



Folga Financeira e Desempenho de Mercado: Uma Análise em Empresas do Brasil e da Itália

Financial Slack and Market Performance: an Analysis of Brazilian and Italian Companies

Daniel Fernando Padilha¹, Alini Da Silva², Tarcísio Pedro Da Silva³,
Michele Gonçalves⁴

RESUMO

O estudo teve por objetivo verificar o efeito da folga financeira no desempenho de mercado de empresas do Brasil e da Itália, utilizando-se metodologia descritiva quanto ao objetivo, documental em relação aos procedimentos e quantitativa como abordagem do problema. A amostra compreendeu 47 empresas brasileiras e 29 empresas italianas, que apresentavam todas as informações necessárias para a consecução do estudo. O período de análise correspondeu aos anos de 2010 a 2013. Como técnicas estatísticas, utilizaram-se análise descritiva e dados em painel aplicados em 5 equações de regressões. Observou-se que a folga financeira tem maior impacto no desempenho de mercado das empresas italianas do que das empresas brasileiras. Constatou-se que o efeito positivo da folga financeira no cenário de empresas do Brasil colabora para o aumento do *market-to-book*, porém se observou, no cenário de empresas italianas, o efeito contrário. Assim, confirmou-se que o efeito da folga financeira sobre o desempenho de mercado depende do ambiente em que as empresas estão inseridas.

Palavras-chave: Folga financeira. Desempenho de mercado. Empresas Brasileiras. Empresas italianas.

ABSTRACT

The aim of the study was to verify the effect of financial freedom on the market performance of companies in Brazil and Italy, by using a descriptive methodology given the aim to document procedures as well as to address the problem from a quantitative approach. The sample comprised 47 Brazilian companies and 29 Italian companies, which presented all the necessary information to carry out the study. The period of analysis corresponded to the years 2010 to 2013. As statistical techniques, we used a descriptive analysis and panel data applied in 5 regression equations. It was observed that the financial slack has a greater impact on the market performance of Italian companies, than on Brazilian companies. It was noted that the positive effect of the financial slack in Brazil's business scenario contributed to the increase of the market-to-book, but on the Italian scenario the opposite effect was

¹ Mestrado em Ciências Contábeis pela Fundação Universidade Regional de Blumenau - FURB, Santa Catarina (Brasil). E-mail: danielpadilha06@hotmail.com

² Doutorado em andamento em Ciências Contábeis pela Fundação Universidade Regional de Blumenau - FURB, Santa Catarina (Brasil).

E-mail: alinicont@gmail.com

³ Doutorado em Ciências Contábeis pela Fundação Universidade Regional de Blumenau - FURB, Santa Catarina (Brasil). E-mail: tarcisio@furb.br

⁴ Mestrado em Ciências Contábeis pela Fundação Universidade Regional de Blumenau - FURB, Santa Catarina (Brasil).

E-mail: michele_goncalves36@yahoo.com.br

observed. Thus, it was deduced that the effect of financial freedom on market performance depends on the environment in which firms are inserted.

Keywords: *Financial slack. Market performance. Brazilian companies. Italian companies.*

1 INTRODUÇÃO

A folga organizacional é verificada como uma estratégia de proteção de longo prazo das empresas, em que se mantém a capacidade ociosa de recursos para a maximização do valor da empresa junto a acionistas e a credores. Caracteriza-se pela capacidade produtiva não utilizada da empresa, como estoques de produtos acabados, excesso de caixa, capacidade de endividamento não utilizada, entre outros (Campos & Nakamura, 2013), e se relaciona com a liquidez da empresa e com a capacidade de obtenção de recursos junto ao mercado financeiro ou de capitais (Campos, 2011).

A variabilidade da liquidez de empresas pode ser explicada pela incerteza do mercado e pela flexibilização da empresa. As organizações possuem receio de um mercado turbulento, com taxas elevadas e com reduções de rendimento, o que impacta em decisões para o aumento do nível de liquidez. Também, observa-se que as empresas elevam sua liquidez com o intuito de ter folga financeira para aproveitar oportunidades futuras, que, por ora, não foram previstas. A flexibilização de empresas permitida pela folga financeira mantém caixa para a realização de oportunidades futuras (Silva, 2013).

O elevado nível de liquidez em organizações pode sinalizar ao mercado e aos investidores a baixa capacidade de gerenciamento dos riscos e das incertezas do mercado, o que remete à percepção, para os agentes econômicos, de baixa qualidade das informações e da gestão da empresa. Desse modo, a flexibilização da liquidez ocasiona assimetria da informação entre a empresa e os agentes econômicos (Ross, 1977).

Entretanto, de acordo com Beuren, Starosky Filho e Krespi (2013), o excesso de liquidez, muitas vezes relacionado como algo prejudicial à empresa, auxilia no crescimento do desempenho pela utilização de recursos na consecução de objetivos futuros, como inovação e desenvolvimento de estratégias. Sharfmann, Wolf, Chase e Tansik (1988) verificaram que o propósito principal da folga é a renúncia de ganhos de curto prazo em favor de ganhos de longo prazo. Assim, a fim de maximizar o desempenho futuro, as empresas obtêm folga.

A folga organizacional, ao mesmo tempo que promove incentivos para oportunidades de inovação, é considerada uma forma de desperdício de recursos e gastos que diminui os resultados da empresa e de seu desempenho (Facó, 2009). De acordo com Lima (2008), não há consenso acerca da representação da folga organizacional para as empresas.

Dúvidas são verificadas quanto aos efeitos positivos e/ou negativos da folga financeira no desempenho da empresa (Facó, 2009), em que essa pode impactar no aumento do resultado (Beuren, Starosky Filho & Krespi, 2013), como também na sua diminuição (Ross, 1977).

Diante da falta de consenso a respeito das consequências da folga organizacional no desempenho de empresas, verifica-se a questão de pesquisa do presente estudo: qual o efeito da folga financeira no desempenho de mercado de empresas do Brasil e da Itália? Com o intuito de atender o problema proposto, objetiva-se verificar o efeito da folga financeira no desempenho de mercado de empresas do Brasil e da Itália.

O desempenho de mercado das empresas é observado essencialmente pelo valor de mercado que as organizações criam por meio da negociação de suas ações, a qual expressa

monetariamente a continuidade da empresa, a expectativa de reinvestimentos dos lucros e o crescimento (Assaf Neto, 2014).

Lima, Basso e Kimura (2009) avaliaram os impactos dos níveis organizacionais de folga perante o desempenho e o risco de empresas brasileiras, no período de 2001 a 2007. Beuren, Starosky Filho e Krespi (2013) identificaram a relação de diferentes formas de folga organizacional com o desempenho financeiro de empresas brasileiras, no período de 2006 a 2010. Os autores recomendaram a ampliação dos resultados, por meio de novos estudos, com a utilização de diferentes variáveis, amostras e períodos.

Pamplona, Silva e Nakamura (2016a) verificaram a influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras (260 empresas no total), no período de 1996 a 2014. Esses mesmos autores (2016b) analisaram a influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas industriais brasileiras e mexicanas (152 empresas no total), no período de 1996 a 2014.

Desse modo, o presente estudo contribui com os estudos anteriores (Lima, Basso & Kimura, 2009; Beuren, Starosky Filho & Krespi, 2013) por analisar um período pós-convergência das normas internacionais (anos de 2010 a 2013) e por analisar todas as empresas que possuíam as informações necessárias para o estudo, ou seja, todos os setores, e não somente uma amostra específica de determinado setor ou segmento, tal como realizaram Pamplona, Silva e Nakamura (2016a e 2016b), os quais analisaram somente empresas familiares e industriais, respectivamente.

Ainda, o atual estudo diferencia-se e contribui com os demais por analisar a influência da folga no desempenho de mercado, com variáveis de mercado, e não financeiro ou econômico, como analisaram Lima, Basso e Kimura (2009), Beuren, Starosky Filho e Krespi (2013), Pamplona, Silva e Nakamura (2016a e 2016b). Assim, o estudo contribui com evidências adicionais acerca da relação entre folga financeira e desempenho de mercado em específico com diferentes amostras, com o intuito de avançar o conhecimento da relação entre esses dois fenômenos, que ainda se encontra divergente em relação aos estudos anteriores.

De acordo com Pamplona, Silva e Nakamura (2016b), desde a década de 60 do século passado, há estudos que investigam a relação entre folga e diferentes desempenhos das empresas, que tanto pode facilitar como inibir o desempenho, não havendo, ainda, um consenso a esse respeito.

A utilização de amostra de empresas do Brasil e da Itália deve-se ao fato de que empresas brasileiras encontram-se em mercado inflacionado e não desenvolvido, ao passo que empresas italianas se encontram em mercado desenvolvido, porém em crise. Dessa forma, compara-se a influência da folga financeira no desempenho de empresas localizadas em diferentes mercados, a fim de verificar aspectos específicos de cada ambiente.

Contribui-se com evidências empíricas relacionadas ao efeito da folga financeira especificadamente no desempenho de mercado, para avaliar se a oneração de recursos financeiros de empresas contribui, ou não, para a criação de valor da empresa, o que impacta na tomada de decisão de agentes econômicos e na volatilidade das ações. Observa-se que é importante o conhecimento de fatores que impactam a rentabilidade das ações, uma vez que empresas de capital aberto possuem continuidade, principalmente, devido à presença de desempenho de mercado.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Apresentam-se, nesta seção, as principais referências acerca de folga financeira e desempenho de mercado que contribuem para o embasamento teórico da presente pesquisa.

2.1 Folga financeira

Estudos têm demonstrado a folga financeira como fator intrínseco às decisões gerenciais. Singh (1986) menciona que esse fator pode ser considerado moderador dos efeitos das capacidades e oportunidades nas decisões dos gestores de buscar novas alianças. Para Sharfman *et al.* (1988), a folga financeira pode ser distinta quanto ao critério gerencial utilizado para sua implantação.

No contexto de desenvolvimento de produtos, a folga financeira tem-se mostrado fundamental, pois é necessária a utilização de recursos para esse processo, já que, em se tratando de produtos de alta tecnologia, o processo pode ser longo, complexo e caro (Mishina, Pollock & Porac, 2004).

Sob outro prisma, a folga financeira serve para estabilizar as operações da empresa, de modo a absorver o excesso de recursos durante o período de crescimento e a permitir que as empresas mantenham suas aspirações e compromissos nos períodos de crises. Dessa forma, a folga pode absorver impactos de pressões para mudança na política e para iniciar mudanças na estratégia. Esse duplo papel exercido pela folga financeira a torna um mecanismo de influência no desempenho das empresas (George, 2005).

Contudo, Kim, Kim e Lee (2008) destacam que interesses internos podem resultar em diferentes preferências para a alocação de recursos de folga. Negativamente, exibindo a folga financeira como uma fonte de problemas de agência, esses pesquisadores argumentam que essa gera ineficiências, desencoraja os gerentes na tomada de decisões, por criar comodismo, e, conseqüentemente, tende a piorar o desempenho da organização. Positivamente, os autores destacam que a folga financeira fornece autonomia às empresas, que possuem recursos necessários para explorar novas soluções e oportunidades, ou seja, para experimentação em pesquisa e desenvolvimento que podem gerar resultados significativos no futuro.

No mesmo contexto, Bradley, Shepherd e Wiklund (2011) apresentam vieses positivos, ao afirmarem que a folga financeira possui várias funções-chave, entre as quais blindar a empresa de variações internas e externas, reduzir conflitos organizacionais por meio do fornecimento de recursos para uma ampla variedade de projetos e permitir que as empresas experimentem mudanças organizacionais e inovações, e, também, negativos, dado que a folga financeira tem sido associada, quando em níveis elevados, à ineficiência na gestão por meio de investimentos em projetos que não aumentam o valor do acionista, à falta de ambição e ao descasamento estratégico com o meio ambiente.

Diante desses conceitos, é possível levantar evidências quanto aos efeitos positivos ou negativos da folga financeira para o desempenho das empresas. Zhong (2011), por meio de seu estudo, concluiu que a pergunta certa a se fazer não é se a folga é uniformemente boa ou ruim para o desempenho, mas qual o intervalo de folga ideal para se obter o melhor desempenho.

Têm-se diversos estudos nesse sentido, como o de Graham e Harvey (2001), que realizaram um levantamento sobre custo, orçamento e estrutura de capital das empresas com 392 chefes financeiros (CFOs), por meio do qual constataram que as maiores organizações dependem das técnicas de valor presente e do modelo de precificação dos ativos, ao passo que as pequenas empresas têm a propensão de utilizar o critério de retorno. Um número considerável de empresas usa o risco da empresa ao invés da avaliação do risco do projeto de novos investimentos, já que se preocupam com a flexibilidade financeira na busca pelo endividamento e com a recente valorização do preço das ações quando emite seu capital próprio. Nesse contexto, foram encontradas poucas evidências de que os executivos demonstravam preocupação com substituição de ativos, assimetria da informação, custos de transação, fluxo de caixa ou imposto pessoal.

No estudo de Korajczyk e Levy (2003), foram encontradas novas evidências de como as condições macroeconômicas afetam a escolha da estrutura de capital. Foram utilizados modelos para estrutura de capital das empresas, em função das condições macroeconômicas e das variáveis específicas da empresa. A amostra foi dividida com base nas restrições financeiras, em que a a lavancagem se mostrou anticíclica para a amostra irrestrita e procíclica para a amostra restrita. As condições macroeconômicas foram importantes para a escolha da estrutura de capital das empresas irrestritas, que souberam coincidi-la com períodos de condições macroeconômicas favoráveis, o que não ocorreu com as empresas com restrições.

Daniel, Lohrke, Fornaciari e Turner (2004) realizaram uma pesquisa organizacional que demonstra várias relações entre a folga dos recursos das empresas e seu desempenho, cujos resultados têm se mostrado divergentes. Os autores realizaram uma meta-análise com uma amostra de 66 estudos, em que os resultados evidenciaram uma relação positiva entre os três tipos de folga (disponíveis, recuperáveis e potenciais) e o desempenho financeiro. Constatou-se, também, que os estudos que empregam medidas de folga defasadas não demonstraram uma relação forte entre estas e o desempenho.

A folga organizacional tem como variável as medidas tradicionais de endividamento. Nos estudos de Campos e Nakamura (2013), a folga financeira é colocada como variável de longo prazo numa perspectiva de endividamento relativo. A amostra foi composta por empresas norte-americanas de 65 setores diferentes no período de 1990 a 2009. Os resultados ressaltam que, com base nas variáveis tradicionais de estrutura de capital, a capacidade para se avaliar a folga financeira é fundamental. Logo, os resultados são robustos quando avaliados por endividamento contábil ou por valor de mercado.

Stan, Peng e Bruton (2014) argumentam que a folga organizacional é observada como crítica para o sucesso da empresa, em específico para o desempenho dessa. Entretanto, observa-se que nem sempre o impacto é positivo para o desempenho. A folga, quando utilizada para processos de inovação, tende a se associar com o desempenho positivo da empresa, mas, quando é utilizada para projetos de estimação, pode se associar negativamente com o desempenho. Desse modo, ao analisar a relação entre folga e desempenho social e econômico de empresas públicas, os autores constataram que a mudança institucional de algum fator da empresa interfere na relação entre folga e desempenho, principalmente no que se refere ao ciclo de vida.

Lecuona e Reitzig (2014) analisaram o excesso de folga que impacta o desempenho em empresas mexicanas e constataram que a folga de recursos diminui o desempenho das empresas. Parida e Örtqvist (2015) examinaram como a folga interfere no desempenho da empresa e, também, como as relações externas das empresas e a tecnologia se relacionaram com esses dois fenômenos, e os resultados apontaram que a folga financeira influencia o desempenho desde que haja relações externas da empresa e da tecnologia com a capacidade para responder aos objetivos da empresa.

Beuren e Dallabona (2015) observaram a influência da folga organizacional no desempenho de empresas brasileiras e constataram que a folga absorvida, mas não utilizada, aumentou o desempenho da empresa, ao passo que a folga potencial demonstrou influência para a diminuição do resultado. Chia e Hsu (2015) verificaram a relação entre folga e desempenho de empresas de Taiwan, em que verificaram que a folga diminui o desempenho. Também, Paeleman e Vanacker (2015) investigaram a relação entre folga e desempenho de empresas europeias e constataram que o excesso de recursos prejudicou o desempenho dessas empresas.

Namiki (2016) investigou a relação entre folga financeira e desempenho em empresas japonesas em momentos de crise, tendo constatado que a folga financeira não consegue “amortecer” a empresa durante as fases iniciais de crise e que, ao se diminuir a folga

financeira no início de crise, a tendência é a de associá-la com a melhora do desempenho em fases posteriores à crise.

De acordo com Vanacker, Collewaert e Zahra (2016), há um dilema acerca da relação entre excesso de recursos e desempenho da empresa. De maneira geral, esse excesso de recursos pode proteger a empresa de crises internas e externas e permitir buscar novas oportunidades para a empresa. Os autores observaram que o excesso de recursos em dinheiro contribui para o desempenho das empresas, principalmente daquelas localizadas em países com fracos direitos para os credores. Contudo, em se tratando de excesso de recursos humanos, observaram relação com a diminuição de desempenho das empresas, principalmente quando essas se localizam em países que adotam o regime de *code law*. Assim, a gestão dos recursos em excesso depende do tipo de recurso e do contexto nacional em que as empresas estão inseridas.

2.2 Desempenho de mercado

O desempenho empresarial incorpora aspectos financeiros, como lucratividade, crescimento de receita e valor de mercado (Brito, Brito, & Morganti, 2009; Venkatraman & Ramanujam, 1986).

Conforme Hendriksen e Van Breda (1999), a mensuração do desempenho de uma organização é verificada por valores monetários, que geralmente utilizam informações contábil-financeiras e/ou informações não monetárias, em função da preocupação em relação à atuação social das organizações (Oliveira, De Luca, Ponte, & Pontes Júnior, 2009).

Segundo Fischmann & Zilber, 1999, o ambiente de competição entre as empresas obriga os gestores a criar ou a adotar ferramentas e estratégias como forma de garantir um elevado desempenho da organização, o que lhes possibilita o alcance dos resultados almejados. Dumontier e Raffournier (2002) afirmam que a tomada de decisões dos gestores que produz impactos em curto prazo tem relação direta com o desempenho da empresa e, consequentemente, com o volume e o valor das transações de suas ações.

Para que os gestores tenham suporte em suas decisões, Young e O'Byrne (2003) descrevem métricas e indicadores de desempenho que os ajudam a atingir objetivos organizacionais e a aumentar o valor da empresa e, por consequência, a riqueza dos acionistas. A avaliação de desempenho tem finalidade gerencial, verificada com base em informações emitidas em relatórios e em demonstrações contábeis (Gasparetto, 2004).

Wernke e Lembeck (2004) enfatizam que a avaliação do desempenho de mercado, auxiliam os gestores na tomada de decisão para visar a lucratividade a fim de as empresas se diferenciarem das concorrentes e, dessa maneira, aumentarem a competitividade.

Analisar o desempenho das organizações e verificar a eficácia das políticas adotadas pela empresa possibilita a junção de informações, com grau superior de detalhe, que, algumas vezes, não estão explicitadas dentro da empresa. Com a utilização de índices e de informações que já ocorreram (passados) e que estão ocorrendo (presentes), pode-se prever o desempenho futuro e pode-se indicar a possibilidade de gerenciamento eficiente das práticas empresariais adotadas (Palepu & Healy, 2007).

Segundo Soliman (2008), o poder da marca, do preço, da margem de lucro são bases para cálculo e formulação de índices de desempenho, a partir do qual, por meio de medição, é possível verificar a capacidade da empresa de controlar gastos e custos incorridos na produção com o objetivo de gerar vendas e de proporcionar maior lucratividade.

Em relação à dimensão do desempenho de uma organização, existem algumas maneiras de avaliar os dados financeiros, como a lucratividade, o crescimento de receita e o valor de

mercado (Brito, Brito, & Morganti, 2009; Venkatraman & Ramanujam, 1986). Dessa forma, Macedo e Corrar (2010) enfatizam que as verificações de relatórios financeiros e contábeis, em maior ou menor grau, tendo como base o tipo de organização e o setor de atuação, vêm crescendo nos últimos anos, já que, constantemente, as empresas buscam mecanismos e ferramentas que possibilitem aumentar sua lucratividade.

Conforme Jos Neto e Martins (2010), o desempenho da empresa tem relação direta com a forma de gestão e de organização de cada empresa, pois as políticas utilizadas pelos gestores e a forma como eles visualizam o mercado possibilitam a medição ou a avaliação da eficiência da empresa. Desse modo, ao final de cada período, poderá ser verificado o desempenho da empresa por meio dos resultados obtidos.

Embora, cada vez mais, as organizações deem maior importância aos fatores não financeiros e intangíveis ligados às organizações e ao seu sucesso, a avaliação do desempenho econômico, financeiro e de mercado é uma das perspectivas mais importantes da avaliação, pois demonstra o impacto de todas as decisões da gestão na capacidade de criação de valor da empresa (Teixeira & Amaro, 2013).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O objetivo desta pesquisa de analisar a influência da folga financeira no desempenho de mercado de empresas brasileiras e italianas enquadra-se como método descritivo, o procedimento é documental e a abordagem do problema, por sua vez, configura-se como quantitativa.

A população do presente estudo compreendeu todas as empresas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo — BM&F BOVESPA — e na *Borsa Italiana*, principal bolsa de valores da Itália, sediada em Milão.

A amostra correspondeu a 47 empresas brasileiras e a 29 empresas italianas, que detinham todas as informações necessárias para a consecução da pesquisa. O período de análise compreendeu os dados divulgados nos anos de 2010 a 2013.

A coleta dos dados foi realizada por meio do sítio *Thomson ONE Banker*, nas bases de dados *Financial e Worldscop*, no período de junho a julho de 2015. Foram coletadas informações referentes ao desempenho de mercado (*market-to-book*, variação do PL, taxa de rendimento do acionista, ganho de capital e taxa de retorno da ação), à folga financeira e a variáveis de controle (crescimento, rentabilidade e tamanho). Na Tabela 1, apresentam-se as variáveis utilizadas no estudo, a descrição, as fórmulas e os autores envolvidos.

Tabela 1 – Variáveis do estudo

Variáveis	Descrição	Proxys	Autores	
Variáveis dependentes				
Desempenho de mercado	Market-to-book (MB)	Relação entre o valor de mercado das ações e o seu valor contábil	(Preço da ação <i>versus</i> quantidade de ações) / PL	Assaf Neto (2014)
	Variação do PL (Δ PL)	Diferença entre o valor do PL ao final do período e o seu valor apurado no início do mesmo intervalo de tempo	PL final – PL inicial	Assaf Neto (2014)
	Taxa de rendimento do acionista (TRA)	Relação entre os dividendos pagos no decorrer do período e o preço de mercado da ação verificado no início do exercício ou no final do exercício anterior	Dividendos / preço da ação inicial	Mackinlay (1997); Assaf Neto (2014)
	Ganho de capital (GC)	Relação entre a variação no preço de mercado da ação (preço da ação ao final do período menos seu preço no início do período) e o preço da ação no início do mesmo período	(Preço da ação final – preço da ação inicial) / preço da ação inicial	Asongu (2012); Assaf Neto (2014)
	Taxa de retorno da ação (RA)	Soma dos dividendos com a relação entre a variação da ação (preço da ação no final do período menos o preço da ação no início do período) e o preço da ação no início do período	(Dividendos + (preço da ação final – preço da ação inicial)) / preço da ação inicial	Mackinlay (1997); Nagem & Amaral (2013); Assaf Neto (2014)
Variáveis independentes				
Variáveis Independentes	Folga Financeira (FolgFin)	Relação entre a diferença de ativo circulante e estoque com o passivo circulante	(Ativo circulante – Estoque) / Passivo circulante	Campos e Nakamura (2015)
	Crescimento (Cresc)	Avaliado pela razão entre a diferença do valor do ativo total das empresas no ano t e no ano t-1 pelo valor total dos ativos t-1	(Ativo total t – ativo total t-1) / Total dos ativos t-1	Titman e Wessels (1988), Campos e Nakamura (2015)
	Rentabilidade (Rent)	Avaliada pela razão entre o lucro antes de impostos, taxas, juros e depreciação (EBITDA) e o valor dos ativos totais	Lucro Ebtida/ Ativo total	Bastos e Nakamura (2009), Campos e Nakamura (2015)
	Tamanho (Tam)	Avaliado pelo logaritmo natural do valor total dos ativos	Ln(ativo total)	Titman e Wessels (1988), Campos e Nakamura (2015)

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com as variáveis observadas na Tabela 1, formularam-se 5 equações para a análise de dados em painel. As equações diferenciam-se pelas variáveis dependentes de desempenho de mercado. Todas as equações apresentaram como variáveis independentes folga financeira (FolgFin), crescimento (Cresc), rentabilidade (Rent) e tamanho (Tam). A primeira equação apresenta como variável dependente o *market-to-book* (MB), a segunda equação demonstra a variável dependente variação do patrimônio líquido (Δ PL), a terceira equação é verificada pela taxa de rendimento do acionista (TRA), a quarta equação refere-se ao ganho de capital (GC) e, por fim, a quinta equação aborda a taxa de retorno da ação (RA).

$$MB_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 \text{FolgFin}_{it} + \varphi_2 \text{Cresc}_{it} + \varphi_3 \text{Rent}_{it} + \varphi_4 \text{Tam}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\Delta PL_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 \text{FolgFin}_{it} + \varphi_2 \text{Cresc}_{it} + \varphi_3 \text{Rent}_{it} + \varphi_4 \text{Tam}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$TRA_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 \text{FolgFin}_{it} + \varphi_2 \text{Cresc}_{it} + \varphi_3 \text{Rent}_{it} + \varphi_4 \text{Tam}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$GC_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 \text{FolgFin}_{it} + \varphi_2 \text{Cresc}_{it} + \varphi_3 \text{Rent}_{it} + \varphi_4 \text{Tam}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$RA_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 \text{FolgFin}_{it} + \varphi_2 \text{Cresc}_{it} + \varphi_3 \text{Rent}_{it} + \varphi_4 \text{Tam}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Aplicaram-se técnicas estatísticas para a análise dos dados, como estatística descritiva e análise de dados em painel, por meio dos *softwares* SPSS® e STATA®, respectivamente, a fim de verificar a influência da folga financeira no desempenho de mercado das empresas analisadas.

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Apresenta-se, nesta seção, inicialmente, a estatística descritiva das variáveis analisadas no estudo; em seguida, a adequação dos modelos aos pressupostos para a análise multivariada; por fim, a análise de dados em painel das 5 equações aplicadas em empresas do Brasil e da Itália que compuseram a amostra. A Tabela 2 corresponde à análise descritiva das variáveis.

Tabela 2 – Análise descritiva das variáveis

Variáveis	Média		Desvio-Padrão		Mínimo		Máximo	
	BR	ITA	BRA	ITA	BRA	ITA	BRA	ITA
Variáveis dependentes								
MB	2,041	1,870	2,285	0,959	0,000	0,409	16,120	4,503
ΔPL	1307,715	948,122	10894,268	4189,409	-845,84	-4576,54	147300,400	29435,160
TRA	4,225	5,329	5,778	6,742	0,057	0,011	38,319	41,782
GC	0,157	0,284	0,376	0,468	-0,428	-0,627	1,761	2,276
RA	4,382	5,613	5,833	6,730	0,013	-0,039	38,304	42,008
Variáveis independentes de teste								
FolgFin	5,802	5,578	1,701	2,346	-0,198	0,940	10,870	11,095
Cresc	0,185	0,192	0,261	0,255	-0,142	-0,219	2,456	2,194
Rent	0,150	0,132	0,063	0,057	0,046	0,052	0,397	0,340
Tam	8,033	7,800	1,491	2,190	5,551	3,668	13,512	12,980

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se, na Tabela 2, que as médias do *market-to-book* e da variação do patrimônio líquido são maiores nas empresas do Brasil (2,041 e 1307,715) do que nas empresas da Itália (1,870 e 948,122). No entanto, as variáveis de taxa de retorno do acionista, de ganho de capital e de taxa de retorno da ação foram menores no Brasil (4,225; 0,157 e 4,382) do que na Itália (5,329; 0,284 e 5,613).

A média da variável de folga financeira (5,802) das empresas brasileiras foi maior em comparação à das empresas italianas, que apresentaram 5,578. A média do crescimento das empresas brasileiras (0,185), no período analisado, foi menor do que a das empresas italianas (0,192). Todavia, as variáveis rentabilidade (0,150) e tamanho (8,033) das empresas brasileiras apresentaram uma média maior do que essas mesmas variáveis das empresas italianas, com médias de 0,132 e 7,800, respectivamente.

Para a realização da análise multivariada dos dados em painel, foi necessário verificar a adequação dos dados aos pressupostos de ausência de auto correlação serial nos resíduos, de normalidade e de homocedasticidade, por meio dos testes de Durbin-Watson, Shapiro-Wilk e Levene. Assim, constatou-se a adequação dos dados aos pressupostos, demonstrando-se a inexistência de auto correlação de primeira ordem entre os resíduos, a distribuição dos resíduos normal e a variância dos erros uniforme em todas as equações analisadas.

A Tabela 3 apresenta os resultados dos dados em painel das equações das empresas brasileiras.

Tabela 3 – Resultados dos dados em painel das equações das empresas brasileiras

Empresas brasileiras										
Variáveis	Equação 1		Equação 2		Equação 3		Equação 4		Equação 5	
	EFEITO FIXO		EFEITO POLS		EFEITO ALEATÓRIO		EFEITO POLS		EFEITO ALEATÓRIO	
	Coef	P> z	Coef	P> z	Coef	P> z	Coef	P> z	Coef	P> z
Constante	4,122	0,164	-2,751	0,000	1,774	0,001	0,5304	0,045	1,819	0,001
FolgFin	0,207	0,262*	-4,037	0,694	0,265	0,652	0,061	0,096*	0,338	0,575
Cresc	-0,245	0,318	5,193	0,080*	-0,845	0,386	0,001	0,990	-0,827	0,414
Rent	8,757	0,002*	1,067	0,415	-2,080	0,012*	1,003	0,034*	-1,875	0,027*
Tam	-0,670	0,062*	3,376	0,006*	-1,268	0,093*	-0,097	0,026*	-1,381	0,074*
Chow	0,000		0,111		0,000		0,997		0,000	
LM Breusch-Pagan	0,000		0,221		0,000		10,000		0,000	
Hausman	-1,720		-		0,606		-		0,591	
R ²	0,472		0,148		0,032		0,092		0,034	
Prob > F:	0,000		0,000		0,204		0,041		0,259	
N.º obs.	188		188		188		188		188	

*Significativo a 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 3, a equação 1 adequou-se ao modelo de efeito fixo, ao considerar a significância dos testes de Chow e de LM Breusch-Pagan. O teste de Hausman não se mostrou conclusivo na equação 1, de modo que se optou pelo modelo de efeito fixo. Para as equações 2 e 4, aplicou-se o efeito POLS, pela não significância nos testes de Chow e de LM Breusch-Pagan. As equações 3 e 5 adequaram-se ao efeito aleatório, devido à significância nos testes de Chow e de LM Breusch-Pagan e à não significância no teste de Hausman.

Conforme apresentado na Tabela 3, o coeficiente de determinação (R²) que apresenta o poder de explicação de cada modelo utilizado para as empresas brasileiras teve valor de 0,472 (47%) na equação 1, em que foi verificada a variável *market-to-book* de desempenho de mercado em relação às variáveis independentes. Para o modelo 2, em que foi analisada a variação do patrimônio líquido (Δ PL), o R² foi de 0,14 (15%). Já os modelos que mediam a taxa de rendimento do acionista (TRA) e a taxa de retorno da ação (RA) apresentaram poder explicativo de 3% para os modelos 3 e 5, respectivamente. Quanto ao modelo 4, em que o

ganho de capital (GC) foi observado em relação às variáveis independentes, o poder de explicação foi de 9%.

A seguir, na Tabela 4, são analisados os dados das empresas italianas.

Tabela 4 – Resultados dos dados em painel das equações das empresas italianas

Empresas italianas										
Variáveis	Equação 1		Equação 2		Equação 3		Equação 4		Equação 5	
	EFEITO FIXO		EFEITO FIXO		EFEITO FIXO		EFEITO FIXO		EFEITO FIXO	
	Coef	P> z	Coef	P> z	Coef	P> z	Coef	P> z	Coef	P> z
Constante	-3.393	0.085	-5.915	0.593	-6.709	0.608	-1.076	0.000	-1.747	0.182
FolgFin	-0.080	0.051*	2.427	-0.014*	-2.507	0.031*	0.179	-0.172*	-2.328	0.044*
Cresc	-0.214	0.502	1.541	0.395	-3.105	0.148	-0.312	0.200	-3.418	0.111
Rent	2.920	0.207	-2.003	0.878	-5.793	0.000*	3.034	0.086*	-5.489	0.001*
Tam	0.479	0.109	-7.636	0.650	4.183	0.037*	1.177	0.000*	5.358	0.008*
Chow	0.0000		0.0000		0.0000		0.0000		0.0279	
LM Breusch-Pagan	0.0000		0.0001		0.0000		10.000		0.0000	
Hausman	0.0013		0.0270		0.0403		0.0000		0.0070	
R ²	0.1601		0.1537		0.2499		0.5190		0.2570	
Prob > F:	0.0448		0.0556		0.0013		0.0000		0.0009	
N.º obs.	116		116		116		116		116	

* Significativo a 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme especificado na Tabela 4, as equações 1, 2, 3, 4, e 5 das empresas italianas adequaram-se ao modelo de efeito fixo, ao se considerar a significância de 5% nos testes de Chow, de LM Breusch-Pagan e de Hausman.

Em uma primeira análise, evidenciou-se que, no modelo 1, em que foi analisada a variável *market-to-book* (MB), o R² apresentou-se com 16% de poder explicativo. O modelo 2, que verificava a variação do patrimônio líquido, apresentou-se com R² de 15%. Quanto aos modelos 3 e 5, esse valor explicativo mostrou-se em 25%. No entanto, o modelo que mediu o efeito da variável de folga financeira sobre o ganho de capital (GC) mostrou-se relativamente significativo, com poder explicativo de 0,51 (51%). Desse modo, constatou-se que a folga financeira impacta com maior poder o desempenho de mercado das empresas italianas ao ser comparado ao desempenho de mercado das empresas brasileiras, por se considerar o elevado R² dos modelos das empresas italianas em relação ao R² das empresas brasileiras.

5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Os achados mostram que, no Brasil, a variável de folga financeira apresentou efeito positivo sobre a variável de desempenho de mercado *market-to-book*. Esse resultado vai ao encontro do estudo de Beuren, Starosky Filho e Krespi (2014), que buscaram identificar a relação de diferentes formas de folga organizacional com o desempenho financeiro das empresas listadas na BM&F Bovespa. Os resultados apontaram relação significativa entre o desempenho financeiro e o critério de folga financeira, e mostram uma relação positiva, em que o aumento da folga financeira influencia o aumento do desempenho financeiro.

As variáveis de controle também apresentaram evidência de relação, nesse modelo analisado, de que, quanto maior a rentabilidade das empresas brasileiras, maior o *market-to-book* e, quanto maior o tamanho, menor o *market-to-book*.

Verificado o modelo 2 no Brasil, apenas as variáveis de controle apresentaram significância, em que, quanto maior o crescimento e o tamanho, menor a variabilidade do patrimônio líquido. De acordo com Alves e Marques (2006), as atividades de financiamento estão ligadas à estrutura de capital que afetam o passivo de longo prazo e o patrimônio líquido. Assim, pode-se inferir que as várias maneiras de as empresas buscarem suas formas de financiamento para o desenvolvimento de suas operações interferem no desempenho dessas no mercado. Nesse sentido, pode-se explicar o modelo 3, em que as variáveis de controle rentabilidade e tamanho foram significantes ao ponto de que, quanto maior ambas, menor a taxa de rendimento do acionista, pois esse retorno pode variar de acordo com a maior ou a menor rentabilidade e o tamanho que cada empresa apresentar. Todavia, o modelo não apresentou relação entre a variável de folga financeira e essa variável de desempenho de mercado.

A variável ganho de capital apresentou efeito positivo da folga financeira, em que, quanto maior a folga financeira, maior o ganho de capital. Tendo capacidade de liquidar suas dívidas com mais rapidez, as empresas brasileiras terão um menor ganho de capital, ou seja, o preço de suas ações tende a diminuir. No entanto, se essas empresas apresentarem uma alta folga de seus recursos, isso representará menos risco e, conseqüentemente, mais ganhos do que perdas. Quanto às variáveis de controle, apresentaram-se de modo que, quanto maior a rentabilidade, menor será o ganho de capital e, quanto maior for o tamanho, menor será o ganho de capital. A respeito da variável taxa de retorno de ação, quanto maiores forem a rentabilidade e o tamanho da empresa, menor será a taxa de retorno da ação.

Quanto ao modelo 1, em que foi verificado o *market-to-book* em relação à folga financeira, quanto menor for a folga financeira, menor será o *market-to-book*. Dessa forma, foi observado um resultado diferente daquele apresentado pelas empresas brasileiras, de maneira que as empresas italianas apresentam menor desempenho de mercado, quando há menor folga financeira. Entretanto, no modelo 2, a folga financeira apresentou-se significativa com efeito inverso, ou seja, se essa for maior, menor será a variação do patrimônio líquido, pois, como mencionado anteriormente, esse efeito irá depender da forma de financiamento de cada empresa. Porém, se as empresas italianas apresentam maior folga de recursos, estão preocupadas quanto às formas de financiamento, logo procuram endividar-se menos.

No que diz respeito ao modelo 3, quanto maior a folga financeira, maior será a taxa de retorno do acionista. As variáveis de controle também apresentaram relação de que, quanto maior for a rentabilidade, maior será a taxa de retorno do acionista e de que, quanto maior for o tamanho, menor será a taxa de rentabilidade do acionista.

Ao observar os modelos na amostra da Itália, verificou-se que, no modelo 4, a variável folga financeira apresentou-se inversamente proporcional ao ganho de capital, ou seja, a folga financeira impactou a diminuição do ganho de capital. As variáveis de controle apresentaram a seguinte configuração: quanto maiores forem a rentabilidade e o tamanho, menor será o ganho de capital.

No modelo 5, a variável de folga financeira apresentou maior relação com o desempenho de mercado das empresas italianas, já que, quanto maior a folga financeira, maior será esse retorno da taxa de ação. As variáveis de controle que apresentaram significância mostraram que, quanto maior a rentabilidade, maior a taxa de retorno da ação e, quanto maior for o tamanho, menor será a taxa de retorno da ação.

Verifica-se, então, que, mesmo os outros modelos tendo apresentado um poder explicativo baixo, a folga financeira mostrou algum efeito em todas as variáveis de

desempenho de mercado, o que evidencia que essas firmas possuem um elevado nível de liquidez, o que pode estar relacionado aos períodos de crise que a Itália tem enfrentado, pois, segundo Ahmad, Sehgal e Bhanumurthy (2013), apesar de esse país ser considerado maduro, foi abalado pela crise econômica da Zona do Euro, ocorrida no ano de 2010.

Diante da turbulência ambiental que a Itália sofreu, torna-se evidente a associação desse contexto com o efeito da folga financeira sobre o desempenho de mercado das firmas italianas, pois, conforme Bromiley (1991), a folga financeira compreende o excesso de recursos que a empresa tem à disposição para mitigar as influências do ambiente externo em que atua. Nesse mesmo sentido, Greenley e Oktemgil (1998) mencionam que esses recursos representam, para as firmas, uma forma segura de se evitar perdas futuras.

6 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Para concretizar o presente estudo, que objetivou analisar a influência da folga financeira no desempenho de mercado de empresas brasileiras e italianas, utilizou, quanto ao objetivo, a metodologia descritiva; em relação aos procedimentos, a documental; como abordagem do problema, a metodologia quantitativa. O período de análise correspondeu aos anos de 2010 a 2013, e a amostra compreendeu empresas brasileiras e italianas, a fim de identificar semelhanças ou discrepâncias entre os mercados na relação entre folga financeira e desempenho de mercado.

Como técnicas estatísticas, foram utilizados análise descritiva e dados em painel aplicados em 5 equações de regressões. Observou-se que as equações com amostra de empresas brasileiras adequaram-se aos efeitos POLS, fixo e aleatório, e as equações com amostra de empresas italianas adequaram-se somente ao efeito fixo. Constatou-se que as informações das empresas italianas possuem menos erros de perturbações entre as observações do que as informações das empresas brasileiras. Infere-se que isso é decorrente da maior associação entre a folga financeira e o desempenho de mercado no cenário de empresas italianas, ao considerar o elevado R^2 (poder de explicação do modelo) das equações, em comparação ao que ocorreu no cenário de empresas brasileiras, ou seja, a folga financeira possui maior impacto no desempenho de mercado das empresas italianas do que no das empresas brasileiras.

Em relação ao efeito individual das variáveis independentes no desempenho de mercado das empresas, constatou-se que, no cenário brasileiro, quanto maior a folga financeira, maior é o ganho de capital, e, quanto menor a folga financeira, maior é o *market-to-book*. Quanto maior for a rentabilidade da empresa, maior será o *market-to-book* e menores serão a taxa de retorno da ação, o ganho de capital e a taxa de rendimento do acionista. O tamanho da empresa influenciou na diminuição do *market-to-book*, na variabilidade do patrimônio líquido, na taxa de rendimento do acionista, no ganho de capital e na taxa de retorno da ação. O crescimento da empresa impactou na diminuição da variabilidade do patrimônio líquido.

No cenário de empresas italianas, observou-se que, quanto maior for a folga financeira, maiores serão a taxa de retorno do acionista e o retorno da ação e menor será a variação do patrimônio líquido. Quanto maior for a rentabilidade da empresa, maiores serão a taxa de retorno do acionista e a taxa de retorno da ação e menor será o ganho de capital. O tamanho da empresa influenciou na diminuição da rentabilidade do acionista, no ganho de capital e na taxa de retorno da ação.

De modo geral, constatou-se que a liquidez seca teve influência na diminuição do desempenho de mercado de empresas brasileiras e italianas. A liquidez corrente auxiliou no aumento do desempenho de mercado de empresas italianas. A alta folga financeira impactou o

aumento do desempenho de mercado (devido à influência no ganho de capital) de empresas brasileiras e italianas.

Averiguou-se que o tamanho da empresa influenciou na diminuição do desempenho de mercado das empresas brasileiras e italianas. O crescimento da empresa impactou na diminuição da variabilidade do patrimônio líquido de empresas brasileiras.

A rentabilidade da empresa não demonstrou resultado conclusivo sobre o efeito no desempenho de mercado das empresas analisadas, uma vez que demonstrou influências positiva e negativa. Desse modo, sugere-se o aprofundamento, em pesquisas futuras, da influência da rentabilidade no desempenho de mercado, com a utilização de outras medidas que captem o real efeito.

Por sua vez, a folga financeira apresentou efeito positivo e negativo nas medidas de desempenho de mercado, não se chegando a um consenso global de sua influência. Assim, a folga financeira pode auxiliar no aumento de algumas medidas de desempenho de mercado, mas, em outras medidas, pode exercer efeito em sua diminuição. Cabe aos gestores de empresa avaliar, de forma individual, a influência da folga financeira em suas atividades.

Evidências adicionais devem ser mais bem exploradas em estudos futuros, para os quais se sugere a inclusão de maior número de variáveis relacionadas a indicadores de folga financeira e desempenho econômico, financeiro e de mercado, que podem oferecer resultados complementares para auxiliar os gestores na tomada de decisão em relação à folga de recursos.

REFERÊNCIAS

Ahmad, W., Sehgal, S., & Bhanumurthy, N. R. (2013). Eurozone crisis and BRIICKS stock markets: contagion or market interdependence?. *Economic Modelling*, 33, 209-225.

Asongu, S. A. (2012). Government quality determinants of stock market performance in African countries. *Journal of African Business*, 13(3), 183-199.

Assaf Neto, A. (2014). *Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas*. São Paulo: Atlas.

Bastos, D. D. & Nakamura, W. T. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 20(50), 75-94.

Beuren, I. M., Starosky Filho, L., & Krespi, N. T. (2013). Folga organizacional versus desempenho financeiro. Um estudo nas empresas da BM&FBovespa. *Contaduría y Administración: Revista Internacional*, 59(2), 145-177.

Bradley, S. W., Shepherd, D. A., & Wiklund, J. (2011). The importance of slack for new organizations facing 'tough' environments. *Journal of Management Studies*, 48(5), 1071-1097.

Brito, E. P. Z., Brito, L. A. L., & Morganti, F. (2009). Inovação e o desempenho empresarial: lucro ou crescimento?. *RAE eletrônica*, 8(1).

- Bromiley, P. (1991). Testing a causal model of corporate risk taking and performance. *Academy of Management journal*, 34(1), 37-59.
- Campos, A. & Nakamura, W. T. (2013). Folga financeira avaliada como endividamento relativo e estrutura de capital. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1, 1-19.
- Campos, A. L. S. (2011). *Folga financeira e o rebalanceamento da estrutura de capital*. Tese de doutorado, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, SP, Brasil.
- Daniel, F., Lohrke, F. T., Fornaciari, C. J., & Turner, R. A. (2004). Slack resources and firm performance: a meta-analysis. *Journal of Business Research*, 57(6), 565-574.
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of accounting and economics*, 18(1), 3-42.
- Dumontier, P. e Raffournier, B. (2002): “Accounting and Capital Markets: A Survey of the European Evidence”. *The European Accounting Review*, 11(1), 119-151.
- 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, SP, Brasil.
- Fischmann, A. A., & Zilber, M. A. (1999). Utilização de indicadores de desempenho para a tomada de decisões estratégicas: um sistema de controle. *Revista de Administração da Mackenzie*, 1(1), 9-25.
- Gasparetto, V. (2004). O papel da Contabilidade no provimento de informações para a avaliação do desempenho empresarial. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 1(2), 109-122.
- George, G. (2005). Slack resources and the performance of privately held firms. *Academy of Management Journal*, 48(4), 661-676.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2), 187-243.
- 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.
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da contabilidade* (Antonio Zoratto Sanvicente, Trad.). São Paulo: Atlas (Obra original publicada em 1997).
- Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R. E. (2002). *Administração estratégica*. Rio de Janeiro: Pioneira Thomson Learning.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979). *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure* (pp. 163-231). Springer Netherlands.
- Jos Neto & Martins, H. (2010). *Finanças e governança corporativa*. Elsevier, Brasil.

- Kim, H., Kim, H., & Lee, P. M. (2008). Ownership structure and the relationship between financial slack and R&D investments: Evidence from Korean firms. *Organization Science*, 19(3), 404-418.
- Korajczyk, R. A., & Levy, A. (2003). Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics*, 68(1), 75-109.
- Lima, A. F. (2008). *Estudo da relação causal entre os níveis organizacionais de folga, o risco e o desempenho financeiro de empresas manufatureiras*. Tese de doutorado, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, SP, Brasil.
- Lima, A. F., Basso, L. F. C., & Kimura, H. (2009). Folga organizacional e atitudes perante o desempenho como determinantes do risco de empresas. In: *Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais*, 12.
- Macedo, M. A. S., & Corrar, L. J. (2010). Análise do desempenho contábil-financeiro de seguradoras no Brasil no ano de 2007: um estudo apoiado em análise hierárquica (AHP). *Contabilidade Vista & Revista*, 21(3), 135-165.
- Mackinlay, A.C. 1997. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Mishina, Y., Pollock, T.G., & Porac, J.F. (2004). Are more resources always better for growth? Resource stickiness in market and product expansion. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1179-1197.
- Nagem, L. M., & Amaral, H. F. (2013). Retornos anormais das ações pós-pagamento de dividendos: um estudo empírico no mercado brasileiro a partir de 2009. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 5(2), 61-73.
- Namiki, N. Financial Slack, Financial Slack Reduction and Firm Performance during the Great Recession: The Case of Small-sized Japanese Electronics Companies. *Rikkyo business review*, 9, 3-12.
- Oliveira, M. C., De Luca, M. M. M., Ponte, V. M. R., & Pontes Junior, J. E. (2009). Disclosure of social information by Brazilian companies according to United Nations indicators of corporate social responsibility. *Revista Contabilidade Finanças*, 20(51), 116-132.
- Palepu, K., & Healy, P. (2007). *Business analysis and valuation: using financial statements*. Cengage Learning.
- Pamplona, E., da Silva, T. P., & Nakamura, W. T. (2016a). Influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras. *Anais... Congresso Anpcont*, Ribeirão Preto, São Paulo.

- Pamplona, E., da Silva, T. P., & Nakamura, W. T. (2016b). Influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas industriais brasileiras e mexicanas. *Anais... Congresso SBFIn*, São Paulo.
- Parida, V., & Örtqvist, D. (2015). Interactive Effects of Network Capability, ICT Capability, and Financial Slack on Technology- Based Small Firm Innovation Performance. *Journal of Small Business Management*, 53(S1), 278-298.
- Ross, S. B. (1977). On the mode of action of central stimulatory agents. *Acta pharmacologica et toxicologica*, 41(4), 392-396.
- 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, C. B. (2013). Isomorfismo Mimético: Folga Financeira nas Organizações dos EUA e BRICS. In: XVI SEMEAD, *Seminários em Administração*, 2013.
- Singh, J.V. (1986). Performance, slack, and risk taking in organizational decision making. *Academy of Management Journal*, 29(3), 562–585.
- Soliman, M. T. (2004). Using industry-adjusted DuPont analysis to predict future profitability. Available at SSRN 456700.
- Stan, C. V., Peng, M. W., & Bruton, G. D. (2014). Slack and the performance of state-owned enterprises. *Asia Pacific Journal of Management*, 31(2), 473-495.
- Teixeira, N. M. D., & Amaro, A. G. C. (2013). Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor—um estudo de caso. *Revista Universo Contábil*, 9(4), 157-178.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19.
- Vanacker, T., Collewaert, V., & Zahra, S. A. (2016). Slack resources, firm performance, and the institutional context: Evidence from privately held European firms. *Strategic Management Journal*.
- Venkatraman, N., & Ramanujam, V. (1986). Measurement of business performance in strategy research: A comparison of approaches. *Academy of management review*, 11(4), 801-814.
- Wernke, R., & Lembeck, M. (2004). Análise de rentabilidade dos segmentos de mercado de empresa distribuidora de mercadorias. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15(35), 68-83.
- Young, S. D., & O'byrn, S. F. (2003). *EVA e gestão baseada em valor*. Bookman.
- Zhong, H. (2011). The relationship between slack resources and performance: an empirical study from China. *International Journal of Modern Education and Computer Science (IJMECS)*, 3(1), 1.