

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

THE MODERATING EFFECT OF MARKET CONCENTRATION ON THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL SLACK AND FIRM PERFORMANCE

Nayna Nali Teixeira¹, Marcelo Alvaro da Silva Macedo²

Resumo: A estrutura do mercado determina a conduta ou o comportamento das firmas, que juntas, determinam o seu desempenho em um determinado mercado. Assim, estudos sobre a relação *slack* e desempenho deveriam considerar o efeito moderador da estrutura de mercado (concentração) na relação entre a conduta das empresas (*slack* financeiro) e o desempenho. Neste contexto, esta pesquisa tem como propósito analisar o efeito moderador da concentração de mercado na relação entre *slack* financeiro e desempenho. Foram extraídos dados anuais de 74 empresas listadas na B3 entre 2010-2019, com 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, tendo como variáveis dependentes o desempenho mensurado pelo ROA ou pelo ROE e como variáveis independentes as variáveis de *slack financeiro* e suas interações com a concentração de mercado. Confirmando as hipóteses, os resultados revelam que 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. Assim, o presente estudo contribui para o entendimento de que o impacto do *slack financeiro* sobre o desempenho da firma é dependente do nível de concentração de mercado.

Palavras-chave: Concentração, *Slack* Financeiro, Efeito Moderador, Desempenho.

Abstract: The market structure determines the conduct or behavior of firms, which together determine their performance in a given market. Thus, studies on the relationship between slack and performance should consider the moderating effect of market structure (concentration) on the relationship between firm' conduct (financial slack) and performance. In this context, the paper aims to analyze the moderating effect of market concentration on the relationship between financial slack and firm performance. Annual data were extracted from 74 companies listed on B3 between 2010-2019, with 740 observations from six sectors of activity. Six multiple regressions were performed with panel data for fixed effects, applying individual and temporal controls, with performance measured by ROA or ROE as dependent variables and financial slack variables and their interactions with market concentration as independent variables. Confirming the hypotheses, the results reveal that the lower the market concentration, the greater the positive impact of the available slack on performance and the greater the concentration, the lower the negative impact of recoverable and potential slacks on performance. Thus, the present study contributes to the understanding that the impact of financial slack on firm performance is dependent on the level of market concentration.

¹ Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFES – PPGCon/UFES, nayna_nt@hotmail.com, ORCID: 0000-0003-0662-5610. Autor para Correspondência.

² Doutor em Engenharia de Produção pela COPPE/UFRJ com Pós-Doutorado em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP, malvaro@facc.ufrj.br, ORCID: 0000-0003-2071-8661.

Key Words: Concentration, Financial Slack, Moderating Effect, Firm Performance.

1 INTRODUÇÃO

O presente estudo está sustentado pelo paradigma teórico da Estrutura-Condução-Desempenho (ECD), originada nos trabalhos de Mason (1939) e Bain (1951; 1968). Nessa abordagem teórica, a estrutura do mercado determina o comportamento ou conduta das firmas, e esta 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, ou seja, a alocação e utilização dos recursos extras da empresa para obtenção de desempenho. Porém, esses recursos são alocados e utilizados em conformidade com as características do mercado, tais como a concentração. Com a inclusão de algum aspecto da estrutura de mercado, a concentração. Essa é a proposta desse artigo, dar um passo além e analisar a inclusão da concentração (estrutura) como uma variável moderadora da relação entre o *slack* financeiro (conduta) e o 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). A 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; Nohria & Gulati, 1996).

O *slack* financeiro pode ser dividido em três tipos: disponível (é o recurso que está prontamente disponível e é o estado mais líquido de *slack* financeiro e tem relação com folgas de curto prazo relacionadas à liquidez), recuperável (é de longo prazo, tem relação com recursos já absorvidos pelo sistema de custos da empresa, dá flexibilidade para lidar com incertezas da demanda) e potencial (que tem relação com a capacidade de alavancagem financeira da empresa, gerar recursos extras a partir de empréstimos, financiamento, requer lidar com despesas com juros) (Bourgeois III & Singh, 1983; Wiengarten et al. 2017).

No lugar de focar apenas na 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. Segundo Sender (2004), 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 forma de suavizar possíveis problemas não previstos que a empresa venha a ter no futuro, e se esta passar por um período de necessidades não previstas de recursos, o *slack* poderá cobrir estas ocorrências. Assim, há um risco ao utilizar o *slack*. Pois, se ele 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 ele passará a representar um consumo de recursos sem contrapartida.

Já em referência à concentração de mercado, segundo Sung (2014) e Mendoza *et al.* (2020), de maneira geral, a concentração terá uma relação positiva com o desempenho quando tal estrutura

RIC- Revista de Informação Contábil -ISSN 1982-3967	v.16	e-022012	1-18	2022
---	------	----------	------	------

conceder às empresas a capacidade de aumentar o seu tamanho e consequentemente 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 *et al.* (2020), a utilização dos *slacks* financeiros depende 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, Social Science Research Network, Journal Storage (JSTOR), Springer Link, e Emerald, não foram encontradas pesquisas com a perspectiva do presente estudo. Portanto, 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, a partir da 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 analisar o efeito moderador da concentração de mercado na relação entre *slacks* financeiros (disponível-potencial-recuperável) e desempenho.

A relevância da contribuição deste estudo está no que Bradley *et al.* (2011), Wiengarten *et al.* (2017) 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 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 desta relação.

Assim, o presente estudo pode contribuir mostrando que o paradigma teórico da ECD pode estar agindo na relação entre *slack financeiro* (conduta) e desempenho, por meio da moderação da concentração de mercado (estrutura). Isso traz um melhor entendimento para o mercado de que não se pode esperar um mesmo tipo de impacto do *slack financeiro* sobre o desempenho, pois este impacto estaria condicionado à concentração de mercado onde a empresa atua.

2 REVISÃO DE LITERATURA E CONSTRUÇÃO DAS HIPÓTESES

Segundo Nohria e Gulati (1997), autores 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. 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.

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 (Tan e Peng, 2003).

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 que recursos em excesso proporcionam às empresas oportunidades de mercado quando há um

RIC- Revista de Informação Contábil -ISSN 1982-3967	v.16	e-022012	1-18	2022
---	------	----------	------	------

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. No trabalho de Beuren e Dallabona (2015), 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. Já Pamplona, Silva e Nakamura (2019) fizeram um estudo com 107 empresas brasileiras e 45 mexicanas e concluíram que o *slack* financeiro era positivamente relacionado ao desempenho econômico

De acordo com Sharfman, Wolf, Chase e Tansik (1988), para o eficiente gerenciamento dos recursos de folga são necessários 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 pesquisas futuras devam explorar quais condições ambientais (em que os *slacks* financeiros são utilizados pelas empresas) poderiam moderar a relação entre *slack* e desempenho.

Gruener e Raastad (2018) analisaram o *slack* em períodos de crise financeira e encontraram uma associação positiva entre altos níveis de *slack* recuperável e potencial e desempenho, e uma associação negativa entre baixos níveis destes *slacks* e desempenho. Já o *slack* disponível não foi significativo para o desempenho em períodos de crise. Os resultados da pesquisa alicerçaram que o *slack* financeiro é importante em condições de mercado difíceis, sendo 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 que no caso do *slack* potencial, a relação era mais forte 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. Já Wefald *et al.* (2010) 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.

A partir destes trabalhos, tem-se potenciais evidências de que os efeitos das características do setor (como a concentração) podem afetar diretamente a relação entre *slack* financeiro e desempenho.

No propósito de entender como a concentração explica o desempenho, é importante voltar-se para o paradigma teórico da Estrutura-Condução-Desempenho (ECD), 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, 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. Pode-se dizer, então, que é através da estrutura do mercado que o desempenho da empresa será definido (Buthelezi *et al*, 2019; Kristanti *et al*, 2019).

Nesse sentido, Corfe e Gicheva (2017) perceberam que a alta concentração 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). Lourenço *et al* (2020) analisaram o desempenho operacional e a composição de custo moderados pela concentração de mercado e concluíram que há este efeito moderador da concentração com o retorno sobre capital investido e com a alavancagem operacional em setores mais concentrados. Com isto, há a necessidade de se regular a estrutura de custos com a estrutura de mercado a fim de que as empresas se mantenham eficientes e competitivas.

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).

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 (Hou e Robinson, 2006). Observa-se, então, 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, com 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.

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.

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

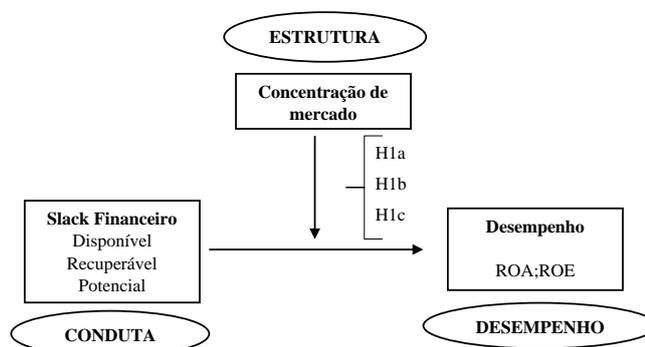
empresas, sejam mais úteis em condições de menor concentração. Assim, é possível propor a hipótese central do presente estudo:

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

A ideia da hipótese central do presente estudo está expressa na Figura 1 com o desenho de pesquisa proposto. Dada a contextualização da proposta deste trabalho, as hipóteses (*H1a*, *H1b* e *H1c*) para cada tipo de *slack* financeiro são apresentadas a seguir e referem-se ao desdobramento de *H1*.

Figura 1

Desenho de pesquisa



Fonte: Dados da Pesquisa

Nesse sentido, Gruener e Raastad (2018) sugerem que as análises dos *slacks* sejam separadas por tipos de *slack*, pois cada um dos *slacks* tem uma relação diferente com o desempenho. Além disso, é importante definir como cada *slack* financeiro é mensurado. Neste sentido, chama atenção, nos estudos sobre a relação entre os *slacks* financeiros e o desempenho, a diversidade de formas de mensuração dos *slacks*, mesmo considerando certa convergência de escolhas. Essa diversidade de indicadores é possivelmente uma das razões para resultados não convergentes nos estudos sobre a relação entre *slack* financeiro e desempenho.

Assim, espera-se que haja reações diferentes à moderação da concentração. Com base nas definições das *proxies* para os *slacks* financeiros, que estão explicitadas na metodologia, 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 o seguinte desdobramento da hipótese central (*H1*):

RIC- Revista de Informação Contábil -ISSN 1982-3967	v.16	e-022012	1-18	2022
---	------	----------	------	------

H1a: Quanto maior/menor a concentração de mercado, menor/maior será o impacto positivo do slack disponível (ou não absorvido) no desempenho.

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

H1c: Quanto maior/menor a concentração de mercado, menor/maior será o impacto negativo do slack potencial (ou não recuperável) no desempenho.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

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 foram primeiramente o número de observações disponíveis, excluindo-se, então, setores com poucas observações. Além disso, 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.

Foi necessário também 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 de 740 observações com 74 empresas, formando-se um painel balanceado. Dessas 74 empresas, 6 eram do setor alimentício, 11 do setor de comércio, 17 de construção e imobiliário, 23 do setor indústria (de 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 7 de transporte e logística.

Para análise do desempenho foram utilizadas com *proxies* o Retorno sobre o Ativo (ROA) e o Retorno sobre o PL (ROE). A forma de mensuração do ROA é a razão entre Ebit e o Ativo Total, conforme Chen *et al.* (2013) e Argilés-Bosch *et al.* (2016). Já para o ROE, utilizou-se a razão entre lucro líquido e patrimônio líquido, conforme Singh (1986), Bromiley (1991) e Argilés-Bosch *et al.* (2016).

Como há maneiras distintas de se medir os *slacks* financeiros, neste trabalho foi definida uma medida para cada tipo de *slack*. 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), e Gruener e Rastaad (2018), o *slack* disponível é a razão entre ativo circulante e passivo circulante, vindo de uma medida de liquidez. Ele representa, então, 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.

Segundo Bourgeois III e Singh (1983), Cheng e Kesner (1997), Wefald *et al.* (2010), Argilés-Bosch *et al.* (2016), Wiengarten *et al.* (2017) e Gruener e Raastad (2018) o *slack* recuperável pode ser calculado pela razão entre a soma das Despesas Gerais, Administrativas e de Vendas e o valor das Vendas. Este *slack* se configura por recursos que foram atribuídos a determinadas atividades (em forma de despesas excessivas), mas que no longo prazo, serão recuperados (na forma da conversão em lucros) ao seu *status* original (Chiu & Liaw, 2009).

RIC- Revista de Informação Contábil -ISSN 1982-3967	v.16	e-022012	1-18	2022
---	------	----------	------	------

Para o *slack* potencial, utilizou-se a mesma medida utilizada nos estudos de Bromiley (1991) e Wiengarten *et al.* (2017), a razão entre passivo total e patrimônio líquido (PL). Para os autores faz mais sentido, pois capta melhor a capacidade da organização de gerar recursos extras e de aumentar suas dívidas.

Em relação ao *slack* potencial, 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 ao *slack* recuperável, pois está relacionado a uma estrutura de custos muito cara. Por fim, em relação ao *slack* disponível, 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 Concentration Ratio 4 (CR4). O índice HHI é a medida mais comumente utilizada para se captar o nível de concentração, que é 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), (Sung, 2014; Corfe & Gicherva, 2017; Cavalleri *et al.*, 2019; Buthelezi *et al.*, 2019). Já o CR₄ é o índice de concentração das quatro maiores empresas de um setor. Ele é estabelecido como a porcentagem da produção do setor vendida pelas quatro maiores empresas (Corfe & Gicherva, 2017; Cavalleri *et al.*, 2019).

Para os modelos de análises foram realizadas regressões lineares com dados em painel para efeitos fixos – assim como Árgiles-Bosch *et al.* (2016) – aplicando controles individuais e temporais. Como o objetivo é mensurar o efeito moderador da concentração na relação entre *slack* financeiro e desempenho, foram adicionadas ao modelo que tinha as variáveis de desempenho (ROA ou ROE) como variáveis dependentes e as variáveis de *slack* financeiro (disponível, recuperável e potencial) como variáveis independentes, variáveis independentes de interação entre cada *slack* financeiro e as medidas de concentração.

Por conta de problemas de colinearidade entre as variáveis de *slack* financeiro e suas interações com as variáveis de concentração (HHI e CR4), decidiu-se pela criação de *dummies* com base nas médias dos valores dos índices HHI e CR4 por setor.

Portanto, foram utilizadas *dummies* de alta (CS) e baixa (CI) concentração para interagi-las com os *slacks* ao invés dos valores dos indicadores de concentração em si. Onde o valor 1 em CS e 0 em CI mostra os setores com alta concentração; e o 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. Assim, os setores com alta concentração são Alimentício (HHI = e CR4 =) e Transporte e Logística (HHI = e CR4 =), que são os únicos com CS = 1, enquanto Construção e Imobiliário (HHI = e CR4 =), que é o único com CI = 1, é o setor de baixa concentração na amostra analisada. 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.

Logo, a regressão principal utilizada foi:

$$ROA \text{ ou } ROE = \beta_0 + \beta_1 SlackFDisp + \beta_2 SlackFRec + \beta_3 SlackFPot + \beta_4 SlackFDisp \times CI + \beta_5 SlackFRec \times CI + \beta_6 SlackFPot \times CI + \beta_7 SlackFDisp \times CS + \beta_8 SlackFRec \times CS + \beta_9 SlackFPot \times CS + \varepsilon$$

No Apêndice 1 é apresentado um resumo com as variáveis utilizados no estudo, contendo as fórmulas e as principais referências que sustentam a utilização das mesmas.

RIC- Revista de Informação Contábil -ISSN 1982-3967	v.16	e-022012	1-18	2022
---	------	----------	------	------

Analisou-se ainda mais 4 modelos de robustez dos resultados para reforçar o efeito da alta e da baixa concentração na relação entre os *slacks* e o desempenho. 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 casos, os setores com concentração mediana não foram utilizados como referência. A ideia desses modelos foi 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. 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*, 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. Já no caso dos *Slacks* Recuperável e Potencial, para não rejeitar a *H1b* e *H1c*, espera-se que 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, (i) 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 e (ii) 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.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

O primeiro passo foi a análise das estatísticas descritivas dos dados das variáveis originais (Tabela 1).

Tabela 1

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	72,0279	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

Pode-se notar que 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, como a correlação de Pearson não apresentou valores altos para os coeficientes entre as variáveis independentes (inferior a 0,40 na maioria dos casos, com três valores em torno de 0,70), as *dummies* multiplicativas resolveram os problemas de colinearidade. Além disso, percebeu-se que houve a predominância de relações significativas entre as variáveis independentes e o ROA e o ROE.

Os resultados das regressões para os modelos 1 a 6 se encontram na Tabela 2. Em todos os modelos (vide Painel B) foram encontrados problemas de normalidade e heterocedasticidade

RIC- Revista de Informação Contábil -ISSN 1982-3967	v.16	e-022012	1-18	2022
---	------	----------	------	------

dos resíduos, pois todos os p-valores para ambos os testes foram menores do que o nível de significância de 1%. Com isso, todos os resultados do Painel A foram obtidos com erros-padrão robustos à ausência de homocedasticidade (correção de White). Para o caso de ausência de normalidade, 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 os fatores de inflação da variância (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, sem 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. 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.

Todos os modelos se mostraram significativos (p-valores de F menores que 1% - menor nível de significância utilizado na análise). Além disso, para os R^2 observa-se que para os modelos com ROA, em torno de 56% do 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), Bradley *et al.* (2011), Zhong (2011) e Argiles-Bosch *et al.* (2016) obtiveram valores de R^2 entre 23% e 61%. Por esses resultados, observa-se que em relação ao *slack*, a maioria dos estudos anteriores encontrou o valor do R^2 bem aquém dos valores encontrados no presente estudo. Isso mostra indícios da importância da inclusão da concentração nessa relação.

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* recuperáveis (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 e potencial, 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.

Tabela 2

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	$2,29 \times 10^{-3}$	$8,54 \times 10^{-3}$	$3,60 \times 10^{-3}$	-0,0716	-0,0332	-0,065
SlackFRec	-0,4981***	-0,2829*	-0,3191**	-1,6660*	-0,5232	-1,0748
SlackFPot	$-5,56 \times 10^{-4}$ ***	$-5,60 \times 10^{-4}$ ***	$-5,47 \times 10^{-4}$ ***	-0,1988***	-0,1979***	-0,1974***
SlackFDispCI	0,0109		$9,75 \times 10^{-3}$	0,1333*		0,1101*

SlackFRecCI	0,2258		0,0471	0,8207		0,3749
SlackFPotCI	-6,32 x 10 ⁻⁵		2,94 x 10 ⁻⁵	0,1193***		0,1129**
SlackFDispCS	1,92 x 10 ⁻³	-4,46 x 10 ⁻³		0,0638	0,0162	
SlackFRecCS	0,4098**	0,1933		1,4904*	0,379	
SlackFPotCS	4,34 x 10 ^{-3***}	4,37 x 10 ^{-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	0,273	0,8476	0,8479	0,845
Teste F	9,00 x 10 ⁻¹⁵	1,60 x 10 ⁻¹³	2,46 x 10 ⁻⁹	1,79 x 10 ⁻¹³	2,07 x 10 ⁻¹⁰	1,21 x 10 ⁻¹¹
Teste das dummies temporais	8,22 x 10 ⁻¹¹	5,20 x 10 ⁻¹¹	2,13 x 10 ⁻¹⁰	0,1017	1,77 x 10 ⁻⁴	0,0204
Homocedasticidade e dos resíduos	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01
Normalidade dos resíduos	3,61 x 10 ⁻¹²⁶	4,67 x 10 ⁻¹³³	3,00 x 10 ⁻¹²⁹	<0,01	<0,01	<0,01
Teste de Chow	6,25 x 10 ⁻³⁴	3,38 x 10 ⁻⁵⁰	4,89 x 10 ⁻³¹	5,21 x 10 ⁻⁹	6,33 x 10 ⁻⁹	4,96 x 10 ⁻¹¹
Teste Breusch-Pagan	3,04 x 10 ⁻⁴²	8,11 x 10 ⁻⁹³	2,17 x 10 ⁻⁴²	5,28 x 10 ⁻⁹	1,03 x 10 ⁻⁹	5,09 x 10 ⁻¹²
Teste de Hausman	3,91 x 10 ⁻⁹	0,0011	6,12 x 10 ⁻⁷	9,32 x 10 ⁻⁵	4,71 x 10 ⁻⁵	2,29 x 10 ⁻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 temporais.

Modelo 2 (robustez): ROA – Robusto para Heterocedasticidade – CS – EF com dummies temporais. Modelo

3 (robustez): ROA – Robusto para Heterocedasticidade – CI – EF com dummies temporais. Modelo 4

(principal): ROE – Robusto para Heterocedasticidade – CS e CI – EF sem dummies temporais. Modelo 5

(robustez): ROE – Robusto para Heterocedasticidade – CS – EF com dummies temporais. Modelo 6 (robustez):

ROE – Robusto para Heterocedasticidade – CI – EF com dummies temporais.

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, a alta concentração de mercado gera um efeito neutralizador do excesso de despesas sobre o desempenho. 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.

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).

Para o modelo com ROE (modelo 4), observa-se efeito positivo e significativo ao nível de 1%, tanto para empresas de setores com alta e 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 pode mostrar que em setores de alta concentração (baixa concorrência) os altos custos financeiros desta estrutura podem ser mais facilmente absorvidos pelos consumidores ou, ainda, que empresas destes setores 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 reforça os resultados de Oliveira (2019), que 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.

Esses resultados para os *slacks* recuperável e potencial estão de acordo com o esperado. 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 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.

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 e potencial 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, visto que diferente do que ocorreu no modelo 1 esse *slack* apresentou sinal positivo e significativo (pelo menos ao nível de 5%). 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 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 se mostrou significativo ao nível 1% e com sinal negativo. Nos dois modelos ocorre a perda de significância em relação ao *slack* recuperável. 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 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 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 (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), 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 possa amenizar (ou até 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 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* 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, ou seja, ele só é um diferencial para o desempenho nos setores em que há baixa concorrência, e 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. O aumento desta liquidez apresenta um efeito positivo para as empresas que precisam buscar uma fatia maior do mercado. O *slack* disponível atua como instrumento de conduta empresarial, sendo relevante para explicar o desempenho de empresas apenas na presença da baixa concentração. Logo, *H1a* não foi rejeitada, pois é esperado 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

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. Em suma, as 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 (amplia o impacto positivo do *slack* disponível). Tem-se, então, a não rejeição de *H1*.

5 CONCLUSÕES

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

O *slack* disponível 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 é ampliado pela estrutura do mercado. Com relação ao *slack* recuperável, o poder de mercado que as empresas têm nos setores concentrados as possibilita se preocuparem menos com suas estruturas de custos. Em relação ao *slack* potencial, os resultados apontam até para uma reversão dos efeitos negativos em um ambiente de alta concentração, fazendo com que uma estrutura de capital alavancada possa se mostrar como um diferencial positivo para o desempenho, mesmo em um ambiente de altas de taxas de juros como no Brasil. No caso dos *slacks* recuperável e potencial, em uma estrutura de mercado de menor concorrência (maior concentração), o impacto no desempenho pelo uso indevido dessas condutas gerenciais é minimizado e até mesmo neutralizado.

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 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). Ou seja, os resultados mostraram que o paradigma teórico da ECD está agindo na relação entre *slack financeiro* (conduta) e desempenho, por meio da moderação da concentração de mercado (estrutura). Isso traz um melhor entendimento para o mercado de que o Impacto do *slack financeiro* sobre o desempenho é condicionado pela concentração de mercado. Logo, a principal consequência do resultado é que os estudos sobre a relação entre *slack financeiro* e desempenho precisam considerar o ambiente competitivo no qual as empresas estão inseridas.

Pela baixa quantidade de empresas que compõem determinados setores das empresas listadas na B3, 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. Além disso também seria interessante testar o efeito 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. *J. 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. *J. of Bus. Res.*, 66(10), 1970-1975.
- 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.
- George, G. (2005). Slack resources and the performance of privately held firms. *Academy of Management Journal*, 48(4), 661-676.

RIC- Revista de Informação Contábil -ISSN 1982-3967	v.16	e-022012	1-18	2022
---	------	----------	------	------

- Godoy-Bejarano, J. M., Ruiz-Pava, G. A., & Téllez-Falla, D. F. (2020). Environmental complexity, slack, and firm performance. *Journal of Economics and Business*.
- 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 UFSM*, (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. *Rev. Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 19(1), 14-38.
- 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 persistent?. *Ecos de Economía: A Latin American J. of Applied Economics*, 24(50), 25-44.
- Nohria, N., & Gulati, R. (1996). Is slack good or bad for innovation? *Ac. Man. J.*, 39(5), 1245-64.
- 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.
- 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.
- Sender, G. (2004). *O papel da folga organizacional nas empresas: um estudo em bancos brasileiros*. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- Sharfman, M. P., Wolf, G., Chase, R. B., & Tansik, D. A. (1988). Antecedents of organizational slack. *Academy of Management Review*, 13(4), 601-614.
- 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. *Strat. Manag. J.*, 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., & Pagell, M. (2017). The differing impacts of operational and financial slack on occupational safety in varying market conditions. *J. Op. Man.*, 52, 30-45.
- Zhong, H. (2011). The Relationship between Slack Resources and Performance: an empirical study from China. *Int. Journal of Modern Education and Computer Science*, 3(1), 1-8.

RIC- Revista de Informação Contábil -ISSN 1982-3967	v.16	e-022012	1-18	2022
---	------	----------	------	------

Apêndice 1 Variáveis do Estudo

VARIÁVEIS	CÁLCULO	AUTORES
ROA	$Ebit / AT$	Chiu e Liaw (2009); Wefald <i>et al.</i> (2010); Chen <i>et al.</i> (2013); Beuren e Dallabona (2015); Argiles-Bosch <i>et al.</i> (2016)
ROE	LL / PL	Chiu e Liaw (2009); Wefald <i>et al.</i> (2010); Beuren e Dallabona (2015)
SlackFPot	$Passivo Total / PL$	Bromiley (1991); Cheng e Kesner (1997); Chiu e Liaw (2009); Wiengarten <i>et al.</i> (2017)
SlackFRec	$Despesas Gerais + Administrativas e de Vendas / Valor de Vendas$	Bourgeois III e Singh (1983); Bromiley (1991); Cheng e Kesner (1997); Wefald <i>et al.</i> (2010); Wiengarten <i>et al.</i> (2017)
SlackFDisp	$Ativo circulante / Passivo circulante$	Heinzen <i>et al.</i> (2016); Ágiles-Bosh <i>et al.</i> (2016); Gruener e Raastad (2018)
Concentração Superior - CS	$HHI < 1500$ representa baixa concentração (CS = 0); $1500 < HHI$, 2500 representa moderada concentração (CS = 0) e $HHI > 2500$ representa alta concentração (CS = 1)	Sung (2014); Corfe e Gicherva (2017); Cavalleri <i>et al.</i> (2019); Buthelezi <i>et al.</i> (2019)
Concentração Inferior - CI	$HHI < 1500$ representa baixa concentração (CI = 1); $1500 < HHI$, 2500 representa moderada concentração (CI = 0) e $HHI > 2500$ representa alta concentração (CI = 0)	Sung (2014); Corfe e Gicherva (2017); Cavalleri <i>et al.</i> (2019); Buthelezi <i>et al.</i> (2019)

Fonte: Dados de pesquisa.