vide Painel B) 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). Com isso, todos os resultados do Painel A foram obtidos com erros-padrão robustos à ausência de homoscedasticidade (correção de White). Já para o caso de ausência de normalidade, como em todos os modelos tem-se amostras relativamente grandes (740 observações), decidiu-se seguir as instruções de Brooks (2019) e relaxar esse pressuposto, tendo como base o Teorema do Limite Central. Além disso, em todos os modelos foram encontrados VIFs inferiores ao limite de 5 (vide Painel B). 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.

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 no Painel B pelos baixos p-valores para os testes de diferenciação dos interceptos (teste de Chow) e de Hausman.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Nesse sentido, para todos os modelos utilizou-se efeitos fixos para as observações (efeitos individuais) e para os casos necessários (vide testes das *dummies* temporais no Painel B) 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 (teste de Wald) 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 apenas para esse modelo não há necessidade de controle por efeitos fixos temporais.

Tabela 4 Resultado das regressões

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
PAINEL A						
Constante	0,1473***	0,1175***	0,1323***	0,6718***	0,8530***	0,9608***
SlackFDisp	2,29 e-3	8,54 e-3**	3,60 e-3	-0,0716	-0,0332	-0,0650
SlackFRec	-0,4981***	-0,2829*	-0,3191**	-1,6660*	-0,5232	-1,0748
SlackFPot	-5,56 e-4***	-5,60 e-4***	-5,47 e-4***	-0,1988***	-0,1979***	-0,1974***
SlackFDispCI	0,0109		9,75 e-3	0,1333*		0,1101*
SlackFRecCI	0,2258		0,0471	0,8207		0,3749
SlackFPotCI	-6,32 e-5		2,94 e-5	0,1193***		0,1129**
SlackFDispCS	1,92 e-3	-4,46 e-3		0,0638	0,0162	
SlackFRecCS	0,4098**	0,1933		1,4904*	0,379	
SlackFPotCS	4,34 e-3***	4,37 e-3***		0,1814***	0,1817***	
PAINEL B						
R ² LSDV	0,5679	0,5596	0,5573	0,8652	0,8655	0,8629
R ² por dentro	0,2905	0,2768	0,2730	0,8476	0,8479	0,8450
Teste F	9,00 e-15	1,60 e-13	2,46 e-9	1,79 e-13	2,07 e-10	1,21 e-11
Teste das <i>dummies</i> temporais	8,22 e-11	5,20 e-11	2,13 e-10	0,1017	1,77 e-4	0,0204
Homocedasticidade dos resíduos	< 0,01	< 0,01	< 0,01	< 0,01	< 0,01	< 0,01
Normalidade dos resíduos	3,61 e-126	4,67 e-133	3,00 e-129	< 0,01	< 0,01	< 0,01
Teste de Chow	6,25 e-34	3,38 e-50	4,89 e-31	5,21 e-9	6,33 e-9	4,96 e-11
Teste Breusch-Pagan	3,04 e-42	8,11 e-93	2,17 e-42	5,28 e-9	1,03 e-9	5,09 e-12
Teste de Hausman	3,91 e-9	0,0011	6,12 e-7	9,32 e-5	4,71 e-5	2,29 e-6
Maior VIF	4,372	3,863	4,128	4,372	3,863	4,128

Fonte: Dados de pesquisa.

Nota: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01. No painel B, os resultados dos testes representam os p-valores encontrados.

Modelo 1 (principal): ROA – Robusto para Heterocedasticidade – CS e CI – EF com *dummies* temporaisModelo 2 (robustez): ROA – Robusto para Heterocedasticidade – CS – EF com *dummies* temporaisModelo 3 (robustez): ROA – Robusto para Heterocedasticidade – CI – EF com *dummies* temporaisModelo 4 (principal): ROE – Robusto para Heterocedasticidade – CS e CI – EF sem *dummies* temporaisModelo 5 (robustez): ROE – Robusto para Heterocedasticidade – CS – EF com *dummies* temporaisModelo 6 (robustez): ROE – Robusto para Heterocedasticidade – CI – EF com *dummies* 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 R² observa-se que para os modelos com ROA em torno de 56% comportamento do desempenho é explicado pelo comportamento dos *slacks* e suas interações com a concentração. Para os modelos com ROE esse percentual de explicação foi em torno de 86%. Fazendo um comparativo, os estudos de George (2005), Beuren e Dallabona (2015), Tan e Peng (2003), Love e Nohria (2005), Bradley *et al.* (2011), Zhong (2011) e Argiles-Bosch *et al.* (2016) obtiveram valores de R² entre 23% e 61%. Por esses resultados, observa-se que em relação ao *slack*, a maioria dos estudos anteriores encontrou o valor do R² bem aquém dos valores



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

encontrados no presente estudo. Isso mostra a importância da inclusão da concentração nessa relação.

Depois destas análises gerais, passa-se a análise dos modelos principais (1 e 4). Em relação ao modelo 1, que utiliza ROA como variável dependente de desempenho e utiliza as duas *dummies* de concentração (faixa superior - CS e faixa inferior - CI), 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. Já em relação ao modelo 4, em que há apenas a mudança da variável dependente para o ROE, tem-se os mesmos resultados para os *slacks* recuperável (ou absorvido) e potencial (ou não recuperável), porém com significância apenas à 10% para o *slack* recuperável. 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*, conforme esperado (vide Tabela 1).

O *slack* recuperável é um indicador de despesas e difícil de se reimplantar, 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, mesmo considerando que no caso do ROA o desempenho está sendo mensurado antes da remuneração do capital de terceiros. No caso do ROE, isso quer dizer que 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 à moderação da concentração, percebe-se que as interações com o *slack* recuperável para as empresas dos setores mais concentrados apresentaram sinais positivos e significativos ao nível de 5% e 10% para os modelos com ROA (modelo 1) e com o ROE (modelo 4), respectivamente. 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 concorrência) gera um efeito neutralizador do excesso de despesas sobre o desempenho. Em outras palavras, 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.

Para a interação com o *slack* potencial observa-se que para as empresas dos setores mais concentrados foram encontrados sinais positivos e significativos ao nível de 1% no modelo com ROA (modelo 1). Ressalta-se que 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, confirmando uma das indicações dos achados de Sender (2004).

Ainda em relação à interação com o *slack* potencial, mas para o modelo com ROE (modelo 4), 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.

Esses resultados para o *slack* potencial também podem estar mostrando que em setores de alta concentração (baixa concorrência), os altos custos financeiros de uma estrutura mais alavancada possam ser mais facilmente absorvidos pelos consumidores. Mas também pode estar mostrando que empresas destes setores (mais concentrados) possuem mais facilidade de acesso a crédito (menores taxas de juros), possivelmente por conta das garantias que a baixa competição possa representar para os agentes financiadores, garantias tais quais a estabilidade na geração de receita. Isso é reforçado pelos resultados de Oliveira (2019), que destaca que em mercados concentrados e pouco competitivos, a ação coordenada entre as empresas dominantes



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

se converte em diminuição do risco operacional, lucros mais constantes e o proveito de se utilizarem de um endividamento maior.

Esses resultados para os *slacks* recuperável e potencial estão de acordo com o esperado. Em relação a esses resultados, Sung (2014) ressalta que a concentração de mercado faz, de um lado, que consumidores sejam prejudicados com os altos preços aplicados, mas de outro lado, que o desempenho destas empresas seja superior. Isso também é destacado por Hou e Robinson (2006) e Corfe e Gicheva (2017), pois segundo os autores dentro do paradigma ECD, em setores altamente concentrados, as barreiras de entrada, que restringem os novos entrantes e determina a estrutura de mercado, propiciam às empresas uma certa liberdade para lançar preços substancialmente acima do custo marginal, determinando, assim, um desempenho superior.

Em relação à interação da concentração com o *slack* disponível (ou não absorvido), apenas para o modelo com ROE (modelo 4) 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, conforme o esperado. Em setores muito concentrados, ou seja, com baixa concorrência, essa folga não consegue se traduzir em melhor desempenho.

Como dito anteriormente, para testar a robustez dos resultados anteriores, analisou-se as interações da concentração com os *slacks*, separando as *dummies*. Assim, os modelos 2 e 5 analisaram apenas CS e os modelos 3 e 6 apenas CI, tendo o ROA e o ROE como variável dependente, respectivamente.

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. 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, conforme o esperado. Já em relação ao efeito da concentração de mercado, observa-se apenas a significância na moderação da alta concentração (CS) 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 (*slack* potencial) no desempenho.

Já no que diz respeito 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. 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 no efeito negativo do *slack* potencial (ou não recuperável) no desempenho e no efeito redutor da alta concentração nos efeitos negativos da alavancagem (*slack* potencial) no desempenho. Além disso, reforça os achados da relação positiva da folga financeira de disponibilidade (liquidez) no desempenho de empresas de setores menos concentrados.

Percebe-se, então, que de maneira geral os resultados da análise de robustez confirmam os resultados anteriores referentes aos modelos principais (modelos 1 e 4).

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



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

empresas, ou seja, uma melhor estrutura de custos e de capital (menores custos e alavancagem) pode explicar um melhor desempenho tanto medido pelo ROA quanto pelo ROE. Assim, esses resultados se alinham com os achados de outros estudos, tais como 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 III e Singh (1983).

Além disso, em relação ao efeito moderador da concentração de mercado, percebe-se que existe uma tendência de que a alta concentração (ou baixa concorrência) possa amenizar (ou até mesmo eliminar) os efeitos negativos dos *slacks* recuperável e potencial. 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 menos concentrados (maior concorrência).

Para as interações testadas no *slack* recuperável percebe-se que em setores mais concentrados existe a redução do efeito negativo desse *slack* no desempenho. Isso quer dizer que a estrutura de custos se mostra menos relevante para o desempenho em setores com menos concorrência. Isso corrobora os achados de Hou e Robinson (2006) e de Sung (2014) no sentido 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. Esse tipo de comportamento mais arrojado ou menos preocupado com os impactos negativos dos *slacks* pode fazer com que empresas em cenários pouco concorrentes e bem concentrados estejam mais propensas e inclinadas a utilizarem *slacks* do que as empresas pertencentes a um cenário oposto (Silva, 2019).

Assim, pode-se, então, dizer que a *H1b* referente à moderação da concentração na relação entre o *slack* recuperável e o desempenho não foi rejeitada.

Em relação à moderação da concentração no *slack* potencial percebe-se que a ação negativa que este *slack* tem é reduzida ou até eliminada em setores com alta concentração. Em outras palavras, o *slack* potencial só se mostra como um diferencial para o desempenho em setores em que há baixa concorrência, ou seja, a estrutura de capital só funciona como diferencial para o desempenho onde há alta concentração. Comprovam-se, assim, os achados de Tan e Peng (2003) e Sender (2004) no que se refere à necessidade de se controlar por setor os efeitos desse *slack*.

Portanto, pode se dizer que *H1c* não foi rejeitada, pois para a alta concentração houve uma redução ou até mesmo eliminação dos efeitos negativos no desempenho esperados para o *slack* potencial.

Por fim, pelo menos em relação ao ROE (e confirmado no teste de robustez), 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 apenas em ambientes de alta concorrência a disponibilidade de recursos para aproveitar oportunidades possa trazer vantagem competitiva para as empresas que têm essa folga financeira. Tendo em vista que este tipo de *slack* visa medir a liquidez, o aumento desta liquidez apresenta um efeito positivo para as empresas que precisam buscar uma fatia maior do mercado. Ou seja, apenas na presença da baixa concentração é que o *slack* disponível se traduz em desempenho superior para as empresas com maior liquidez. Em outras palavras, o *slack* disponível como instrumento de conduta empresarial é, então, relevante para explicar o desempenho de empresas em setores de baixa concentração.

Logo, pode-se dizer que *H1a* não foi rejeitada, pois é esperado que as empresas que atuam em mercados menos concentrados (ou de maior concorrência) tenham uma relação mais positiva entre o *slack* disponível e o desempenho.

Conforme observado, as empresas em mercados mais concentrados têm menores impactos negativos dos *slacks* recuperável e potencial, do que as empresas em setores menos concentrados. Isso quer dizer que em ambiente de menor concorrência, o impacto no



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

desempenho pelo uso indevido dessa conduta gerencial (uso dos *slacks* recuperável e potencial) é minimizado e até mesmo neutralizado pela estrutura do mercado (concentração). Por outro lado, as empresas em mercados menos concentrados têm maiores impactos positivos do *slack* disponível, do que empresas em setores mais concentrados. Isso quer dizer que em ambiente de maior concorrência o impacto no desempenho pelo uso dessa conduta gerencial (uso do *slack* disponível) é ampliado pela estrutura do mercado. Em suma, tem-se que altas concentrações de mercado enfraquecem o efeito dos *slacks* no desempenho (reduzem os impactos negativos dos *slacks* recuperável e potencial), enquanto baixas concentrações de mercado reforçam esses efeitos (ampliação do impacto positivo do *slack* disponível). Nesse aspecto, tem-se, então, a não rejeição de *H1*.

5 CONCLUSÃO

Esta pesquisa teve como objetivo analisar o efeito moderador da concentração de mercado na relação entre cada um dos *slacks* financeiros (disponível, potencial e recuperável) e o desempenho mensurado pelo ROA e pelo ROE.

A amostragem não probabilística foi feita com dados anuais disponíveis de empresas brasileiras listadas na B3. Sendo assim, os resultados desta pesquisa estão circunscritos à realidade da análise e ao número de empresas com ações na B3.

No modelo de análise, utilizou-se o ROA e o ROE (alternadamente) como variável dependente (desempenho). Como variáveis independentes foram utilizadas as medidas de cada *slack* financeiro, além da interação dessas medidas com as *dummies* de concentração (alta concentração – CS e baixa concentração – CI). Foram os coeficientes dessas interações que revelaram o efeito moderador da concentração na relação entre cada *slack* e o desempenho.

De maneira geral, apenas os *slacks* recuperável e potencial apresentaram relação com o desempenho, ambos com sinais negativos, conforme esperado. Em vista do efeito moderador da concentração de mercado, pôde-se observar que, de maneira geral, a alta concentração reduziu os efeitos negativos dos *slacks* recuperável e potencial no desempenho, enquanto a baixa concentração aumentou o efeito positivo do *slack* disponível no desempenho. Com isso, tem-se a não rejeição de todas as hipóteses formuladas no presente estudo: *H1*, *H1a*, *H1b* e *H1c*.

O *slack* disponível como instrumento de conduta empresarial é relevante para explicar o desempenho de empresas em setores de baixa concentração, pois em um ambiente de maior concorrência o impacto no desempenho pelo uso dessa conduta gerencial (uso do *slack* disponível) é ampliado pela estrutura do mercado.

Com relação ao *slack* recuperável esses resultados corroboram os achados de Hou e Robinson (2006) e de Sung (2014) no sentido de que o poder de mercado que as empresas têm nos setores concentrados possibilita que as mesmas se preocupem menos com suas estruturas de custos, pois têm facilidade de repassar suas ineficiências aos clientes.

Especificamente em relação ao *slack* potencial, percebe-se que os resultados apontam até para uma reversão dos efeitos negativos num ambiente de alta concentração, fazendo com que mesmo em uma realidade de altas taxas de juros (como é o caso brasileiro), uma estrutura de capital alavancada possa se mostrar como um diferencial positivo para o desempenho em setores em que há baixa concorrência.

Isso quer dizer que, no caso dos *slacks* recuperável e potencial, em um ambiente de menor concorrência o impacto no desempenho pelo uso indevido dessas condutas gerenciais é minimizado e até mesmo neutralizado pela estrutura do mercado (concentração).

Tem-se, então, que os resultados revelam que altas concentrações de mercado enfraquecem o efeito dos *slacks* no desempenho, enquanto baixas concentrações de mercado reforçam esses efeitos. Ou seja, quanto menor a concentração de mercado, maior o impacto positivo do *slack* disponível no desempenho e quanto maior a concentração de mercado, menor



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

o impacto negativo dos *slacks* recuperável e potencial no desempenho. Assim, conclui-se com este trabalho que a concentração de mercado pode atuar como fator moderador da relação entre *slack* financeiro e desempenho.

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 verificado (efeito moderador pela concentração).

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, para capturar melhor a definição dos sinais esperados e para viabilizar a comparação com estudos anteriores.

Para estudos posteriores é 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, assim, um possível efeito mediador.

REFERÊNCIAS

- Argilés-Bosch, J. M., Garcia-Blandon, J., & Martinez-Blasco, M. (2016). The impact of absorbed and unabsorbed slack on firm profitability: Implications for resource redeployment. *Resource Redeployment and Corporate Strategy*, 35, 1-17.
- Bain, J. S. (1951). Relation of profit rate to industry concentration: American manufacturing, 1936–1940. *The Quarterly Journal of Economics*, 65(3), 293-324.
- Bain, J. S. (1968). *Industrial organization*. New York: Wiley.
- Beuren, I. M., & Dallabona, L. F. (2015). Relação da folga organizacional com medidas de desempenho de empresas brasileiras. *Revista Pretexto*, 31-49.
- Beuren, I. M., Starosky Filho, L., & Krespi, N. T. (2014). Folga organizacional versus desempenho financeiro. Um estudo nas empresas da BM & FBovespa. *Contaduría y Administración*, 59(2), 145-177.
- Bourgeois III, L. J. (1981). On the measurement of organizational slack. *Academy of Management Review*, 6(1), 29-39.
- Bourgeois III, L. J., & Singh, J. V. (1983). Organizational Slack and Political Behavior Among Top Management Teams. *Academy of Management Proceedings*, 43-47.
- Bradley, S. W., Shepherd, D. A., & Wiklund, J. (2011). The importance of slack for new organizations facing “tough” environments. *Journal of Management Studies*, 48, 1071–1097.
- Bromiley, P. (1991). Testing a causal model of corporate risk taking and performance. *Academy of Management journal*, 34(1), 37-59.
- Brooks, C. (2019). *Introductory econometrics for finance* (4a ed.). Cambridge: Cambridge University Press.
- Buthlezi, T., Mtani, T., & Mncube, L. (2019). The extent of market concentration in South Africa’s product markets. *Journal of Antitrust Enforcement*, 7(3), 352-364.
- Cavalleri, M. C., Eliet, A., McAdam, P., Petroulakis, F., Soares, A. C., & Vansteenkiste, I. (2019). Concentration, market power and dynamism in the euro area [Working Paper N°2253] *European Central Bank*, Frankfurt, HE.
- Chen, Y. M., Yang, D. H., & Lin, F. J. (2013). Does technological diversification matter to firm performance? The moderating role of organizational slack. *Journal of Business Research*, 66(10), 1970-1975.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

- Cheng, J. L., & Kesner, I. F. (1997). Organizational slack and response to environmental shifts: The impact of resource allocation patterns. *Journal of Management*, 23(1), 1-18.
- Chiu, Y. C., & Liaw, Y. C. (2009). Organizational slack: is more or less better?. *Journal of Organizational Change Management*, 22(3), 321-342.
- Corfe, S., & Gicheva, N. (2017). Concentration not competition: the state of UK consumer markets. *The Social Market Foundation*: Londres, UK.
- Daniel, F., Lohrke, F. T., Fornaciari, C. J., & Turner Jr, R. A. (2004). Slack resources and firm performance: a meta-analysis. *Journal of Business Research*, 57(6), 565-574.
- Facó, J. F. B. (2009). *Capacidade de inovação organizacional: uma análise aplicada à indústria de transformação paulista*. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®* (1^a ed.). São Paulo: GEN/LTC.
- Geiger, S. W., & Cashen, L. H. (2002). A multidimensional examination of slack and its impact on innovation. *Journal of Managerial Issues*, 14(1), 68-84.
- George, G. (2005). Slack resources and the performance of privately held firms. *Academy of Management Journal*, 48(4), 661-676.
- Godoy-Bejarano, J. M., Ruiz-Pava, G. A., & Téllez-Falla, D. F. (2020). Environmental complexity, slack, and firm performance. *Journal of Economics and Business*.
- Greenley, G. E., & Oktemgil, M. (1998). A comparison of slack resources in high and low performing British companies. *Journal of Management Studies*, 35(3), 377-398.
- Gruener, A., & Raastad, I. (2018). Financial Slack and Firm Performance During Economic Downturn. *GSL Journal of Business Management and Administrative Affairs*, 1(1), 1-7.
- Guo, F., Zou, B., Zhang, X., Bo, Q., & Li, K. (2020). Financial slack and firm performance of SMMEs in China: Moderating effects of government subsidies and market-supporting institutions. *International Journal of Production Economics*, 223, 107530.
- Heinzen, C., Sell, F. F., & Silva, T. P. (2016). Influência da folga financeira no retorno por ações em empresas brasileiras e chilenas. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, (9), 39-54.
- Hou, K., & Robinson, D. T. (2006). Industry concentration and average stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1927-1956.
- Kristanti, F. T., Isywardhana, D., & Rahayu, S. (2019). Market concentration, diversification, and financial distress in the Indonesian banking system. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 23(4), 514-524.
- Lourenço, W.S., Louzada, L. C., & Novaes, P. V. G. (2020). 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*, 19(1), 14-38.
- Geoffrey Love, E., & Nohria, N. (2005). Reducing slack: The performance consequences of downsizing by large industrial firms, 1977-93. *Strategic Management Journal*, 26(12), 1087-1108.
- Machado, E. A., de Almeida, L. B., Garcias, P. M., & Bacarji, A. G. (2010). 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*, 7(1), 118-140.
- Mason, E. S. (1939). Price and production policies of large-scale enterprise. *The American Economic Review*, 29(1), 61-74.
- Mendoza, J. A. M., Yelpe, S. M. S., Ramos, C. L. V., & Fuentealba, C. D. (2020). Are the effects of market concentration and income diversification on banking performance



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

- persistent?. *Ecos de Economía: A Latin American Journal of Applied Economics*, 24(50), 25-44.
- Moses, O. D. (1992). Organizational slack and risk-taking behaviour: tests of product pricing strategy. *Journal of Organizational Change Management*, 5(3), 38-54.
- Nohria, N., & Gulati, R. (1996). Is slack good or bad for innovation?. *Academy of Management Journal*, 39(5), 1245-1264.
- Nohria, N., & Gulati, R. (1997). What is the optimum amount of organizational slack?: A study of the relationship between slack and innovation in multinational firms. *European Management Journal*, 15(6), 603-611.
- Oliveira, J. G. (2019). *Estrutura de capital e competitividade de mercado*. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, Minas Gerais, Brasil.
- Paeleman, I., & Vanacker, T. (2015). Less is more, or not? On the interplay between bundles of slack resources, firm performance and firm survival. *Journal of Management Studies*, 52(6), 819-848.
- Pamplona, E., Silva, T. P., & Nakamura, W. T. (2019). Influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas industriais brasileiras e mexicanas. *Estudios Gerenciales*, 35(153), 399-415.
- Pletsch, C. S., Boff, M. L., & Lavarda, C. E. F. (2018, Novembro). Folga Organizacional e a Tipologia Estratégica de Miles e Snow em Empresas Listadas no Índice Brasil 100 (IBRX 100) da BM&FBovespa. *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*, Vitória, ES, Brasil, 25.
- Santana, A. C. D. (2007). Índice de desempenho competitivo das empresas de polpa de frutas do Estado do Pará. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, 45(3), 749-775.
- Sender, G. (2004). *O papel da folga organizacional nas empresas: um estudo em bancos brasileiros*. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil.
- Sharfman, M. P., Wolf, G., Chase, R. B., & Tansik, D. A. (1988). Antecedents of organizational slack. *Academy of Management Review*, 13(4), 601-614.
- Sharma, S. (2000). Managerial interpretations and organizational context as predictors of corporate choice of environmental strategy. *Academy of Management Journal*, 43(4), 681-697.
- Silva, A. C. (2019). *Da crise à oportunidade: o papel contingente da folga organizacional*. Dissertação de Mestrado. Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Cascavel, Paraná.
- Singh, J. V. (1986). Performance, slack, and risk taking in organizational decision making. *Academy of Management Journal*, 29(3), 562-585.
- Sung, N. (2014). Market concentration and competition in OECD mobile telecommunications markets. *Applied Economics*, 46(25), 3037-3048.
- Tan, J., & Peng, M. W. (2003). Organizational slack and firm performance during economic transitions: Two studies from an emerging economy. *Strategic Management Journal*, 24(13), 1249-1263.
- Wefald, A. J., Katz, J. P., Downey, R. G., & Rust, K. G. (2010). Organizational slack, firm performance, and the role of industry. *Journal of Managerial Issues*, 70-87.
- Wiengarten, F., Fan, D., Lo, C. K., & Pagell, M. (2017). The differing impacts of operational and financial slack on occupational safety in varying market conditions. *Journal of Operations Management*, 52, 30-45.
- Zhong, H. (2011). The Relationship between Slack Resources and Performance: an empirical study from China. *International Journal of Modern Education and Computer Science*, 3(1), 1-8.