

---

# INFLUÊNCIA DA FOLGA FINANCEIRA NO DESEMPENHO ECONÔMICO DE EMPRESAS FAMILIARES E NÃO FAMILIARES BRASILEIRAS<sup>1</sup>

Edgar Pamplona <sup>2</sup>  
Tarcísio Pedro da Silva <sup>3</sup>  
Wilson Toshiro Nakamura <sup>4</sup>  
Moacir Manoel Rodrigues Junior <sup>5</sup>

---

▪ Artigo recebido em: 24/12/2017 •• Artigo aceito em: 15/06/2019 ••• Segunda versão aceita em: 05/07/2019

## RESUMO

A discussão acerca da folga financeira e sua relação com o desempenho econômico das empresas tem sido motivo de estudos incessantes na área de finanças corporativas desde o trabalho seminal desenvolvido por Cyert e March em 1963. Neste sentido, visando contribuir para o conhecimento acerca do tema, que ainda carece de achados e reflexões mais profundas, esta pesquisa tem por objetivo verificar a influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras. Para tanto, realizou-se pesquisa descritiva, de procedimento documental e abordagem quantitativa. Os dados analisados foram extraídos da base de dados *Thomson Reuters®* e dos formulários de referência divulgados pelas organizações no *website* da Brasil, Bolsa, Balcão (B3). O período temporal de estudo é de 19 anos (1996 a 2014), sendo a amostra composta por 137 empresas familiares e 131 empresas não familiares. Os

---

<sup>1</sup> A presente pesquisa foi realizada com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) e da Fundação Fritz Müller (FFM).

<sup>2</sup> Doutorando em Ciências Contábeis e Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau (PPGCC/FURB). Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 – Sala D202 – Bairro Itoupava Seca, CEP 89:030-903, Blumenau/SC – Brasil. Telefone: (47) 3321-0565, e-mail: edgarpamplona@hotmail.com.

<sup>3</sup> Doutor em Ciências Contábeis e Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau (PPGCC/FURB). Professor do PPGCC/FURB. Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 – Sala D202 – Bairro Itoupava Seca, CEP 89:030-903, Blumenau/SC – Brasil. Telefone: (47) 3321-0565, e-mail: tarcisio@furb.br.

<sup>4</sup> Doutor em Administração pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP). Professor do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Presbiteriana Mackenzie (PPGA/UPM). Endereço: Rua da Consolação, 896 – 7º Andar – Bairro Consolação, CEP 01.302-907, São Paulo/SP – Brasil. Telefone: (11) 2114-8597, e-mail: wtnakamura@uol.com.br.

<sup>4</sup> Doutor em Métodos Numéricos em Engenharia pelo Programa de Pós-Graduação em Métodos Numéricos em Engenharia da Universidade Federal do Paraná (PPGMNE/UFPR). Professor do PPGCC/FURB. Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 – Sala D202 – Bairro Itoupava Seca, CEP 89:030-903, Blumenau/SC – Brasil. Telefone: (47) 3321-0565, e-mail: mmrodrigues@furb.br.

resultados das regressões quadráticas apontam que a influência da folga no desempenho é não linear, corroborando com o preconizado por estudos precedentes de que a folga maximiza o desempenho até determinado patamar e, posteriormente, passa a prejudicar a *performance* corporativa. Além disso, têm-se que empresas familiares atingem melhor desempenho com níveis mais elevados de folga comparativamente a empresas não familiares e, assim, gestores familiares e profissionais devem considerar tais achados de forma distinta a fim de elevar a eficiência operacional das organizações que administram.

**Palavras-Chave:** Folga Financeira; Desempenho Econômico; Empresas Familiares e Não Familiares Brasileiras.

## **INFLUENCE OF FINANCIAL SLACK ON THE ECONOMIC PERFORMANCE OF BRAZILIAN FAMILY AND NON-FAMILY COMPANIES**

### **ABSTRACT**

The discussion about financial slack and its relation to the economic performance of companies has been the reason for incessant studies in the area of corporate finance since the seminal work developed by Cyert and March in 1963. Therefore, with the purpose of contributing with knowledge about the theme, which still lacks reflections and more deep findings, this research aims to verify the influence of financial slack on the economic performance of Brazilian family and non-family companies. For that, descriptive research with the documentary procedure and a quantitative approach were carried out. The data analyzed were extracted from Thomson Reuters® database and the reference forms published by the organizations on the website of Brazil, Bolsa, Balcão (B3). The period of study is 19 years (1996 to 2014), and the sample is comprised of 137 family companies and 131 non-family companies. The results of the quadratic regressions point out that the influence of slack on performance is non-linear, corroborating with the previous studies that conclude that slack maximizes the performance to a certain level and, later on, it starts to impair corporate performance. In addition, the study reveals that family companies achieve better performance with higher levels of slack than non-family companies, therefore, family and professional managers ought to consider such findings in different ways in order to increase operational efficiency in the specific organizations they manage.

**Keywords:** Financial Slack; Economic Performance; Brazilian Family and Non-Family Companies.

# INFLUENCIA DE LA HOLGURA FINANCIERA EN EL DESEMPEÑO ECONÓMICO DE EMPRESAS FAMILIARES Y NO FAMILIARES BRASILEÑAS

## RESUMEN

La discusión sobre la holgura financiera y su relación con el desempeño económico de las empresas ha sido motivo de estudios incesantes en el área de finanzas corporativas desde el trabajo seminal desarrollado por Cyert y March en 1963. En este sentido, con el objetivo de contribuir al conocimiento acerca del tema, que aún carece de hallazgos y reflexiones más profundas, esta investigación tiene por objetivo verificar la influencia de la holgura financiera en el desempeño económico de empresas familiares y no familiares brasileñas. Para ello, se realizó una investigación descriptiva, de procedimiento documental y abordaje cuantitativo. Los datos analizados fueron extraídos de la base de datos Thomson Reuters® y de los formularios de referencia divulgados por las organizaciones en el *website* de Brasil, Bolsa, Balcón (B3). El período temporal de estudio es de 19 años (1996 a 2014), siendo la muestra compuesta por 137 empresas familiares y 131 empresas no familiares. Los resultados de las regresiones cuadráticas apuntan que la influencia de la holgura en el desempeño es no lineal, corroborando con el preconizado por estudios anteriores de que la holgura maximiza el desempeño hasta determinado nivel y, posteriormente, pasa a perjudicar el desempeño corporativo. Además, se tiene que las empresas familiares alcanzan un mejor desempeño con niveles más altos de holgura en comparación con las empresas no familiares y, por lo tanto, los gerentes familiares y profesionales deben considerar estos hallazgos de forma distinta para elevar la eficiencia operativa de las organizaciones que administran.

**Palabras clave:** Holgura Financiera; Desempeño Económico; Empresas Familiares y no Familiares Brasileñas.

## 1 INTRODUÇÃO

A discussão de como a folga organizacional afeta o desempenho das empresas teve início na década de 1960, quando Cyert e March (1963) e Thompson (1967) trouxeram à tona questões importantes acerca do assunto (Tan & Peng, 2003). Contudo, mesmo meio século após as discussões seminais, tem-se ainda na atualidade um amplo debate sobre o tema, mediante sua complexidade de entendimento.

Pesquisas que buscam a compreensão da relação entre folga financeira e desempenho datam algumas décadas, como a desenvolvida por Cyert e March (1963) que já questionava: "Qual a função e consequência da folga organizacional?". Neste século, observa-se que a questão ainda não está definida, como observa Daniel, Lohrke, Fornaciari e Turner (2004), relatando que embora exista a postulação de diversas relações entre a folga financeira e o desempenho corporativo, os resultados empíricos são ambíguos, fato tal corroborado por Zhong (2011) que questiona: "Como a folga de recursos afeta o desempenho da empresa?". É possível notar, em paralelo, que os

questionamentos de Cyert e March (1963) e de Zhong (2011) são semelhantes, mesmo havendo praticamente meio século de pesquisa entre eles, conotando indefinição de qual a real influência exercida pela folga financeira no desempenho.

Conforme Daniel *et al.* (2004), o fato citado anteriormente deve-se ao efeito da folga financeira no desempenho das organizações variar de acordo com o que pesquisadores acreditam que os gerentes farão com os recursos excedentes. Pesquisas que apontam relação positiva, apresentam que a folga é importante contra ameaças que a empresa possa sofrer ou, ainda, que a folga impulsiona iniciativas estratégicas pró-ativas. Por outro lado, relação negativa é defendida por pesquisadores que sugerem a folga de recursos ociosos como convidativa para a ineficiência e para comportamento de gestores prejudiciais ao desempenho.

Ainda, outro fator importante que pode interferir de maneira substancial na relação entre folga financeira e desempenho econômico é a propriedade e o controle da empresa. Daily e Dollinger (1991) já relatavam que empresas de controle familiar diferem das geridas por não familiares, tornando essencial o estudo destes dois grupos em separado e, posteriormente, de forma comparativa. Além disso, ainda são reduzidas as pesquisas em todo o mundo que comparam empresas familiares e não familiares dentro do tema proposto, sendo uma exceção o estudo de Laffranchini e Braun (2014), que no contexto italiano encontraram diferenças significativas entre ambos os grupos, sugerindo lacunas para a realização de novas pesquisas em outros contextos que possam contribuir para a literatura.

Diante das perspectivas mencionadas, emerge-se para este estudo a seguinte questão de pesquisa: Qual a influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras? Ademais, com o intuito de responder à questão formulada, tem-se por objetivo verificar a influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras.

Os resultados obtidos em pesquisas desta natureza auxiliam administradores empresariais a tomarem decisões em determinadas situações com o objetivo de maximizar a riqueza dos acionistas, justificando a importância deste estudo. Zhong (2011) relata que apesar da importância da folga financeira para as empresas, a literatura desenvolvida ainda não oferece respostas convincentes a seu respeito, não havendo, portanto, convergência se a folga facilita ou inibe o desempenho organizacional. Tem-se também que o papel da folga financeira no processo de geração de valor das companhias tem sido pouco explorado, principalmente sob condições ambientais difíceis, como as encontradas em países emergentes.

Complementarmente acerca das empresas familiares, Laffranchini e Braun (2014) afirmam que o papel da folga nestas companhias é uma área frutífera para pesquisadores. Organizações familiares apresentam diferentes apetites de risco, mantendo em seu âmago fatores que podem alterar a propensão da família a assumir tais riscos, o que torna necessária a compreensão desta forma de organização única e onipresente, primordialmente em análise de dados longitudinal, ainda não observada exclusivamente sob a metodologia em questão.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

### 2.1 Desempenho Econômico

A análise financeira realizada por meio de indicadores das demonstrações financeiras advém da necessidade prática de avaliar o quão saudável financeiramente uma organização se encontra, auxiliando investidores, credores e administradores na previsão de situações favoráveis ou dificuldades financeiras enfrentadas pelas empresas (Scarpel & Milioni, 2011).

Conforme Camargos e Barbosa (2005), dentre as diversas técnicas existentes na literatura especializada para a análise do desempenho de uma companhia, destaca-se os índices econômico-financeiros (rentabilidade e liquidez/endividamento, respectivamente), entendida como uma técnica que abrange as inúmeras demonstrações contábeis como fonte de dados e informações, cuja análise histórica possibilita mensurar a evolução do desempenho econômico-financeiro da organização, assim como projetar resultados futuros.

Quanto às métricas de desempenho econômico, com foco de análise na rentabilidade, Vieira (2010) relata que tais índices são usados para avaliar a capacidade de uma organização gerar entradas comparativamente aos custos e despesas incorridos durante um determinado período. Numa visão atual, Ware (2015) destaca que o objetivo primordial de empresas que atuam em economias capitalistas é atingir retorno apropriado em relação à quantidade de riscos aceitos pelos acionistas, pois o lucro é o elemento propulsor de quaisquer investimentos efetuados nos mais diversos projetos. Neste sentido, a rentabilidade pode ser determinada como a métrica final do grau de êxito econômico auferido por uma companhia em relação ao capital nela investindo, sendo tal êxito econômico estabelecido pela magnitude do lucro líquido contábil (Pimentel, Braga & Casa Nova, 2005).

### 2.2 Folga Financeira

Um dos primeiros conceitos acerca de folga foi postulado por Cyert e March (1963), que definiram folga organizacional como a diferença entre os recursos disponíveis na companhia e os pagamentos necessários para mantê-la solvente. Posteriormente, March (1979) trouxe um entendimento de folga organizacional mais robusto, relatando que as organizações nem sempre otimizam toda sua estrutura, pois preferem acumular recursos inexplorados que se tornam garantias contra momentos instáveis da economia. Logo, a folga tende a produzir suavização no desempenho, reduzindo a *performance* organizacional durante momentos de ascensão econômica e melhorando em tempos de crise.

Visando distinguir folga organizacional de folga financeira, Campos e Nakamura (2015) relatam que a folga financeira se caracteriza como uma das maneiras de se criar folga organizacional e pode ser subdividida primordialmente por dois fatores: a) liquidez; e, b) poder de empréstimo. Logo, pode-se afirmar que a folga organizacional é um conceito mais amplo e que, portanto, engloba a folga financeira. A folga financeira, por sua vez, conforme Rafailov (2017) também apresenta característica de heterogeneidade, contendo algumas subdivisões, sendo uma delas a folga disponível (Rafailov, 2017), foco deste estudo. Conceitualmente, a folga disponível é derivada de recursos que ainda não estão comprometidos com o desenho organizacional ou com uma despesa

específica (Cheng & Kesner, 1997), tendo-se como exemplo o excesso de liquidez (Daniel *et al.*, 2004), também mencionado por Campos e Nakamura (2015). Cabe destacar que, embora haja uma espécie de hierarquia entre folga organizacional e folga financeira (e sua subdivisão, folga disponível), a relação destas com o desempenho econômico é igualmente complexa.

O fato é que a relação entre folga financeira e desempenho econômico ainda é motivo de intenso debate entre pesquisadores em todo o mundo. De fato, conforme Geiger, Marlin e Segrest (2019), as relações variadas entre folga e desempenho têm sido largamente discutidas e os argumentos podem variar com base em fatores como o tipo de folga e a situação do ambiente estudado, o que têm proporcionado resultados mistos na literatura (Geiger *et al.*, 2019). Desta forma, na sequência apresentam-se os pressupostos que embasam cada um dos entendimentos existentes na literatura sobre o tema.

### **2.2.1 Relação Positiva entre Folga Financeira e Desempenho Econômico**

A relação positiva entre folga financeira e desempenho econômico está pautada principalmente em duas frentes, sendo a visão baseada em recursos dada por Penrose (1959) e a teoria comportamental da empresa de Cyert e March (1963) que, em suma, sugerem que gestores necessitam de folga para aumentar o tamanho da organização e/ou inovar, respectivamente (Daniel *et al.*, 2004).

De forma mais abrangente, para a teoria baseada em recursos, folga financeira representa recursos não utilizados que podem ser fontes de vantagens competitivas quando utilizados de forma eficiente (Lee, 2011). Para esta teoria, a quantidade de recursos disponíveis de folga influencia diretamente na taxa de crescimento da organização (Bradley, Wiklund & Shepherd, 2011). Além disso, no cerne da teoria organizacional, postula-se que os recursos de folga, sobretudo em períodos de recessão econômica, apresentam relação positiva para com o desempenho da empresa, visto que mitigam os choques externos existentes (Odum, Odum & Onuorah, 2019).

A teoria comportamental da empresa, por sua vez, analisa processos de decisão no interior da organização. Nela, pressupõe-se que a firma é composta por diversos indivíduos que possuem interesses e objetivos conflitantes. Logo, a folga financeira é utilizada para reduzir conflitos de interesses por meio de pagamentos realizados aos inúmeros interessados, buscando um acordo comum que satisfaça a todas as partes e as mantenha na empresa. Além disso, nesta etapa desenvolve-se um sistema adaptativo no processo de pesquisa e aprendizagem organizacional, ajustando os níveis de aspiração e expectativa com a folga existente e, assim, aumentando a inovação durante todo o processo (Lee, 2011).

### **2.2.2 Relação Negativa entre Folga Financeira e Desempenho Econômico**

De acordo com Tan e Peng (2003), os recursos excedentes (de folga) representam custo adicional para as organizações, sendo que para pesquisadores desta linha, a folga é vista apenas como custos desnecessários para as firmas. Muitas teorias de governança corporativa afirmam que a eliminação de folga auxilia as empresas a reduzirem seus custos desnecessários e, por consequência, melhorarem a eficiência corporativa (Lee, 2011).

Neste sentido, os postulantes do entendimento de que a folga influencia negativamente no desempenho organizacional estão pautados no juízo que recursos ociosos são potenciais atrativos para a ineficiência (Daniel *et al.*, 2004). A folga pode esconder erros estratégicos, que acabam passando despercebidos por muito mais tempo do que quando existe pouca ou nenhuma margem de erro (Laffranchini & Braun, 2014).

Para Lee (2011), é natural esperar que com o aumento da folga, a disciplina na gestão se torne menos severa e projetos ruins sejam mais propensos a serem financiados. De forma similar, Altaf e Shah (2017) defendem que gestores com posse de recursos excessivos invistam em projetos incertos (até mesmo com valor presente líquido negativo) a fim de aumentar seu poder e controle. Logo, a folga prejudica o desempenho da empresa uma vez que fornece aos gerentes o poder discricionário para perseguir seus próprios objetivos. Tal entendimento está pautado na teoria da agência de Jensen e Meckling (1976), defendendo que gestores desperdiçam recursos para seguir seus próprios interesses, principalmente na falta de mecanismos de governança corporativa.

### **2.2.3 Relação Curvilínea entre Folga Financeira e Desempenho Econômico**

Tan e Peng (2003) e Zhong (2011) relatam que não existe razão para acreditar que o efeito da folga no desempenho é linear, devendo haver, desta forma, um limite além do qual mais acumulações de recursos torna-se prejudicial à *performance* empresarial. Em resumo, espera-se nesta perspectiva que a relação entre folga financeira e desempenho econômico seja uma parábola negativa, ou seja, em forma de “U” invertido (Tan & Peng, 2003). O entendimento desta relação está pautado em ambas as perspectivas mencionadas anteriormente, ou seja, é uma espécie de “fusão” do pensamento daqueles que defendem haver influência positiva da folga no desempenho e de outros que postulam relação negativa entre tais variáveis.

No contexto acima discutido, espera-se a maximização do desempenho dentro de certo intervalo, que é dado pela razão de se terem recursos excedentes para lidar com as ameaças e/ou usufruir das oportunidades, mas limitado o suficiente para prevenir o comportamento irresponsável dos gestores (Daniel *et al.*, 2004), além de não estar exposto ao custo de capital exagerado derivado da folga em excesso. De fato, baseado em inúmeras pesquisas anteriores, Vanacker, Collewaert e Zahra (2017) defendem que as organizações tenham um nível desejável de folga, visto que pouca folga cria problemas organizacionais e muita folga é igualmente insustentável.

## **2.3 Diferenças entre Empresas Familiares e Não Familiares**

A busca pela compreensão exclusiva das empresas familiares é histórica, visto que tais organizações possuem particularidades que as distinguem das demais organizações. Desde o seminal trabalho de Donnelley (1967), diversos pesquisadores avançaram no conhecimento sobre o assunto, contudo, ainda há inúmeras questões a serem compreendidas.

Apesar de notadamente existir diversas questões a serem melhor dimensionadas sobre empresas familiares, de fato, algumas pesquisas já conseguiram desenhar diferenças significativas entre tais companhias em comparação às não familiares. Neste sentido, um aspecto importante é que a gestão familiar possui grandes incentivos para administrar com visão de longo

prazo, investindo fortemente no propósito de construir valores futuros de resistência corporativa (Demsetz & Lehn, 1985).

Numa visão mais recente, Flores Júnior e Grisci (2012) descrevem que negócios de cunho familiar possuem tendência a buscar sua sobrevivência ao longo do tempo de forma mais agressiva do que a própria *performance* financeira, notadamente porque carregam, em seu âmago, o que é denominado de sonho do fundador e, conseqüentemente, dos demais membros da família. Desta forma, com base neste debate, tem-se a expectativa de que a folga possua comportamento diferente no desempenho de empresas familiares comparativamente as suas contrapartes não familiares (Laffranchini & Braun, 2014).

## 2.4 Construção das Hipóteses

Nas últimas décadas, diversos estudos empíricos foram realizados visando compreender a relação entre folga e desempenho. McArthur e Nystrom (1991) verificaram como o ambiente macroeconômico interage com estratégias organizacionais (incluindo o nível de folga financeira) e, conseqüentemente, sua potencial relação no desempenho das firmas. A amostra foi composta 109 grandes companhias ligadas à atividade de manufatura dos Estados Unidos. Tem-se entre os resultados do estudo que a folga influencia positivamente no desempenho das organizações medido pelo indicador ROI, tanto sozinha como também quando moderada por fatores do ambiente macroeconômico.

A pesquisa de Oktemgil, Greenley e Broderick (2000) buscou analisar as práticas de negócios de indústrias do Reino Unido. Para tanto, foi aplicado questionário com 2.000 diretores gerais de organizações diversas, tendo-se aproximadamente 21% de taxa de resposta (407 questionários), formalizando a amostra do estudo. Os achados, em suma, apontam relação negativa da folga financeira com o desempenho (ROI), crescimento das vendas e participação de mercado das empresas.

Laffranchini e Braun (2014) verificaram a relação entre folga financeira e desempenho de empresas familiares e não familiares italianas. A amostra foi composta por 117 empresas que proveram ao todo 585 observações, sendo 48,70% classificadas como familiares e 51,30% como não familiares. Os resultados demonstraram que o baixo nível de folga é mais prejudicial para empresas familiares do que para as não familiares e que, em contrapartida, o alto nível de folga proporciona resultados mais satisfatórios nas firmas familiares quando comparadas às não familiares. Sugere-se ainda que a relação entre folga e desempenho é curvilínea crescente para companhias familiares, enquanto para as firmas não familiares tem-se praticamente relação linear também crescente.

Diante da magnitude dos trabalhos abordados, tem-se como foco para este estudo a análise da relação entre a folga financeira e o desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras, utilizando essencialmente as técnicas estatísticas de regressão linear e estimação de curva quadrática. Assim, têm-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

$H_1$ – Folga Financeira influencia no desempenho econômico de empresas familiares brasileiras.



$H_2$ – Folga Financeira influencia no desempenho econômico de empresas não familiares brasileiras.

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

A fim de verificar a influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras, esta pesquisa é caracterizada quanto aos objetivos como descritiva, uma vez que observa variáveis sem manipulá-las. O estudo configura-se como análise documental, devido os dados utilizados para cálculo das variáveis serem obtidos por meio da base de dados *Thomson Reuters®* e de informações constantes no *website* da Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Por fim, a abordagem do problema é delimitada como quantitativa, pois identifica a influência das variáveis com o uso de técnicas estatísticas.

A população da pesquisa foi composta por 420 empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3. Para delimitar a amostra de pesquisa, foram excluídas as empresas que atuam no segmento financeiro, por apresentarem características particulares, bem como aquelas organizações que não dispunham de informações para cálculo de todas as variáveis em estudo. Foram excluídas ainda as empresas cujos dados financeiros foram considerados *outliers* por estarem mais de dois desvios-padrão distantes da média geral, sendo este critério adotado para todas as variáveis (por serem numéricas), bem como aquelas que mudaram sua propriedade e/ou controle ao longo do período estudado, não sendo consistente, portanto, com a característica de empresa familiar ou não familiar no período longitudinal foco de estudo. Ao todo, a amostra de pesquisa foi composta por 268 empresas que geraram 2.769 observações entre os anos de 1996 e 2014.

Na sequência, a amostra de pesquisa foi subdividida em empresas familiares e não familiares. Para classificar uma determinada empresa como familiar foi observado os seguintes critérios encontrados na literatura: membros da família detêm 10% ou mais das ações da companhia, conforme pressupostos de Laffranchini e Braun (2014); e/ou, membros da família (dois ou mais) participam da administração dos negócios, extraído de Anderson e Reeb (2003). Cabe destacar que tais aspectos foram consultados em dois momentos, sendo no primeiro e no último período (geralmente 2014) que cada empresa apresenta informações financeiras, sendo considerado apenas empresas historicamente familiares e não familiares, respectivamente. Desta forma, organizações que passaram por processo de aquisição, fusão, incorporação ou outro similar, não fazem parte da amostra de estudo, o que proporciona robustez a metodologia adotada visando alcançar o objetivo de pesquisa.

Para identificação das informações supramencionadas, foi consultado no *website* da B3 o formulário de referência das companhias (anterior a 2010, consultado formulário antecessor equivalente, sendo o Informações Anuais – IAN). Mais especificamente, no formulário de referência, a fim de averiguar a participação da família no capital da empresa foi observado o item 15 – Controle em seu subitem 15.1/2 – Posição Acionária e, para identificar a participação no conselho de administração das organizações, fez-se uso do item 12 – Assembleia e Administração em seus subitens 12.6/8 – Composição e Experiência Profissional da Administração e do Conselho Fiscal e 12.9 – Relações Familiares. Ao final, 137

empresas (51,1%) foram classificadas como familiares, gerando 1.427 observações (51,5%) e 131 empresas (48,9%) foram delineadas como não familiares, obtendo 1.342 observações (48,5%). A coleta de dados compreendeu o período de 1996 a 2014, sendo as informações financeiras extraídas da base de dados *Thomson Reuters*®.

Para análise dos dados, inicialmente foi elaborada a estatística descritiva das variáveis em estudo. Ademais, foi realizado teste de médias (*t de Student*) para verificar se existem diferenças significativas entre os dois grupos pesquisados. Por fim, foram operacionalizados os modelos de regressões lineares e quadráticos, representados graficamente para melhor compreensão dos achados (estimação da curva). A seguir, apresenta-se o Quadro 1, que contém as variáveis relacionadas ao estudo.

**Quadro 1: Variáveis Dependentes e Independentes**

Variável	Fórmula	Autores
<b>Variáveis Dependentes - Indicadores de Desempenho Econômico</b>		
Retorno sobre Ativo (ROA)	$\frac{EBIT}{Ativo\ Total}$	Oktemgil <i>et al.</i> (2000); Tan e Peng (2003); Daniel <i>et al.</i> (2004); Lee (2011); Zhong (2011); Laffranchini e Braun (2014); Geiger <i>et al.</i> (2019).
Retorno sobre PL (ROE)	$\frac{Lucro\ Líquido}{Patrimônio\ Líquido}$	
Margem Operacional (MOp)	$\frac{Lucro\ Operacional}{Vendas\ Líquidas}$	
<b>Variáveis Independentes - Indicadores de Folga Financeira</b>		
Liquidez Imediata (LI)	$\frac{Disponível}{Passivo\ Circulante}$	Tan e Peng (2003); Daniel <i>et al.</i> (2004); Bradley <i>et al.</i> (2011); Lee (2011); Laffranchini e Braun (2014); Campos e Nakamura (2015); Geiger <i>et al.</i> (2019); Odum <i>et al.</i> (2019).
Liquidez Seca (LS)	$\frac{Ativo\ Circulante - Estoques}{Passivo\ Circulante}$	
Liquidez Corrente (LC)	$\frac{Ativo\ Circulante}{Passivo\ Circulante}$	
Liquidez Geral (LG)	$\frac{Ativo\ Circulante + ARLP}{Passivo\ Circulante + PNC}$	

**Legenda:** ARLP – Ativo Realizável a Longo Prazo; PNC – Passivo Não Circulante.

**Fonte:** Dados da Pesquisa.

Fazendo uso das variáveis apresentadas no Quadro 1, foram elaborados os modelos de regressões. Assim, segue abaixo as equações, linear e quadrática, respectivamente, que serão utilizadas para verificar os pressupostos da análise relacionada às hipóteses de pesquisa. Cabe destacar, de antemão, que o uso da regressão quadrática como técnica estatística principal a fim de captar o efeito não linear entre folga financeira e desempenho é embasado em literatura. Mais precisamente, de acordo com Rafailov (2017), a função de desempenho dependente da folga financeira tem forma de parábola negativa, o que conforme Vanacker, Collewaert e Zahra (2017) assumem especificamente um termo linear positivo e um termo quadrático negativo. Assim, a regressão quadrática é a melhor que se encaixa ao fenômeno estudado, visando verificar a não linearidade de influência entre as variáveis.

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 LI + \varepsilon \quad (1)$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 LI + \beta_2 LI^2 + \varepsilon \quad (2)$$

Conforme as equações acima, a pesquisa terá ainda os modelos relacionados às variáveis dependentes ROE e MOp e às variáveis independentes LS, LC e LG, sendo sempre operacionalizadas em separado para empresas familiares e empresas não familiares. Ademais, é essencial resaltar que fazendo uso da equação 2, identifica-se o ponto de folga que maximiza o desempenho corporativo, solucionando a referida equação conforme segue:

$$X = \frac{\beta_1}{2*\beta_2} \text{ (3)}$$

Com o uso da equação acima formulada, identifica-se, de forma individualizada, os níveis de LI, LS, LC e LG que maximizam o ROA, ROE e MOp de empresas familiares e não familiares brasileiras. Cabe destacar, por fim, que os dados foram tabulados em planilhas eletrônicas e os modelos econométricos foram realizados com auxílio do software SPSS 21.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente apresenta-se na Tabela 1 a estatística descritiva das variáveis em estudo, assim como o teste t de *Student*, a fim de verificar se há diferenças significativas de médias entre os indicadores de folga financeira e desempenho econômico de empresas familiares e não familiares, que posteriormente serão foco de análise.

**Tabela 1: Estatística Descritiva e Teste de Média das Variáveis**

	Estatística Descritiva								Teste de Média (t de student)	
	Empresas Familiares				Empresas Não Familiares				T	Sig
	Média	DP	Mín.	Máx.	Média	DP	Mín.	Máx.		
ROA	0,054	0,068	-0,153	0,269	0,068	0,073	-0,153	0,265	-5,235	0,000*
ROE	0,079	0,197	-0,887	0,861	0,097	0,198	-0,899	0,877	-2,398	0,008*
MO	0,078	0,136	-0,550	0,734	0,118	0,161	-0,580	0,748	-7,075	0,000*
LI	0,460	0,443	0,000	2,396	0,456	0,421	0,000	2,401	0,200	0,421
LS	1,270	0,601	0,056	3,558	1,116	0,554	0,056	3,627	6,974	0,000*
LC	1,775	0,747	0,056	4,299	1,348	0,678	0,060	4,248	15,747	0,000*
LG	1,150	0,561	0,036	2,888	0,874	0,472	0,049	2,873	13,972	0,000*

\*Significância ao Nível de 5%.

**Fonte:** Dados da Pesquisa.

De acordo com os dados da Tabela 1, é possível verificar que as organizações não familiares, nos três indicadores de desempenho econômico, apresentaram médias superiores as empresas familiares e, em todos os casos, significantes ao nível de 5%, confirmando que para a amostra em questão, as empresas não familiares possuem melhor *performance* empresarial. Tais resultados podem atentar ao fato que o ganho em empresas familiares esteja alinhado também à maximização do crescimento organizacional, sucesso empresarial e criação de empregos para a sociedade (Morris, Williams, Allen & Avila, 1997), estando o desempenho econômico propriamente dito como consequência secundária dos demais aspectos. Isto seria, em resumo, o que diversos autores denominam de afeto organizacional em um cenário capitalista observado em empresas familiares, que não é, contudo, compactado por todos

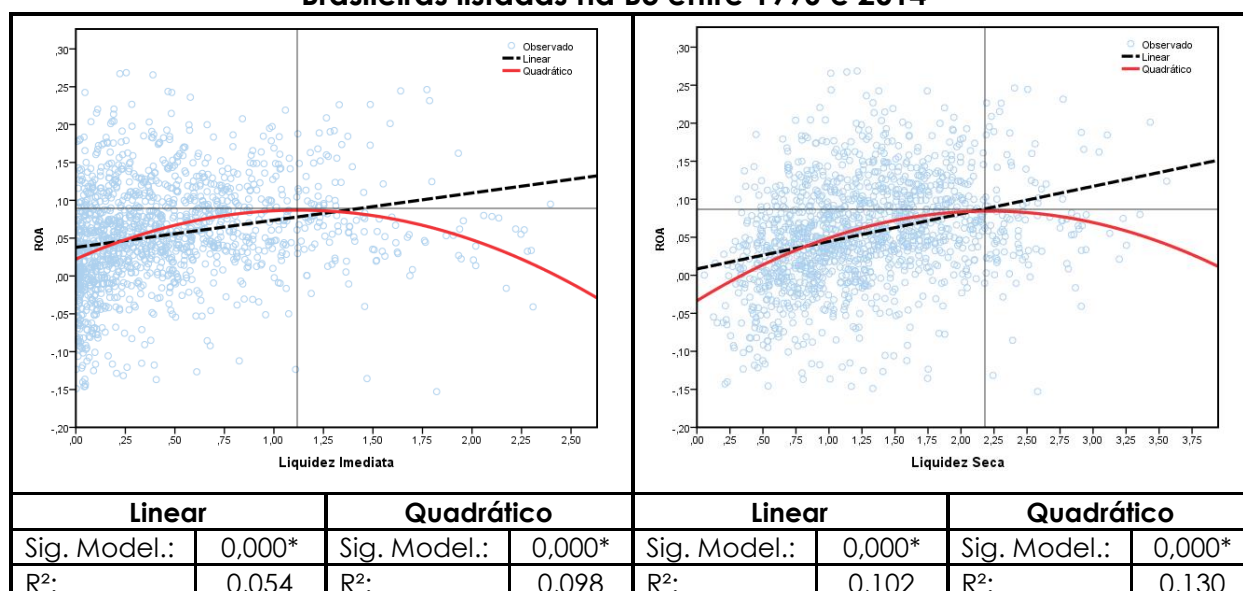
os pesquisadores. Lopes, Carrieri e Saraiva (2013), discordam que o desempenho possua menor importância para empresas familiares. De fato, tal discussão é um dentre tantos pontos complexos avaliados em empresas familiares.

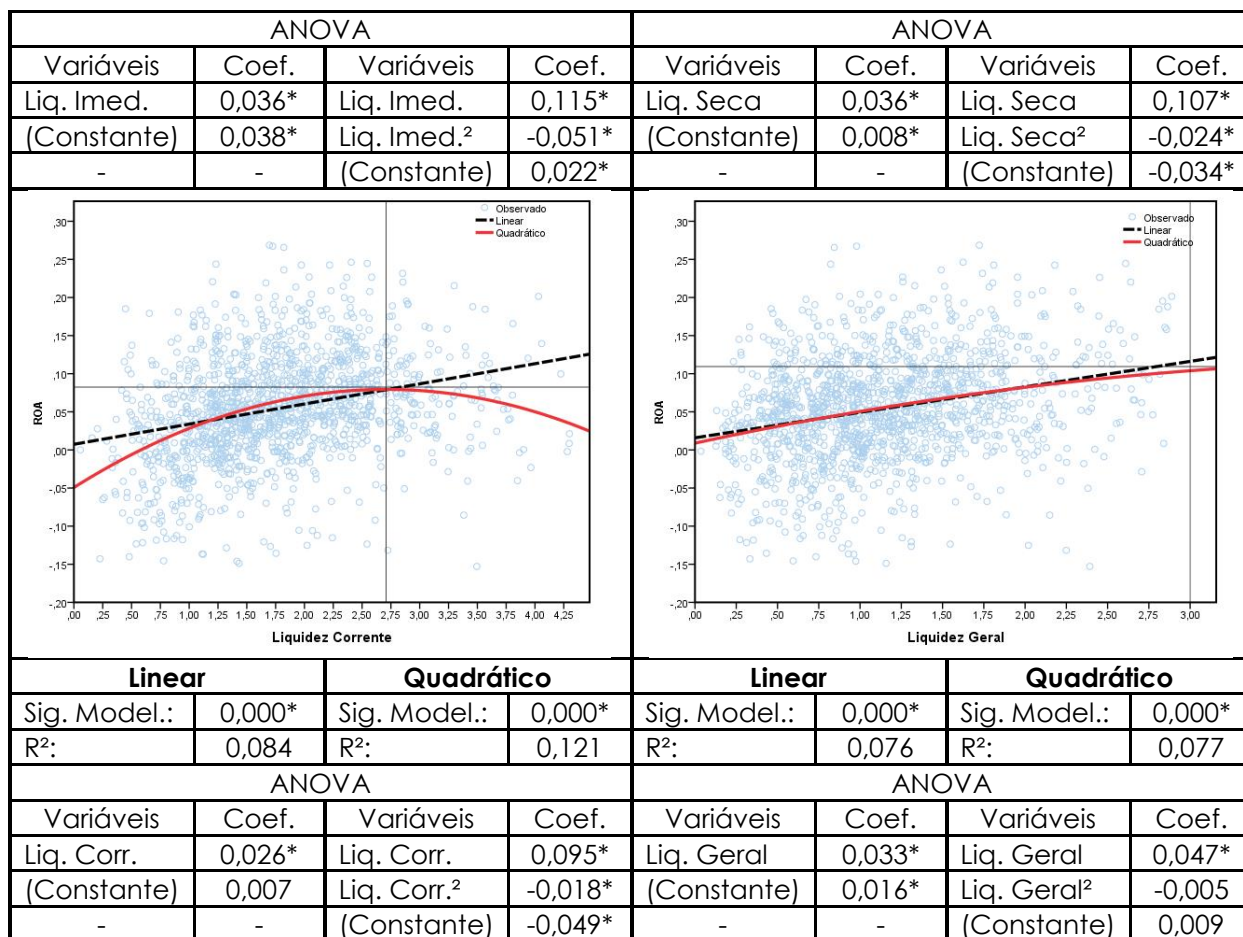
Quanto aos indicadores de folga financeira, observa-se que em todos os casos as empresas familiares apresentam graus mais elevados comparativamente as empresas não familiares, sendo tais achados significantes ao nível de 5% para três variáveis (LS, LC e LG). Na literatura, há diversos fatores que podem explicar o maior nível de liquidez de empresas familiares. Shyu (2011) revela que apesar da influência do pagamento de dividendos não estar consolidada em face da propriedade familiar, espera-se, a princípio, correlação negativa entre dividendos e propriedade familiar, uma vez que os pagamentos de dividendos representam menor fluxo de caixa livre, que usualmente é a forma mais comum de recursos utilizados por organizações familiares para investimentos quando da existência de oportunidades no mercado econômico.

Além disso, famílias empreendedoras possuem visão de longo prazo para suas empresas (Anderson & Reeb, 2003), justificando a manutenção de níveis mais elevados de liquidez por organizações familiares. Por fim, Scarpin, Almeida e Machado (2012) entendem ainda que empresas familiares são menos propensas ao risco, sendo aderentes a uma gestão mais conservadora. Tal fato está estritamente relacionado ao nível de endividamento empresarial, pois organizações familiares são, a princípio, menos alavancadas, preferindo fazer uso de capital gerado internamente para realizar investimentos, sendo avessas a recursos de terceiros e consequente pagamento de juros, o que torna necessário operar com níveis de liquidez mais elevadas.

Analisado os achados da estatística descritiva em conjunto com o teste de médias, na sequência têm-se os resultados da influência da folga financeira no desempenho econômico das empresas familiares e não familiares brasileiras, expressos graficamente em regressões lineares e quadráticas. Assim, segue inicialmente a Figura 1, que contém a influência da folga financeira no ROA de empresas familiares brasileiras.

**Figura 01 – Influência da Folga Financeira no ROA de Empresas Familiares Brasileiras listadas na B3 entre 1996 e 2014**

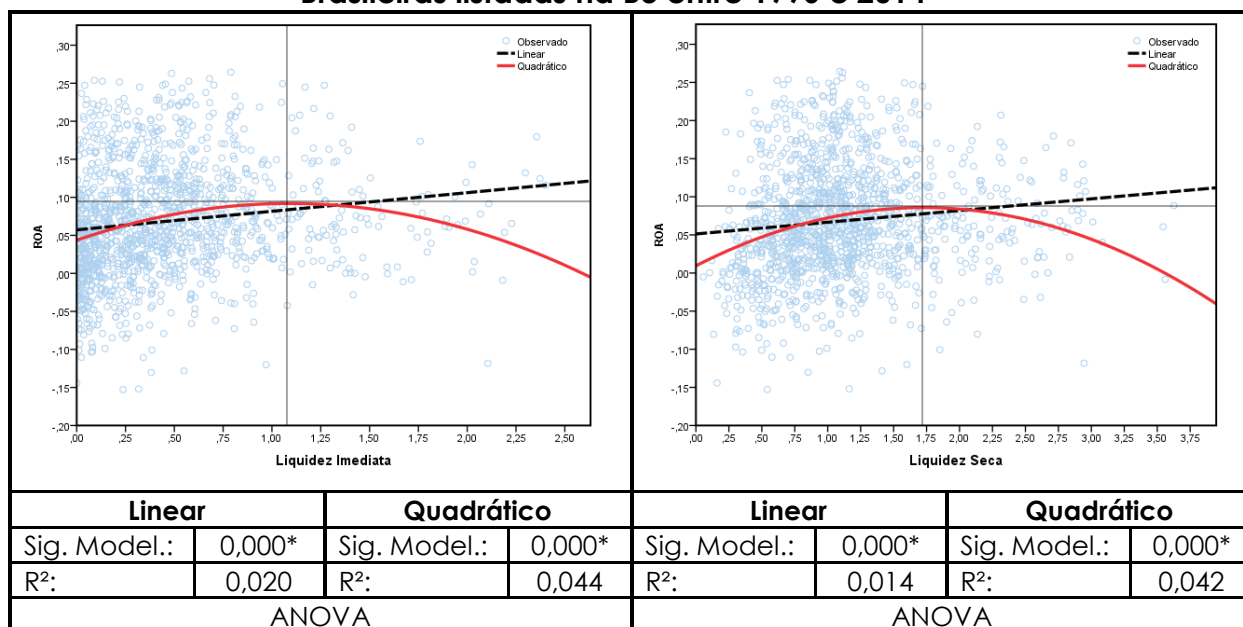




\*Significância ao Nível de 5%. **Fonte:** Dados da Pesquisa.

Na sequência, para posterior análise em conjunto com a Figura 1, apresenta-se a Figura 2, que contém os achados da pesquisa para a influência da folga financeira no ROA de empresas não familiares brasileiras.

**Figura 02 – Influência da Folga Financeira no ROA de Empresas Não Familiares Brasileiras listadas na B3 entre 1996 e 2014**



Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.
Liq. Imed.	0,024*	Liq. Imed.	0,089*	Liq. Seca	0,015*	Liq. Seca	0,000*
(Constante)	0,057*	Liq. Imed. <sup>2</sup>	-0,041*	(Constante)	0,051*	Liq. Seca <sup>2</sup>	-0,026*
-	-	(Constante)	0,044*	-	-	(Constante)	0,009

ROA

Liquidez Corrente

ROA

Liquidez Geral

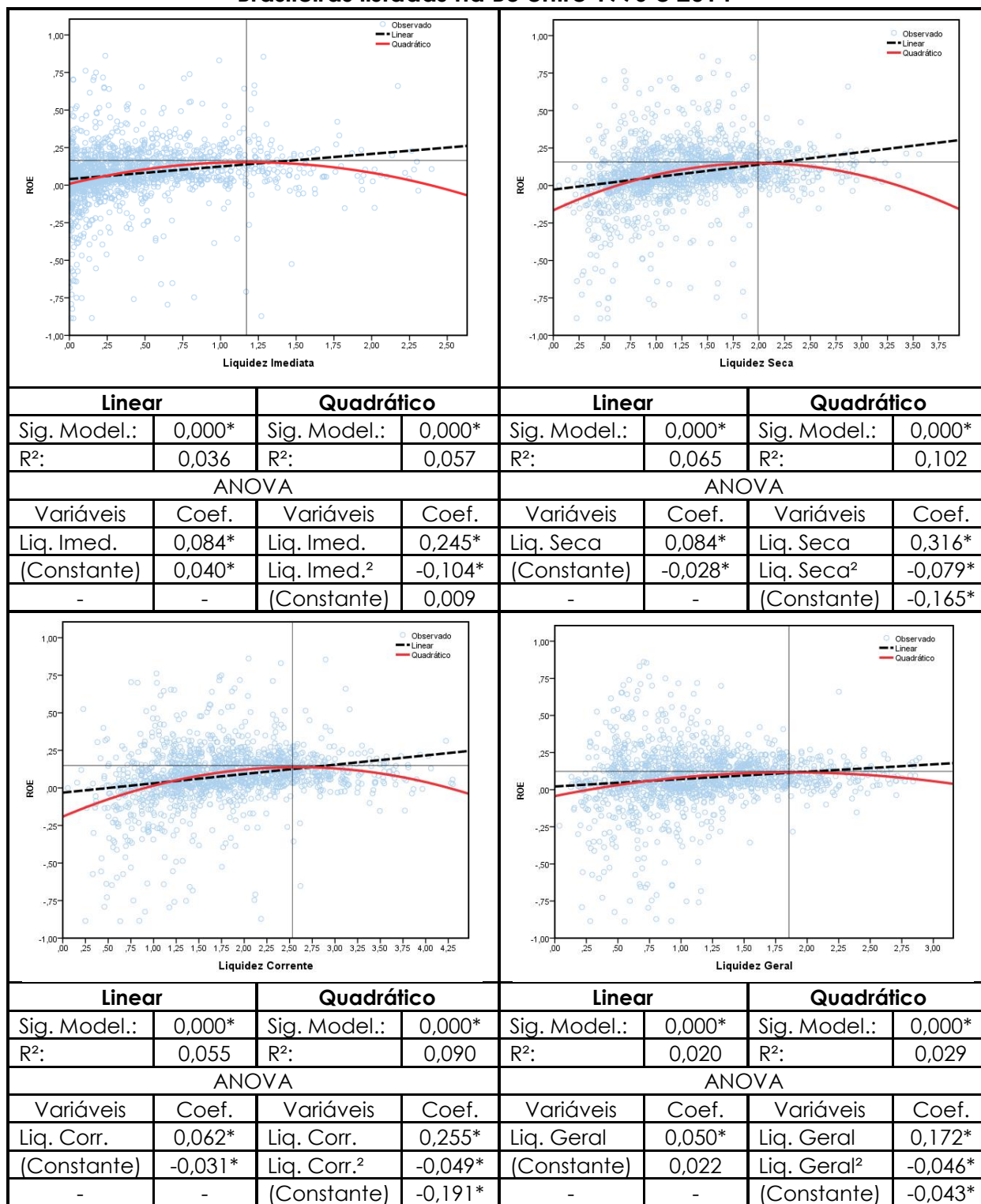
Linear		Quadrático		Linear		Quadrático	
Sig. Model.:	0,009*	Sig. Model.:	0,000*	Sig. Model.:	0,727	Sig. Model.:	0,238
R <sup>2</sup> :	0,005	R <sup>2</sup> :	0,018	R <sup>2</sup> :	0,000	R <sup>2</sup> :	0,002

ANOVA				ANOVA			
Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.
Liq. Corr.	0,008*	Liq. Corr.	0,049*	Liq. Geral	0,001	Liq. Geral	0,023
(Constante)	0,058*	Liq. Corr. <sup>2</sup>	-0,012*	(Constante)	0,067*	Liq. Geral <sup>2</sup>	-0,009
-	-	(Constante)	0,029*	-	-	(Constante)	0,058*

\*Significância ao Nível de 5%. **Fonte:** Dados da Pesquisa.

Conforme Figura 1 e Figura 2, é possível observar que os modelos quadráticos apresentam R<sup>2</sup> (poder explicativo) superiores aos modelos lineares, possuindo, portanto, melhor ajuste aos dados. Além disso, os modelos para as folgas de curto prazo (LI, LS e LC) apontam sempre uma parábola negativa, demonstrando que a folga impulsiona o ROA até determinado ponto e que, posteriormente, inibe a *performance* empresarial. A seguir, tem-se a Figura 3, contendo a influência da folga financeira no ROE de empresas familiares brasileiras.

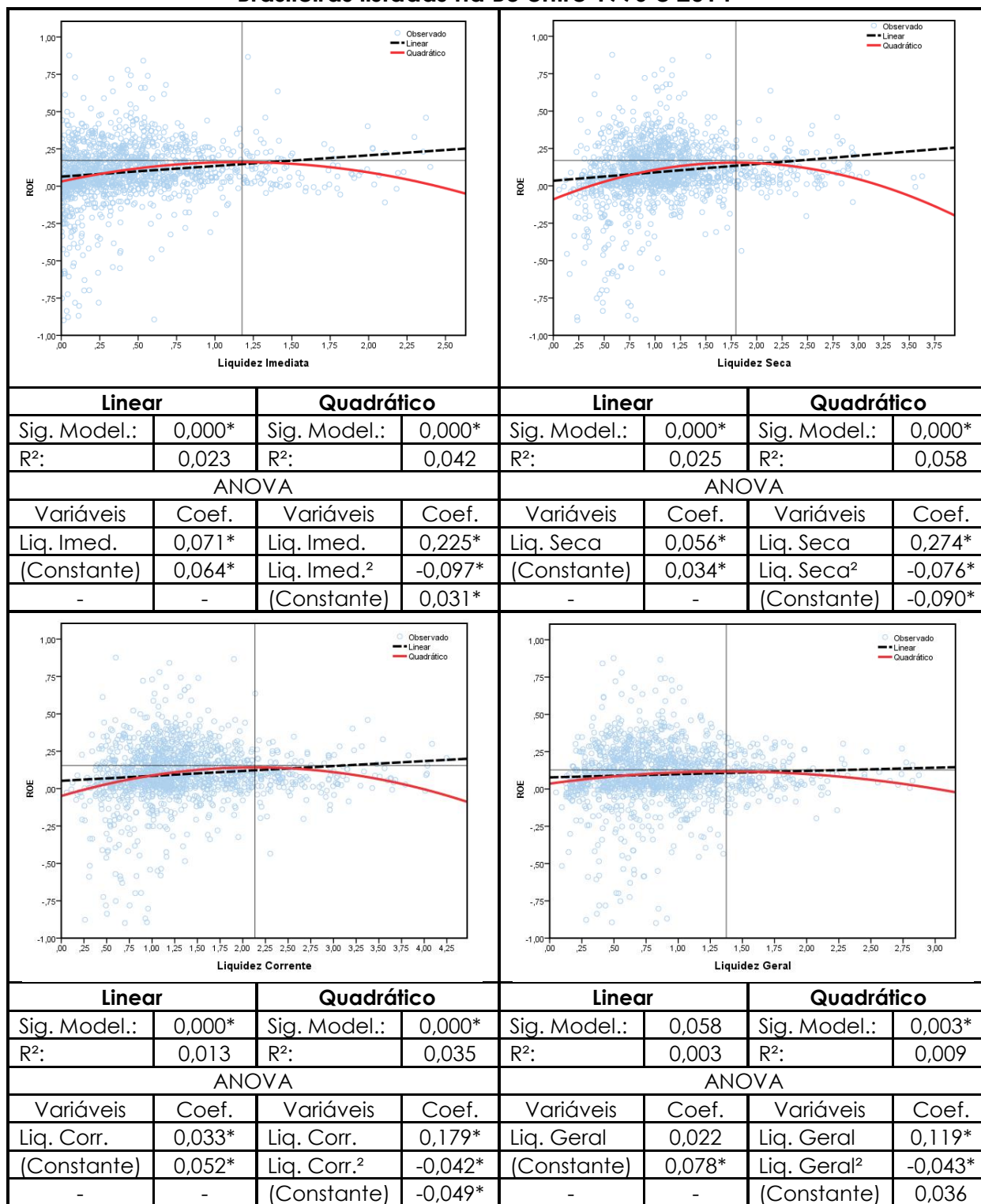
**Figura 03 – Influência da Folga Financeira no ROE de Empresas Familiares Brasileiras listadas na B3 entre 1996 e 2014**



\*Significância ao Nível de 5%. **Fonte:** Dados da Pesquisa.

Apresentado os resultados da folga financeira para o indicador ROE de empresas familiares, tem-se, conforme a Figura 4, os achados da pesquisa para as empresas não familiares brasileiras, que posteriormente serão foco de análise.

**Figura 04 – Influência da Folga Financeira no ROE de Empresas Não Familiares Brasileiras listadas na B3 entre 1996 e 2014**



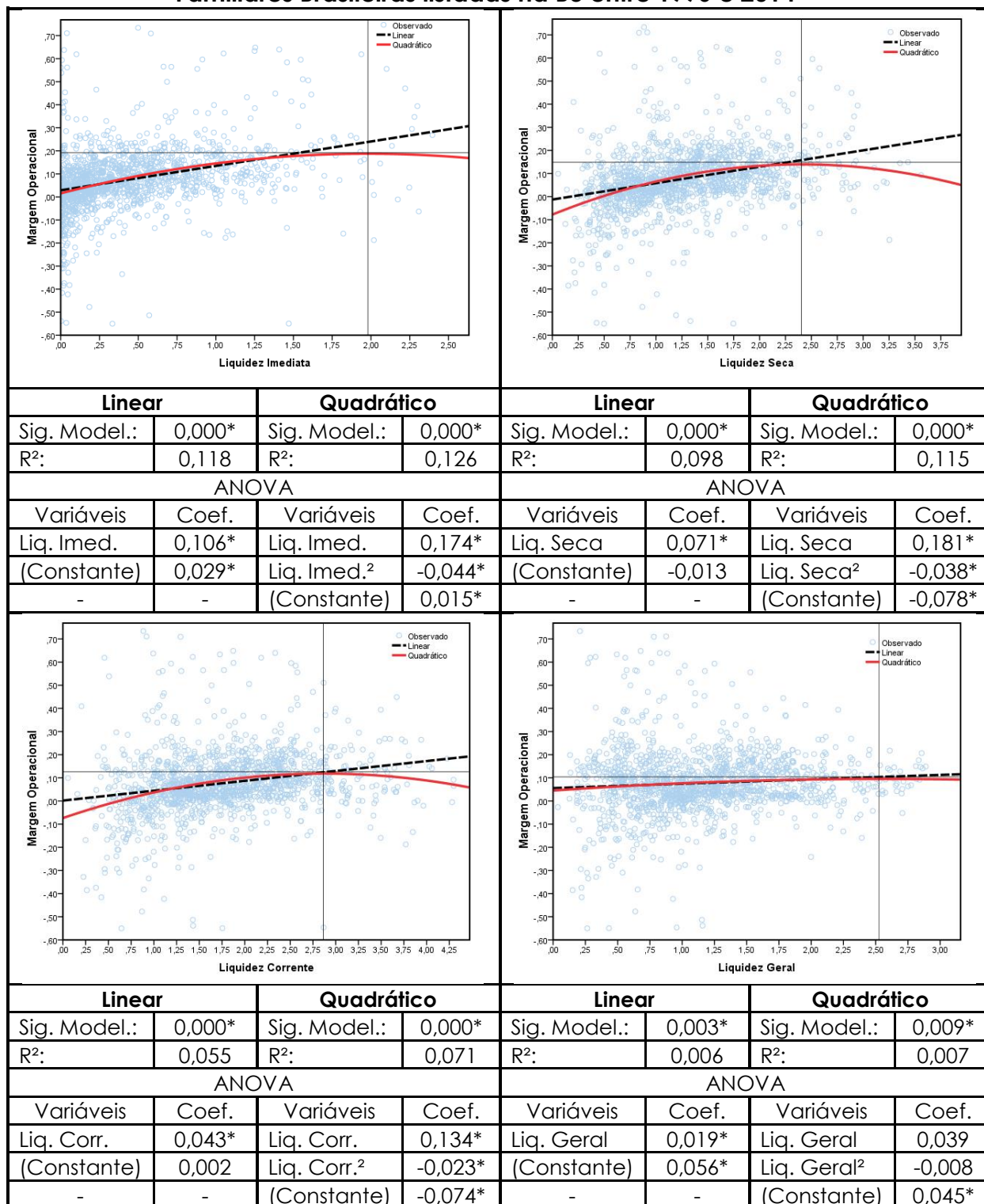
\*Significância ao Nível de 5%. **Fonte:** Dados da Pesquisa.

Para a Figura 3 e Figura 4, correspondente aos indicadores de folga financeira no indicador de desempenho ROE, nota-se novamente que na maioria dos modelos operacionalizados, existe relação entre as variáveis em forma de “U” invertido, corroborando com os pressupostos de Tan e Peng (2003) de que a relação entre folga e desempenho não é linear. Na sequência, apresentam-se os



modelos para a variável dependente Margem Operacional em empresas familiares, conforme Figura 5.

**Figura 05 – Influência da Folga Financeira na Margem Operacional de Empresas Familiares Brasileiras listadas na B3 entre 1996 e 2014**

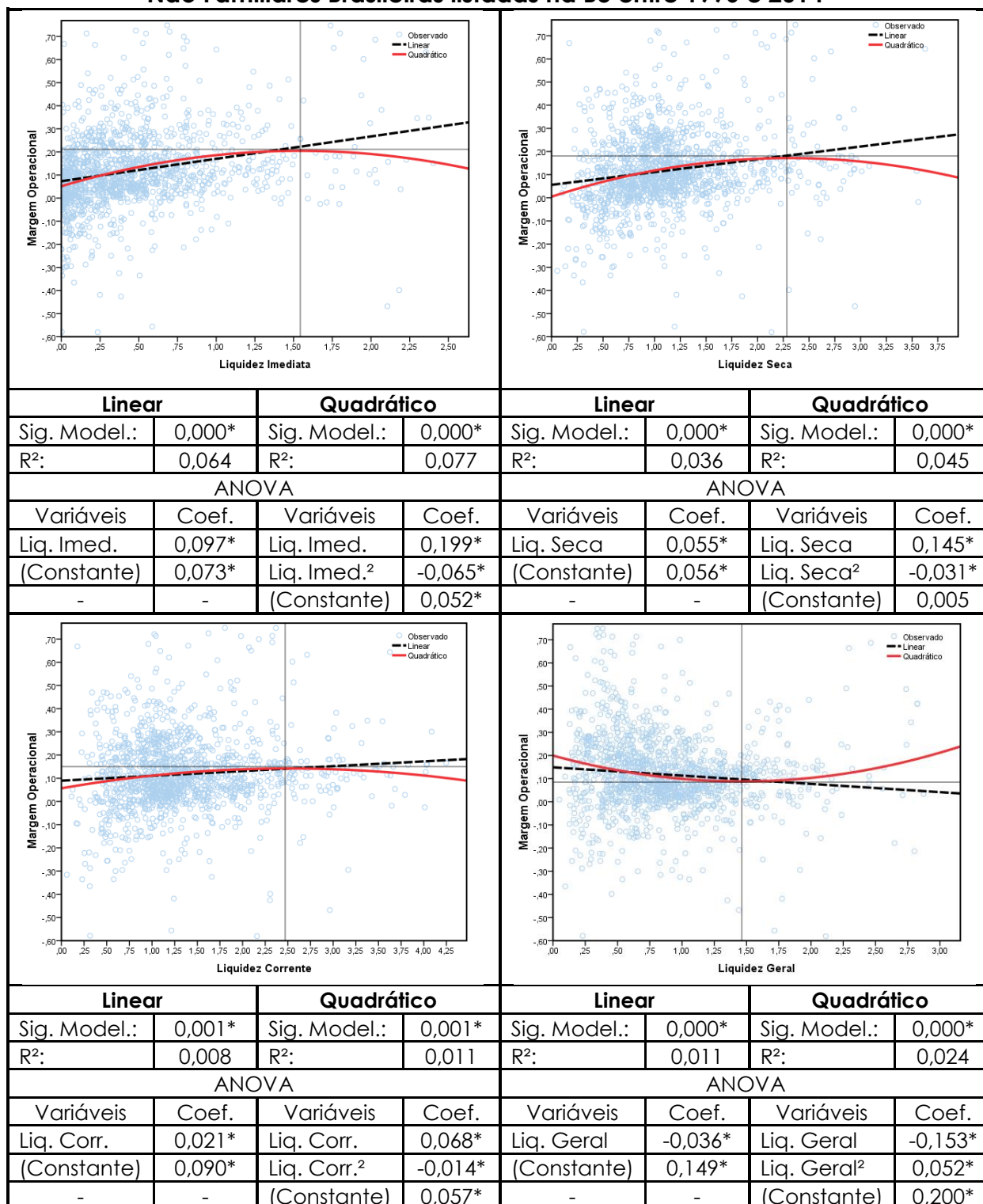


\*Significância ao Nível de 5%. **Fonte:** Dados da Pesquisa.

Visto os modelos para empresas familiares, na sequência, para posterior análise comparativa com a Figura 5, é exposta a Figura 6, que possui os resultados

da pesquisa para a influência da folga financeira na Margem Operacional de empresas não familiares brasileiras.

**Figura 06 – Influência da Folga Financeira na Margem Operacional de Empresas Não Familiares Brasileiras listadas na B3 entre 1996 e 2014**



\*Significância ao Nível de 5%. **Fonte:** Dados da Pesquisa.

De acordo com a Figura 5 e a Figura 6, novamente é possível verificar a influência da folga financeira no desempenho econômico, neste último caso

medido pelo indicador de Margem Operacional (MOp). Em todos os gráficos apresentados anteriormente (Figuras 1 a 6), foi traçado duas retas (sendo uma horizontal e outra vertical), visando identificar em qual nível de folga financeira as organizações atingem o melhor (ou pior) desempenho, sendo a folga particionada sempre em fragmentos de 0,25.

Neste contexto, cabe destacar que, quando a regressão linear é crescente, a função quadrática apresenta o nível de folga que proporciona o melhor desempenho empresarial. Em contrapartida, quando a relação linear é negativa entre folga e desempenho, a função quadrática expõe o grau de folga que proporciona o menor desempenho. A seguir, tem-se a Tabela 2, que contém o resumo dos achados entre as relações de folga financeira e desempenho econômico para empresas familiares e não familiares brasileiras.

**Tabela 2 – Resumo dos Intervalos de Folga que maximizam (ou minimizam) o Desempenho de Empresa Familiares e Não Familiares Brasileiras listadas na B3 entre 1996 e 2014**

Variável Dep./Indep.	Liquidez Imediata		Liquidez Seca		Liquidez Corrente		Liquidez Geral	
	EF	ENF	EF	ENF	EF	ENF	EF	ENF
ROA	1,00- 1,25	1,00- 1,25	2,00- 2,25	1,50- 1,75	2,50- 2,75	2,00- 2,25	2,75- 3,00	1,00- 1,25
ROE	1,00- 1,25	1,00- 1,25	1,75- 2,00	1,75- 2,00	2,50- 2,75	2,00- 2,25	1,75- 2,00	1,25- 1,50
Mrg. Oper.	1,75- 2,00	1,50- 1,75	2,25- 2,50	2,25- 2,50	2,75- 3,00	2,25- 2,50	2,50- 2,75	<u>1,25-</u> <u>1,50</u>

**Legenda 01:** EF – Empresas Familiares; ENF – Empresas Não Familiares.

**Legenda 02:** Sublinhado = Mínimo.

**Fonte:** Dados da Pesquisa.

Conforme Tabela 2, nota-se inicialmente que apenas uma das regressões quadráticas apresentou o intervalo de mínimo que a folga financeira proporciona no desempenho, sendo para empresas não familiares entre as variáveis margem operacional e liquidez geral. Em todos os outros vinte e três casos, a função quadrática apontou o grau de folga financeira necessária a fim de maximizar a performance empresarial. Este resultado deve-se, primordialmente, ao fato que nas regressões lineares, a relação positiva entre folga e desempenho foi prevalecente, demonstrando que no contexto brasileiro, as prerrogativas da teoria baseada em recursos – vantagem competitiva e crescimento organizacional (Bradley *et al.*, 2011) – e da teoria comportamental da empresa – redutora de conflitos de interesses e propulsora da inovação (Lee, 2011) – melhor explicam a relação entre folga financeira e desempenho organizacional.

Contudo, na abordagem das regressões quadráticas, propulsoras de estudos recentes sobre o tema, nota-se que majoritariamente há relação curvilínea entre folga e desempenho, mais precisamente em formato de parábola negativa, sugerindo assim que há um limite além do qual maior nível de recursos torna-se prejudicial ao desempenho organizacional, corroborando com os pressupostos teóricos e empíricos de Tan e Peng (2003), Daniel *et al.*, (2004), Zhong (2011) e Rafailov (2017), sendo que neste último os efeitos negativos da folga dominam apenas em níveis bastante elevados de folga, sendo mais próximos, portanto, aos achados vinculados às empresas familiares brasileiras.

Numa análise comparativa mais abrangente entre empresas familiares e não familiares, é necessário observar algumas características essenciais para a gestão empresarial eficiente em ambos os tipos de empresas. Assim, salienta-se que os modelos de regressão quadráticos de empresas familiares apresentam, em geral,  $R^2$  (poder explicativo) superiores aos modelos de empresas não familiares. Dos doze modelos operacionalizados para empresas familiares, oito deles apresentaram  $R^2$  igual ou superior ao melhor poder explicativo encontrado nos modelos de empresas não familiares, demonstrando que decisões vinculadas à política de estoques, período de crédito concedido a clientes e prazo de crédito dado por fornecedores, possuem impacto sobre a rentabilidade empresarial (Lazaridis & Tryfonidis, 2006) de forma mais relevante para empresas familiares do que para empresas não familiares e, por isso, devem ser mais bem dimensionadas principalmente por gestores de organizações familiares.

Além disso, conforme Tabela 2, é possível observar que em todos os modelos gerados as empresas familiares maximizam seu desempenho com níveis de folga financeira iguais ou superiores aos das empresas não familiares. Cabe destacar que, a referida tabela é configurada com os mesmos intervalos de folga (frações de 0,25) apresentados nos gráficos, visando trazer a visão geral dos achados, sendo este enquadramento vinculado as diretrizes da equação 3. Desta forma, a efeito de exemplo, o nível ideal de folga financeira dimensionada pela LC que uma empresa familiar deve manter a fim de maximizar o desempenho medido pelo ROA é dado por " $0,095/(2*0,018)$ ", resultando no ponto máximo de 2,64, dentro, portanto, do intervalo de 2,50-2,75 apresentado na Tabela 2.

Passados os aspectos operacionais e, agora, sob a lente de análise, tem-se que na maioria destes resultados as empresas geridas por famílias tendem a alcançar o melhor desempenho quando operam suas atividades com maior proporção de recursos excedentes comparativamente as organizações não familiares. Especificamente quando da folga medida pela liquidez corrente, nos três indicadores de desempenho testados – ROA, ROE e Margem Operacional -, empresas familiares alcançam o máximo de desempenho com liquidez maior, sugerindo diferenças importantes na gestão das organizações de tipo familiar e não familiar.

O estudo de Laffranchini e Braun (2014), realizado no contexto italiano, trouxe como achado principal de pesquisa que o baixo grau de folga é mais prejudicial para firmas familiares do que para organizações não familiares e que, por consequência, o alto nível de folga acarreta resultados mais satisfatórios para empresas familiares comparativamente às não familiares. Tais achados, até então observados apenas no cenário italiano dentro da proposta de comparação entre empresas familiares e não familiares são similares ao desta pesquisa. Desta forma, contribui-se para a literatura trazendo evidências adicionais robustas para o cenário brasileiro, representando sobretudo o contexto enfrentado por empresas atuantes em países emergentes, até então não observado.

Cabe destacar que mediante a importância dos achados desta pesquisa para a gestão empresarial, faz-se necessária reflexão mais profunda para seu amplo entendimento. Neste sentido, pressupostos como os revelados por Morris *et al.* (1997) podem explicar o motivo que empresas familiares alcançam melhor performance corporativa com níveis mais elevados de liquidez comparativamente às organizações não familiares. Em empresas familiares, os

membros da família que ocupam posição gerencial de alto escalão tendem a possuir vida e interesse pessoal ligados ao da empresa, além de possuírem visão de tempo indefinido (notadamente de longo prazo). Em contrapartida, o interesse de gestores em organizações não familiares se limita mais para peculiaridades do contrato de trabalho, que tendem a visar aspectos de curto prazo (Morris *et al.*, 1997). Logo, com base nestes apontamentos, é razoável supor que organizações não familiares necessitam operar com níveis mais baixos de folga para atingir seus objetivos de curto prazo, enquanto empresas familiares maximizam seu desempenho com mais recursos excedentes a disposição, pois possuem visão de longo prazo, ligada a prosperidade empresarial por várias gerações da família.

Além disso, empresas familiares e não familiares disputam livremente espaço no mercado, mas se apoiam em formas de competitividade diferentes. Primordialmente, empresas familiares são mais conservadoras do que empresas não familiares (Colli, 2003) e menos propensas ao risco (Scarpin *et al.*, 2012). Os valores institucionais cultivados em organizações familiares estão conectados ao nome do fundador e/ou sobrenome da família (Tillmann & Grzybovski, 2005), motivando assim uma gestão mais conservadora, pois além da saúde empresarial, gestores familiares buscam conservar seu sobrenome junto à sociedade.

Por fim, têm-se ainda questões vinculadas a captação de recursos junto a terceiros como suporte para que a administração familiar consiga atingir resultados mais satisfatórios operando com níveis superiores de folga financeira do que gestores de empresas não familiares, que tendem a maximizar a *performance* empresarial com patamares de liquidez inferior. Neste sentido, Eld Junior (1996) relata que empresas geridas por profissionais (não familiares) preferem buscar novos fundos por meio de empréstimos bancários, enquanto empresas familiares tendem obedecer a uma hierarquia predeterminada, priorizando a geração e/ou nova alocação de recursos próprios. Desta forma, ressalta-se que empresas familiares necessitam manter mais recursos excedentes frente às ameaças em períodos de recessão econômica ou aproveitar as oportunidades em tempos de crescimento do mercado, enquanto empresas não familiares operam com folga mais restrita e captam recursos junto a terceiros quando necessários a fim de maximizar seu desempenho.

## 5 CONCLUSÕES, DISCUSSÕES E RECOMENDAÇÕES

Este estudo teve por objetivo verificar a influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras. Os achados identificados conforme estatística descritiva e teste de médias apontam que empresas não familiares possuem desempenho superior comparativamente ao de empresas familiares, enquanto empresas geridas pela família operam com níveis de folga financeira maiores do que empresas profissionais (não familiares).

Os modelos de regressões lineares demonstraram que a folga tende, majoritariamente, a influenciar positivamente no desempenho das organizações, sejam elas familiares ou não familiares, corroborando com os pressupostos da teoria baseada em recursos (Bradley *et al.*, 2011) e teoria comportamental da empresa (Lee, 2011). Contudo, numa abordagem mais atual, regressões quadráticas demonstraram maior poder explicativo para dimensionar a relação

entre folga e desempenho, sendo que, os achados apontaram a folga financeira como maximizadora do desempenho econômico até determinado patamar e que, a partir deste ponto, passa a deteriorar a *performance* organizacional. Tais resultados são consistentes com os pressupostos teóricos e/ou empíricos de que a influência da folga no desempenho é não linear (Laffranchini & Braun, 2014; Vanacker *et al.*, 2017; Rafailov, 2017).

As descobertas desta pesquisa para o contexto brasileiro fortalecem o entendimento de pesquisadores que tem partido do princípio que tanto pouca folga como muita folga pode ser problemática e, assim, empresas necessitam equilibrar seu nível de recursos excedentes, buscando um patamar "ótimo" que visa usufruir dos benefícios da liquidez sem se expor demasiadamente aos seus malefícios (Stan, Peng & Bruton, 2014).

Além disso, tem-se que a folga financeira age de forma distinta na maximização do desempenho de empresas familiares e não familiares, sendo que organizações geridas por famílias atingem melhor *performance* operando com níveis de folga maiores comparativamente a empresas não familiares, que devem atuar com menor proporção de recursos excedentes a fim de alavancar ao máximo seu desempenho. Tais resultados, sobretudo, são similares ao estudo de Laffranchini e Braun (2014) para o contexto italiano, reiterando que aspectos como visão de longo prazo (Demsetz & Lehn, 1985) e conservadorismo (Colli, 2003) existentes em empresas familiares interferem na forma de gestão eficiente empresarial e, portanto, devem ser observados e aplicados por administradores familiares e profissionais de forma distinta.

Por fim, visando o desenvolvimento futuro do tema que ainda carece de diversas reflexões para sua compreensão de maneira mais robusta, recomenda-se verificar a influência da folga financeira recuperável (como o excesso de mão de obra) e potencial (como a possibilidade de aumentar o endividamento corporativo) no desempenho econômico de empresas brasileiras utilizando, sobretudo, a abordagem quadrática que vem impulsionando o conhecimento sobre o fenômeno em questão em todo o mundo.

## REFERÊNCIAS

- Altaf, N., & Shah, F. (2017). Slack Heterogeneity and Firm Performance: Investigating the Relationship in Indian Context. *Research in International Business and Finance*, 42(1), 390-403.
- Anderson, R. C.; & Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.
- 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.
- Camargos, M. A. de, & Barbosa, F. V. (2005). Análise do Desempenho Econômico-Financeiro e da Criação de Sinergias em Processos de Fusões e Aquisições do Mercado Brasileiro Ocorridos entre 1995 e 1999. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 12(2), 99-115.

Campos, A. L. S., & Nakamura, W. T. (2015). Rebalanceamento da Estrutura de Capital: Endividamento Setorial e Folga Financeira. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(1), 20-37.

Cheng, J. L. C., & Kesner, I. F. (1997). Organizational Slack and Response to Environmental Shifts: The Impact of Resource Allocation Patterns. *Journal of Management*, 23(1), 1-18.

Colli, A. (2003). *The History of Family Business 1850-2000* (47a ed.). Cambridge: Cambridge University Press.

Cyert, R., & March J. (1963). A Behavioral Theory of the Firm. *Englewood Cliffs, NJ*, 2(4), 169-187.

Daily, C. M., & Dollinger, M. J. (1991). Family firms are different. *Review of Business*, 13(1), 3-5.

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.

Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.

Donnelley, R. G. (1967). A empresa familiar. *Revista de Administração de Empresas*, 7(23), 161-198.

Eld Junior, W. (1996). Custo e Estrutura de Capital: o Comportamento das Empresas Brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 36(4), 51-59.

Flores Júnior, J. E., & Grisci, C. L. I. (2012). Dilemas de Pais e Filhos no Processo Sucessório de Empresas Familiares. *Revista de Administração da USP - RAUSP*, 47(2), 325-337.

Geiger, S. W., Marlin, D., & Segrest, S. L. (2019). Slack and Performance in the Hospital Industry: a Configurational Approach. *Management Decision* 57, 1-20.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(1), 305-360.

Laffranchini, G., & Braun, M. (2014). Slack in Family Firms: Evidence from Italy. *Family Business Management*, 4(2), 171-193.

Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). The Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange. *Journal of Financial Management and Analysis*, 19(1), 26-35.

Lee, S. (2011). How Financial Slack Affects Firm Performance: Evidence from US Industrial Firms. *Economic Research*, 16(1), 1-27.

Lopes, F. T., Carrieri, A., & Saraiva, L. A. S. (2013). Relações entre Poder e Subjetividade em uma Organização Familiar. *Organizações & Sociedade*, 20(65), 225-238.

March, J. G. (1979). *Interview in Stanford GSB*. Stanford Graduate of Business, California, USA.

Mcarthur, A. W., & Nystrom, P. C. (1991). Environmental Dynamism, Complexity, and Munificence as Moderators of Strategy-Performance Relationships. *Business Research*, 23(4), 349-361.

Morris, M. H., Williams, R. O., Allen, J. A., & Avila, R. A. (1997). Correlates of Success in Family Business Transitions. *Journal of Business Venturing*, 12(5), 385-401.

Odum, A. N., Odum, C. G., & Okoye, G. O. (2019). The Impact of Financial Slack on Firm Performance in a Recessed Economy: the Nigerian Experience. *Indonesian Journal of Contemporary Accounting Research*, 1(2), 1.

Oktemgil, M., Greenley, G. E., & Broderick, A. J. (2000). An Empirical Study of Isolating Mechanisms in UK Companies. *European Journal of Operational Research*, 122(3), 638-655.

Penrose E. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm* (1a ed.). New York: Wiley.

Pimentel, R. C., Braga, R., & Casa Nova, S. P. de C. (2005). Interação entre Rentabilidade e Liquidez: um Estudo Exploratório. *Revista de Contabilidade em Ciências Contábeis da UERJ*, 10(2), 83-98.

Rafailov, D. (2017). Financial Slack and Performance of Bulgarian Firms. *Journal of Finance and Bank Management*, 5(2), 1-13.

Scarpel, R. A., & Milioni, A. Z. (2001). Aplicação de Modelagem Econométrica à Análise Financeira de Empresas. *Revista de Administração da USP - RAUSP*, 36(2), 80-88.

Scarpin, J. E., Almeida, D. M., & Machado, D. G. (2012). Endividamento e Lucratividade: um Estudo em Empresas Familiares e Não Familiares que Compõem o Índice IBRX-100 da BM&FBovespa. *Revista Ambiente Contábil*, 4(2), 93-109.

Shyu, J. (2011). Family ownership and firm performance: evidence from Taiwanese firms. *International Journal of Managerial Finance*, 7(4), 397-411.

Stan, C. V., Peng, M. W., & Bruton, G. D. (2014). Slack and the Performance of State-Owned Enterprises. *Asia Pacific Journal of Management*, 31(1), 473-495.

Tan, J., & Peng, M. W. (2003). Organizational slack and firm performance during economic transitions: two studies from an emerging economy. *Strategic Management Journal*, 24(13), 1249-1263.

Tillmann, C., & Grzybovski, D. (2005). Sucessão de Dirigentes na Empresa Familiar: Estratégias Observadas na Família Empresária. *Organizações & Sociedade*, 12(32), 45-61.



Vanacker, T., Collewaert, V., & Zahra, S. A. (2017). Slack Resources, Firm Performance and the Institutional Context: Evidence from Privately Held European Firms. *Strategic Management Journal*, 38(6), 1305-1326.

Vieira, R. S. (2010). *The Relationship Between Liquidity and Profitability: An Exploratory Study of Airline Companies Between 2005 and 2008*. Master Thesis, UMEA University, Umea, Sweden.

Ware, E. O. (2015). Liquidity Management and Its Effect on Profitability in a Tough Economy: A Case of Companies Listed on the Ghana Stock Exchange. *International Journal of Research in Business Studies and Management*, 2(11), 34-66.

Zhong, H. (2011). The relationship between slack resources and performance: an empirical study from China. *International Journal of Modern Education and Computer Science*, 3(1), 1-8.