

---

# EFEITOS DA FOLGA FINANCEIRA NO DESEMPENHO DE EMPRESAS NO PERÍODO DA PANDEMIA DE COVID-19

Paula Borges Tronco<sup>1</sup>  
Luiz Henrique Figueira Marquezan<sup>2</sup>  
Larissa Degenhart<sup>3</sup>  
Maria Laura Pereira Velho<sup>4</sup>  
Vinícius Costa da Silva Zonatto<sup>5</sup>

---

▪ Artigo recebido em: 04/06/2022 ▪ Artigo aceito em: 11/09/2023 ▪▪ Segunda versão aceita em: 15/12/2023

## RESUMO

Este estudo analisa a influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas listadas na B3 durante a pandemia de Covid-19. Realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa, com dados de 308 companhias, do segundo trimestre de 2016 ao terceiro trimestre de 2020. Os resultados revelam que os efeitos da folga no desempenho ocorrem em forma de U invertido, apontando para um nível intermediário de folga como melhor prática. Contrariando o esperado, não foram encontradas contribuições adicionais da folga na pandemia. Ao consumir a folga acumulada, as companhias prejudicaram a rentabilidade, sendo ainda mais penalizadas durante a pandemia, contrariando expectativas dos efeitos do uso de recursos acumulados para tais momentos. Contribui ao discutir sobre a atenção da gestão em

---

<sup>1</sup> Mestre em Administração pela Universidade Federal de Santa Maria (UFSM), paula.tronco@ufsm.br.

<https://orcid.org/0000-0003-3600-4161>

<sup>2</sup> Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Professor do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Maria, luizmarquezan@gmail.com.

<https://orcid.org/0000-0003-2935-3099>

<sup>3</sup> Doutora em Ciências Contábeis pela Fundação Universidade Regional de Blumenau, Professora do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Maria, larissa.degenhart@ufsm.br.

<https://orcid.org/0000-0003-0651-8540>

<sup>4</sup> Mestranda em Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Maria, marialauravelho@gmail.com

<https://orcid.org/0000-0002-8851-1862>

<sup>5</sup> Pós Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Professor do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Maria, viniciuszonatto@gmail.com

<https://orcid.org/0000-0003-0823-6774>

*Editor responsável pela aprovação do artigo:* Dr. Ewerton Alex Avelar

*Editor responsável pela edição final do artigo:* Dr. Ewerton Alex Avelar

identificar limites mínimos e máximos de folga, e os riscos do consumo dos recursos acumulados.

**Palavras-Chave:** Folga Financeira. Desempenho Econômico. Pandemia

## EFFECTS OF FINANCIAL SLACK ON COMPANY PERFORMANCE DURING THE COVID-19 PANDEMIC

### ABSTRACT

This study analyzes the influence of financial slack on performance of B3 listed companies over the Covid-19 pandemic. Descriptive, documentary and quantitative research was carried out on data from 308 companies, from the second quarter of 2016 to the third quarter of 2020. The results reveal that the effects of slack on performance are inverted U-shaped, pointing to an intermediate level of slack as best practice. Contrary to expectations, there were not additional slack contributions on the pandemic time. When consuming the slack, companies lost profitability, more penalized during the Covid-19 pandemic. This is contrary to expectations about how the use of accumulated resources affects these moments. It contributes by discussing management's attention to identifying minimum and maximum slack limits, and risks of reducing slack.

**Keywords:** Financial Slack. Economic Performance. Pandemic.

### 1 INTRODUÇÃO

Embora os estudos seminais sobre folga financeira tenham ocorrido na década de 1960, há, na atualidade, uma ampla discussão sobre o tema devido à sua complexidade de entendimento, especialmente sua relação com o desempenho econômico, que continua sendo motivo de debate entre pesquisadores em todo o mundo (Pamplona et al., 2019). Além disso, não existe um consenso entre os pesquisadores em relação ao efeito da folga financeira no desempenho das organizações (Daniel et al., 2004). Conforme os autores, a relação positiva ou negativa depende de como as organizações utilizarão os recursos excedentes. Há relação positiva entre folga financeira e desempenho econômico quando o recurso excedente impulsiona estratégias proativas ou protege a empresa de ameaças. Já a relação negativa ocorre pela ineficiência causada pelos recursos ociosos, causando problemas no desempenho, incluindo comportamentos disfuncionais, sem considerar os objetivos organizacionais (Silva, 2019). Ainda, há resultados que demonstram que o impacto da folga pode ser positivo até certo ponto e negativo a partir deste (Cardoso & Santos, 2020).

Mesmo sem consenso sobre o assunto, parece ser claro que a folga financeira afeta o desempenho das organizações (Lee, 2012), e varia de acordo com o ambiente econômico que as empresas investigadas estão inseridas (Wiersma, 2017). Em particular, nos períodos de recessão econômica, a análise de como a folga financeira afeta o desempenho corporativo é um importante caminho de investigação. Nesta linha, Latham e Braun (2008) declaram que as recessões econômicas têm ocorrido a cada cinco anos desde a Segunda Guerra

Mundial, sendo, portanto, uma importante abordagem a investigação da relação entre folga financeira e desempenho de empresas sob esta perspectiva.

March (1979) afirma que as organizações, muitas vezes, preferem acumular recursos inexplorados ao invés de otimizar sua estrutura. Com isso, em períodos de turbulência ambiental, a folga proporciona relativa segurança às organizações (Tan & Peng, 2003), incluindo as recessões econômicas, situações nas quais os recursos de folga apresentam relação positiva com o desempenho corporativo, pois reduzem os choques externos existentes (Odum et al., 2019). Tais recursos se tornam garantias contra momentos instáveis da economia, melhorando a performance organizacional em tempos de crise, e reduzindo-a durante os momentos de ascensão econômica (Pamplona et al., 2019).

Alessandri e Depperu (2014) defendem que o impacto da folga financeira se torna mais forte quando as condições econômicas são desfavoráveis. Durante uma crise econômica, as empresas tendem a ser ameaçadas com um ambiente menos generoso, já que o acesso ao crédito externo diminui drasticamente, e, assim, a folga financeira pode proporcionar, às empresas, um grau de normalidade, permitindo continuar com as atividades consideradas fundamentais para a sobrevivência e o sucesso organizacional (Pamplona et al., 2017).

Em estudo com empresas brasileiras, Beuren et al. (2014) identificaram que os níveis de folga se apresentaram crescentes até o início da recessão econômica de 2008, e depois deste período reduziram, demonstrando o consumo dos recursos nestes períodos. Um colchão de recursos, criado em períodos de crescimento ou estabilidade econômica, atuaria como lastro para suportar as instabilidades do ambiente, contribuindo para o desempenho das organizações (Tan & Peng, 2003).

Neste contexto, frente ao cenário econômico pelos impactos da pandemia de Covid-19 na economia mundial e brasileira, torna-se relevante o estudo da temática proposta. Em 2020 o Brasil teve retração de 4,1% em seu PIB, sendo a maior desde o início da série histórica, passando da 9ª economia mundial em 2019 para a 12ª (Alvarenga, 2021). Como definição, Prates (2009) afirma que a crise emerge quando uma economia sofre queda do PIB e, por vezes, até retração. Neste sentido, questiona-se qual a influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas listadas na B3 durante a pandemia de Covid-19?

Este trabalho propõe-se a analisar a influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas listadas na B3 durante a pandemia de Covid-19. Para alcançar este objetivo, foram analisados dados de companhias listadas na B3, do segundo trimestre de 2016 ao terceiro trimestre de 2020, tratados por meio de regressão com dados em painel.

Os resultados revelam que, em períodos anteriores à crise causada pela pandemia de Covid-19, a folga financeira representada pelos índices LG, LC e LS apresentam relação positiva com taxas de crescimento decrescentes até um limite máximo, seguido de uma relação negativa com o desempenho. Isso leva ao entendimento de que nem sempre a folga contribuirá para uma melhor

performance empresarial, em uma relação curvilínea em formato de U invertido. Tais resultados corroboram estudos anteriores (Pamplona et al., 2017; Tang & Pen, 2003).

O estudo avança na literatura ao identificar que o consumo de recursos de folga, impactando na redução entre trimestres, resulta em efeito negativo no desempenho das empresas. Tais achados apontam para a necessidade de manutenção dos níveis de folga, sob pena de queda no resultado financeiro, uma expectativa contrária à ideia dos benefícios pelo uso dos recursos acumulados para atenuar efeitos no desempenho.

Também destaca que, no período da pandemia, o impacto da manutenção dos níveis de folga financeira seguiu o mesmo fluxo anterior à crise, sem ser alterado para mais ou para menos no período da pandemia. Se a manutenção de folgas não teve efeito adicional durante a crise, sua redução, por outro lado, teve impacto ainda mais pesado sobre ROA. Os resultados demonstram que diminuir os níveis de liquidez no momento da pandemia resultou efeito extra na redução do retorno do ativo.

Ainda, justifica-se a importância desta pesquisa para a tomada de decisão dos gestores, especialmente em época de recessão econômica, pois as organizações devem observar o cenário econômico para o correto dimensionamento dos recursos corporativos mantidos em excedente para definição do nível de folga financeira, com o intuito de atingir o melhor desempenho da organização (Pamplona et al., 2017). Segundo os autores, em cenários negativos (recessão econômica), a folga financeira pode se tornar ainda mais importante como impulsionadora do desempenho corporativo. A pesquisa também avança ao segregar efeitos do uso da folga, por meio da redução dos saldos entre trimestres e discute o risco desta decisão para a companhias.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Folga Organizacional e Financeira

Folga organizacional é um tema inserido nas ciências sociais aplicadas e muito utilizado nas literaturas de teoria organizacional e estratégia empresarial. Embora não exista consenso quanto à definição, a maioria dos autores expõe que folga consiste no excesso de recursos que fornecem proteção e oportunidade às organizações (Moses, 1992).

O livro considerado como o marco inicial de estudos abordando folga organizacional foi publicado em 1963 por Cyert e March com o título *A Behavioral Theory of the firm (A Teoria Comportamental da Firma)*. Na obra, considerada um clássico sobre o assunto, Cyert e March (1963) conceituam folga como a diferença entre os recursos disponíveis para a organização e os pagamentos necessários para manter a coalizão (Prietula & Watson, 2000).

De acordo com os estudos de Bourgeois e Singh (1983) apud Ilbay (2009), a folga é classificada em três tipos: folga disponível; folga recuperável e folga

potencial, sendo a classificação mais usual nos estudos (Wiersma, 2017). A folga disponível consiste em recursos que estão disponíveis, pois não estão comprometidos com determinadas atividades organizacionais, como por exemplo, o excesso de liquidez. A folga recuperável ocorre quando recursos que já foram absorvidos em operações com custos em excesso que podem ser recuperados, como por exemplo, redução das despesas gerais, despesas com salários e administrativas. Por fim, a folga potencial consiste na capacidade da organização obter recursos futuros fora do ambiente interno da organização, como buscar um empréstimo adicional, colocar ações no mercado, realizar negociações diferenciais com o fornecedor (Ilbay, 2009).

Campos e Nakamura (2013) declaram que o conceito de folga organizacional abrange dois conceitos de finanças corporativas: a folga financeira e a liquidez. A liquidez é a capacidade de converter os ativos rapidamente em recursos monetários com o menor desconto possível em relação ao valor intrínseco deste ativo. Já a folga financeira pode ser mensurada por meio de indicadores de liquidez da empresa, no curto e longo prazo (Campos & Nakamura, 2013).

Para Ang e Straub (1998) e Mishina et al. (2004) a folga financeira refere-se a recursos financeiros que excedem o necessário para manter a organização. Representa recursos não utilizados que podem ser fontes de vantagens competitivas quando utilizados de forma eficiente (Lee, 2011), sendo considerada uma estratégia de proteção de longo prazo das organizações (Trojan et al., 2020). Para isso, as empresas elevam sua liquidez com o intuito de aproveitar oportunidades futuras, que ainda não foram previstas (Padilha et al., 2017), e pode proporcionar crescimento e melhora do desempenho (Pamplona et al., 2017).

Em contrapartida, Tan e Peng (2003) afirmam que mesmo havendo relação positiva entre folga financeira e desempenho econômico, as organizações não podem transformar todos os recursos a sua disposição em folga, havendo, portanto, um limite que maximiza a performance empresarial. Neste sentido, Padilha et al. (2017) destacam que o excesso de liquidez muitas vezes é relacionado com efeito negativo, porque, ao mesmo tempo em que promove oportunidades, é considerada com uma forma de desperdício de recursos e gastos que diminuem os resultados de uma organização e o seu desempenho, pois pode representar recursos não utilizados que aumentam os custos e reduzem potencialmente os lucros de uma organização (Leibenstein, 1969), ligado à ineficiência causada pelos recursos ociosos e comportamentos disfuncionais, sem considerar os objetivos organizacionais (Silva, 2019).

Tal ponto pode estar relacionado à tranquilidade excessiva, cenário no qual os gestores fiquem acomodados e sem o senso de urgência necessário diante de uma ameaça à organização (Lu & Wong, 2019). Tanto baixos níveis de folga, quanto o excesso, podem resultar em efeitos desfavoráveis ao resultado financeiro das empresas, assim como o impacto da folga pode ser positivo até certo ponto e negativo a partir deste (Cardoso & Santos, 2020).

Tan e Peng (2003) afirmam que a folga auxilia o desempenho até determinado patamar e que, a partir do referido ponto, os benefícios da folga

(lidar com as ameaças usufruindo das oportunidades restritas de mercado e mitigadora de conflitos) são ultrapassados pelos seus malefícios (comportamento irresponsável dos gestores e exposição exagerada ao custo e capital), fazendo com que o desempenho corporativo passe a ser afetado negativamente, havendo relação em forma de curva (Paeleman & Vanacker, 2015). Considerando tais evidências, depreende-se a possibilidade da relação entre folga e desempenho não ser linear, mas ocorrer em forma de U invertido, na qual baixos e altos níveis de folga prejudicam o resultado pois o primeiro limita a capacidade da empresa em aproveitar oportunidades e o segundo levaria à menor eficiência, encobrendo erros estratégicos (Pamplona et al., 2017), dispersando a atenção dos gestores (Lu & Wong, 2019), inclusive com o desperdício de recursos para projetos de seus próprios interesses (Lee, 2011), conforme hipótese:

**H1:** A relação entre folga financeira e desempenho organizacional tem forma de U invertido.

Como proteção, as empresas absorvem recursos em períodos de crescimento, possibilitando cumprir seus compromissos em períodos de crise (Heinzen et al., 2016). Para tanto, a folga financeira pode oferecer diversos benefícios para diminuir as pressões recessivas nas organizações, ao auxiliar no suporte financeiro em ambiente de recessão, possibilitar que a empresa responda de forma diferente a tais pressões, oferecer flexibilidade na aplicação de recursos e, ainda, pode ser utilizada para adquirir outros recursos necessários para obter vantagem competitiva e adaptação no ambiente (Latham & Braun, 2008). Desta forma, seria utilizada para reduzir impactos negativos no desempenho das organizações, causados por ambientes recessivos.

Neste contexto, o efeito da folga financeira sobre o desempenho das organizações depende do ambiente em que as mesmas estão inseridas (Padilha et al., 2017), ao gerar flexibilidade, tornando possível a sobrevivência em ambientes complexos (Heinzen et al., 2016). Latham e Braun (2008) demonstraram os benefícios da folga em ambientes altamente incertos, observaram que organizações que entram em período de recessão com recursos na forma de folga financeira superam as empresas com menos recursos em excesso ao longo da recessão. Além disso, possuem recuperação mais acelerada quando do retorno do crescimento econômico.

Da mesma forma, Lee (2011) declara que, devido ao benefício que a folga financeira traz ao desempenho das empresas, principalmente em momentos de crise, pode-se inferir que a folga proporciona vantagens competitivas às organizações, principalmente em momentos de recessão econômica, utilizando tais recursos excedentes como mitigador de condições de recessão. Tais recursos mantidos em excesso são essenciais em momentos de crise, uma vez que se torna difícil o acesso a recursos externos (Latham & Braun, 2008).

No que tange à relação entre folga e desempenho considerando período de recessão econômica, cita-se o estudo de Namiki (2012), o qual investigou empresas japonesas, encontrando como resultado de seu estudo que as

empresas pesquisadas diminuíram substancialmente o desempenho de lucro devido à grande recessão que aconteceu no Japão em 2008. Também verificou que os gestores que tomaram as decisões mais agressivas obtiveram o melhor desempenho de crescimento em vendas. As decisões, entre outras, envolveram redução das folgas financeiras. As empresas que possuíam maiores níveis de folga fizeram uma redução devido à recessão, o que evidencia que nem sempre excesso de folga financeira corresponde a benefícios econômicos futuros.

Outro estudo relevante é o realizado por Pamplona et al. (2017), cujo objetivo foi analisar o efeito da folga financeira no desempenho econômico de empresas brasileiras em períodos de recessão econômica, compreendido entre os anos de 1996 a 2015. Os resultados evidenciam que o efeito, quando linear, da folga financeira no desempenho econômico de empresas brasileiras é positivo, conotando a folga de recursos como facilitadora da performance empresarial. Contudo, os autores verificaram que a partir de determinado nível, os recursos de folga passam a afetar negativamente o desempenho, havendo, portanto, indícios de um ponto ótimo de recursos em excesso a serem mantidos para maximizar os resultados corporativos.

Neste contexto de crise, frente ao cenário econômico originado pelos impactos da pandemia causada pelo vírus Covid-19, Seven e Yilmaz (2021), constataram que no período de 19 de fevereiro a 23 de março de 2020, o mercado de ações brasileiro teve perdas de quase 50%. Diante da dificuldade para conter o avanço da Covid-19, até mesmo em grandes economias mundiais, o *lockdown* de cidades e regiões, o fechamento de atividades e setores considerados não essenciais e que geravam aglomerações tornou-se a medida mais eficiente, ao menos no curto prazo, para diminuir a curva de contaminação, refletindo na limitação de oferta de produtos e serviços (Rezende et al., 2020), gerando incertezas no mercado. Alinhado a isso, o estudo desenvolvido pela Fundação Getúlio Vargas (FGV, 2020), sinalizou que apesar da desvalorização, o impacto da covid-19 sobre a bolsa brasileira não foi maior devido aos resultados positivos acumulados no exercício de 2019.

Costa (2021) analisou como a pandemia da covid-19 afetou o desempenho de empresas de diferentes setores listadas na B3, excluindo as do setor financeiro, com um total de 551 observações. O estudo buscou comparar os indicadores de desempenho Giro do Ativo (GA), Margem Líquida (ML), Retorno sobre o ativo (ROA) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) do período pré-pandemia (2019) com o período pandêmico (2020). Os resultados da estatística descritiva apontam que a média do GA, ML e ROA das empresas foram menores no ano da pandemia da covid-19. Entretanto, a análise descritiva por setor econômico apontou que nem todos os setores apresentaram variações negativas nos indicadores durante a pandemia, comparados ao período anterior. O teste *t* de *Student* apontou que não houveram relações estatisticamente significativas entre as diferenças nos desempenhos dos períodos, concluindo que a pandemia da covid-19 não resultou em alteração significativa nos indicadores de desempenho das empresas estudadas, quando comparados. Nesse sentido, espera-se que a manutenção de Folga Financeira tenha contribuído para o desempenho das empresas durante a pandemia da Covid-19.

Em resumo, tais evidências apontam para o consumo de recursos de folgas financeiras como elemento determinante da melhora no desempenho das empresas durante períodos econômicos desfavoráveis, assim como a manutenção do efeito curvilíneo entre estes elementos, no qual o excesso de recursos reduz a atenção e atrasa decisões importantes. A partir disso, duas hipóteses são investigadas:

**H2:** O consumo de folga financeira contribuiu para o desempenho das organizações durante a queda nas operações, originada pela pandemia de Covid-19.

**H3:** A relação direta entre folga financeira e desempenho organizacional teve forma de U invertido, durante a queda nas operações, originada pela pandemia de Covid-19.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 Delineamento, população e amostra

O presente estudo, é caracterizado como quantitativo, documental e descritivo, pois utilizou dados secundários para testar as hipóteses propostas através de regressão com dados em painel, por meio de modelo econométrico elaborado com as variáveis. A pesquisa foi aplicada com dados trimestrais de empresas listadas na B3. A escolha dos dados trimestrais está relacionada ao interesse em identificar os efeitos durante o período da pandemia de Covid-19, em 2020.

Para o período selecionado, do segundo trimestre de 2016 ao terceiro trimestre de 2020, os dados coletados na base Econômica resultaram em um banco de dados com 429 empresas e 7.722 observações. 2.628 observações foram excluídas por ausência de dados nos indicadores de folga organizacional, desempenho, tamanho e endividamento. A amostra final envolveu 308 companhias, em um painel não balanceado. Após os tratamentos de dados faltantes e observações atípicas, o número total de observações analisado foi de 5.085.

#### 3.2 Variáveis de pesquisa e modelo econométrico

Para analisar a relação entre folga financeira e desempenho, foram utilizadas as variáveis descritas na Figura 1. O desempenho organizacional foi medido pelo Retorno do Ativo (ROA), utilizado em pesquisas anteriores sobre o tema (Tan & Peng, 2003; Laffanchini & Braun, 2014; Latham & Braun, 2008; Pamplona et al., 2017).

As variáveis ligadas à folga financeira foram definidas a partir de sua interpretação pelo uso dos indicadores de liquidez, sendo uma forma de folga organizacional, tratada por Campos e Nakamura (2015), Heinzen et al. (2016), Pamplona et al. (2017), além dos autores citados na Figura 1. A variável COV



corresponde aos trimestres mais afetados por medidas de restrições às operações das empresas, sendo que os decretos estaduais iniciaram tal processo ao final de março, a exemplo do Estado de São Paulo, que decretou restrições a partir de 24/03/2020 (Decreto Nº 64.881, 2020).

Tipo	Nome	Fórmula	Autor(es)
Dep. end.	ROA Retorno do Ativo	$\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total}} \times 100$	Tan e Peng (2003); Laffanchini e Braun (2014); Latham e Braun (2008)
Independente	LI (FOLGA*) Liquidez Imediata	$\frac{\text{Disponível}}{\text{Passivo Circulante}}$	Pamplona et al. (2019)
	LS (FOLGA) Liquidez Seca	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$	Pamplona et al. (2019)
	LC (FOLGA) Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Laffanchini e Braun (2014)
	LG (FOLGA) Liquidez Geral	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Exigível}}$	Pamplona et al. (2019)
	COV	Dummy, sendo 1 para o 2º e 3º trimestres de 2020 e 0 nos demais casos.	Proposição da pesquisa
	R	Dummy, sendo 1 para redução da folga em t em relação a t-1, e 0 nos demais casos	Proposição da pesquisa
Controle	TAM Porte da empresa	$\text{Log}(\text{Ativo})$	Pamplona et al. (2017)
	ENDIV Endividamento	$\frac{\text{Passivo Exigível}}{\text{Ativo Total}}$	Bastos et al. (2009)

**Figura 1** – Variáveis da pesquisa

\*FOLGA: nome da variável representado por 4 diferentes formas de cálculo, LI, LS, LC e LG.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os dados de Receita das companhias da amostra foram analisados, demonstrando que as quedas nas vendas ocorreram no segundo semestre de 2020, com estabilidade no terceiro, conforme Tabela 1.

**Tabela 1**

Variações na receita\* das companhias da amostra

Período	t1	t2	t3	t4
2017 x 2016	12,7%	-0,9%	5,6%	4,1%
2018 x 2017	10,7%	7,6%	33,0%	29,0%
2019 x 2018	2,9%	15,1%	6,4%	29,3%
2020 x 2019	11,2%	<b>-21,1%</b>	<b>0,0%</b>	

Legenda:  $*(\text{Receita}_t/\text{Receita}_{t-1}) - 1$ ; com valores corrigidos pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Fonte: Dados da pesquisa.

A variável R representa o sentido da variação da folga financeira, assumindo 1 para os períodos nos quais há redução da folga e 0 para períodos de aumento de folga, comparado ao trimestre anterior. Por fim, as variáveis de controle do modelo envolveram o porte da empresa (TAM), o nível de endividamento geral (ENDIV) e o desempenho organizacional defasado.

As variáveis foram utilizadas nos modelos econométricos do estudo, sendo o primeiro linear e o segundo não linear (quadrático), assim descritos:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * FOLGA_{it-1} + \beta_2 * FOLGA_{it-1} * R + \beta_3 * FOLGA_{it-1} * COV + \beta_4 * FOLGA_{it-1} * CD * R + \beta_5 * COV + \gamma \text{Controles} + \varepsilon \quad [1]$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * FOLGA_{it-1} + \beta_2 * FOLGA_{it-1}^2 + \beta_3 * FOLGA_{it-1} * R + \beta_4 * FOLGA_{it-1}^2 * R + \beta_5 * FOLGA_{it-1} * COV + \beta_6 * FOLGA_{it-1}^2 * COV + \beta_7 * FOLGA_{it-1} * COV * R + \beta_8 * FOLGA_{it-1}^2 * COV * R + \beta_9 * COV + \gamma \text{Controles} + \varepsilon \quad [2]$$

Sendo:

$ROA_{it}$ : o desempenho organizacional da empresa i no tempo t;

$\beta_0$ : a constante do modelo;

$\beta_1 \dots \beta_9$ : os parâmetros das variáveis independentes;

$FOLGA_{it-1}$ : representa as variáveis de folga financeira, sendo utilizadas as variáveis de liquidez, da empresa i no tempo t-1;

$COV$ : variável binária que representa o período da pandemia de Covid-19;

$R$ : variável binária que representa períodos em que há redução da folga financeira;

$\gamma \text{Controles}$ : as variáveis de controle e seus parâmetros;

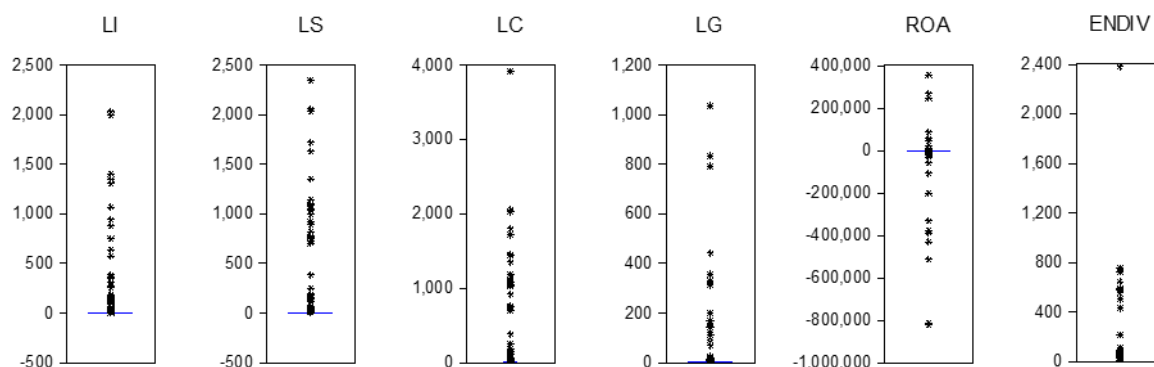
$\varepsilon$ : o parâmetro de erro do modelo.

Para o cálculo das variáveis e aplicação de testes sobre os modelos foram realizados os procedimentos descritos no próximo tópico.

### 3.2 Coleta tratamento e análise dos dados

Os dados financeiros descritos na Figura 1 foram coletados nas demonstrações contábeis das companhias listadas na B3, segundo o encerramento trimestral, utilizando a base de dados Economática, em dezembro de 2020. Esses dados foram tabulados no Microsoft Excel, e tratados no Eviews 10, permitindo o cálculo e análise do comportamento das variáveis.

Pela análise das estatísticas descritivas e gráficos Box Plot (Figura 2) foi possível identificar a presença de observações atípicas. As variáveis sofreram winsorização a 5%, substituindo observações menores e maiores. Tal prática constitui-se como limitação da pesquisa, na medida que aproxima as médias dos períodos pré e durante a pandemia. Entretanto, entende-se que sua utilização reduz os efeitos de observações atípicas que criem viés nas medidas de centralidade.



**Figura 2** – Gráficos Box Plot – identificação de outliers

Fonte: Elaborada pelos autores.

Após, os dados foram analisados utilizando as técnicas de estatística descritiva e testes de regressão com dados em painel, conduzidos de duas maneiras: 1) avaliar relações lineares entre a folga financeira e o desempenho das organizações; 2) avaliar relações não linear, quadrática. Em ambas, as análises de adequação dos modelos envolveram: a) o teste t para significância individual das variáveis e o teste F para significância conjunta do modelo, aos níveis de 1%, 5% e 10%; b) análise do nível de explicação do modelo, pela medida do R<sup>2</sup>; c) avaliação da presença de autocorrelação dos erros, pelo teste Durbin Watson (DW); d) análise da distribuição normal dos resíduos, pelo teste Jarque-Bera (JB); e) o teste de Hausman (H), para decisão sobre o uso de efeitos fixos ou aleatórios nos controles de período e empresa.

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 Análise descritiva

As estatísticas descritivas são demonstradas nas Tabelas 2 e 3, no período compreendido entre 2016t2 a 2020t1, anterior à crise financeira causada pela pandemia de Covid-19 e durante esta, nos trimestres t2 e t3 de 2020.

**Tabela 2**

Estatística descritiva das variáveis – período 2016t2-2020t1 – n: 4.469

Variáveis	ROA	LI	LS	LC	LG	TAM	ENDIV
Média	1,325	0,588	1,341	1,658	0,967	14,748	0,785
Mediana	1,532	0,377	1,120	1,363	0,809	14,856	0,633
Máximo	6,513	2,715	4,030	4,767	2,730	21,354	2,751
Mínimo	-4,260	0,001	0,067	0,090	0,080	5,106	0,201
Desv.Padrão	2,517	0,668	0,976	1,170	0,684	2,117	0,601
Simetria	-0,295	1,810	1,239	1,142	1,138	-0,226	2,237
Curtose	3,150	5,979	4,212	3,881	3,703	3,478	7,501
Jarque-Bera	73,5	4.344,8	1.504,6	1.184,8	1.120,7	85,8	7.961,3
p-valor JB	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Fonte: Elaborada pelos autores.

De acordo com os dados das Tabelas 2 e 3, observa-se que o desempenho das empresas – medido pelo ROA, é semelhante nos 2 períodos considerados no estudo, ou seja, antes da crise causada pela pandemia e no período da crise, considerado neste estudo, as empresas que apresentaram um ROA trimestral médio próximo a 1,3%.

**Tabela 3**

Estatística descritiva das variáveis – período 2020t2-2020t3 – n:616

Variáveis	ROA	LI	LS	LC	LG	TAM	ENDIV
Média	1,259	0,790	1,460	1,772	1,002	14,915	0,804
Mediana	1,416	0,599	1,203	1,544	0,854	14,919	0,650
Máximo	6,513	2,715	4,030	4,767	2,730	21,371	2,751
Mínimo	-4,260	0,001	0,067	0,090	0,080	8,538	0,201
Desv.Padrão	2,639	0,734	1,016	1,160	0,680	2,130	0,603
Simetria	-0,203	1,256	1,023	0,962	1,102	-0,072	2,209
Curtose	2,901	3,891	3,481	3,546	3,675	3,130	7,306
Jarque-Bera	4,5	182,3	113,4	102,6	136,3	1,0	977,0
p-valor JB	0,106	0,000	0,000	0,000	0,000	0,617	0,000

Fonte: Elaborada pelos autores.

Quanto aos indicadores de folga financeira (LI, LS, LC e LG), os resultados encontrados demonstram que as empresas operaram nos períodos anteriores à crise com níveis de folga levemente inferiores aos encontrados no período de crise. Logo, contrapõe-se a expectativa de que as empresas utilizaram suas sobras de recursos durante períodos de recessão, diminuindo, portanto, temporariamente seus níveis de recursos em excesso (Pamplona et al., 2017), fator potencialmente ligado à expectativa de retomada das atividades normais em curto prazo.

No que tange às variáveis de controle, cabe destacar que o tamanho da empresa é influenciado pela sua estrutura de capital (Brito et al., 2009), ou seja, quanto maior o tamanho de uma empresa, maior seu potencial de endividamento (Silva & Vale, 2008). No presente estudo, observa-se que houve baixa variabilidade no porte, em logaritmo, das empresas nos dois períodos analisados na pesquisa.

Da mesma forma, observa-se uma pequena diferença, em média, do endividamento das empresas antes e durante a crise, sendo maior nesse. Em certa medida, tal comportamento é esperado, pois em período recessivo as companhias buscam recursos adicionais junto a terceiros para honrar seus compromissos, porém contraria a expectativa de redução da concessão de crédito às empresas em períodos de recessão econômica (Conceição, 2013), pois as crises resultam em um agravamento em termos de custo e prazos de captação de recursos por parte das empresas (Freitas, 2009).

Por fim, a análise da distribuição dos dados, pelo teste Jarque-Bera, indicou que as variáveis não acompanham o modelo normal, à exceção de ROA e TAM na Tabela 3.

## 4.2 Relação entre folga e desempenho – modelo linear

A Tabela 4 apresenta os resultados dos testes para o modelo [1].

**Tabela 4**

Testes regressão linear – variável dependente: ROA – n: 5.085

Tipo de Folga: Variáveis Ind.	LG		LC		LI		LS	
	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
Const	3,231	0,012**	4,717	0,000*	4,553	0,000*	4,671	0,000*
FOLGA	0,461	0,001*	-0,048	0,425	0,041	0,658	0,005	0,944
FOLGA*R	-0,425	0,000*	-0,070	0,017**	-0,192	0,009*	-0,122	0,001*
FOLGA*COV	0,427	0,002*	0,345	0,000*	0,078	0,559	0,286	0,005*
FOLGA*COV*R	-0,513	0,000*	-0,331	0,000*	-0,002	0,992	-0,369	0,000*
COV	-0,302	0,037**	-0,336	0,028**	-0,109	0,355	-0,201	0,167
TAM	-0,107	0,173	-0,166	0,032**	-0,163	0,036**	-0,166	0,032**
ENDIV	-0,711	0,000*	-0,991	0,000*	-0,997	0,000*	-1,011	0,000*
R <sup>2</sup>	0,478		0,468		0,465		0,469	
F/p-valor	15,798	0,000*	15,244	0,000*	15,051	0,000*	15,273	0,000*
DW	1,753	*	1,756	*	1,749	*	1,755	*
JB/p-valor	2.056,1	0,000*	2.069,6	0,000*	2.072,4	0,000*	2.079,8	0,000*
Hausman/p-valor	28,833	0,000*	29,367	0,000*	17,214	0,016*	29,544	0,000*

\*p-valor<0,01; \*\*p-valor<0,05

Fonte: Elaborada pelos autores.

A significância individual das variáveis foi verificada mediante Teste t, e significância conjunta do modelo pelo Teste F, aos níveis de 5% e 1%, os quais indicam que a regressão é significativa. Em relação ao poder de explicação dos modelos, verifica-se que a estimação da regressão linear resultou entre 0,465 e 0,478 (R<sup>2</sup>), bom nível de explicação da variância da variável dependente, ROA. A análise de autocorrelação dos resíduos foi verificada pelo Teste de Durbin-Watson (DW), sendo que os valores encontrados no modelo linear variaram entre 1,749 e 1,756, apontando para ausência do problema de autocorrelação, ao nível de 1%. Com o intuito de verificar a modelagem a ser aplicada, utilizou-se o Teste de Hausman (H), que foi significativo a 1%, sugerindo o modelo de efeitos fixos como o mais recomendado.

Por fim, utilizou-se o Teste Jarque-Bera (JB) para análise da distribuição normal dos resíduos, o qual indicou p-valor de 0,000 em todos os modelos, de modo que rejeita-se a normalidade. Entretanto, para fins de inferência estatística, a suposição de normalidade tem sua relevância reduzida em grandes conjuntos de dados (Gujarati & Porter, 2011).

Ao analisar o comportamento geral da FOLGA sobre o desempenho, os coeficientes da relação linear indicam significância estatística apenas para LG, sendo essa positiva, de forma que iniciar um período com maiores níveis de Liquidez Geral contribui para o resultado financeiro. Verifica-se que a manutenção dos níveis de folga, em três dos quatro testes, não auxiliou na elevação dos resultados empresariais fora do período da crise, tendo seus efeitos mais consistentes no período de redução de atividades operacionais das companhias. Neste período, ocasionado pelas restrições de circulação durante

a pandemia de Covid-19, a folga financeira atuou para suportar o resultado das companhias, exceto LI. Tais resultados revelam que as companhias que puderam manter ativos operacionais (ex.: financiamento a clientes e estoques) durante a crise, representados por LG, LC e LS, conseguiram melhores resultados financeiros, avaliado pelo retorno do ativo, enquanto as demandas por ativos financeiros (de alta liquidez) parece não ter contribuído no período.

Em resumo, a contribuição da folga financeira está ligada às folgas mais amplas e ao período de crise, sendo a mais abrangente a Liquidez Geral, que representa as relações entre diferentes conjuntos de ativos e passivos nas relações com terceiros, em diferentes prazos. Por outro lado, em uma visão de curto prazo, o indicador que representa folga obtida por ativos mais líquidos, medido pela Liquidez Imediata, não contribuiu para o desempenho.

Diferentemente do esperado, companhias que reduziram os níveis de LG, LC e LS tiveram redução em ROA, analisando tanto a média geral, pela interação FOLGA\*R, quanto o período de crise (FOLGA\*COV\*R), no qual era esperado consumo de recursos de folga financeira para apoiar as operações e manter os resultados, indicativo para rejeição de H2. Os dados apontam para a necessidade de manutenção dos níveis de folga como fator para não prejudicar o desempenho financeiro.

Inicialmente, pondera-se que os resultados obtidos no presente estudo, em certa medida, vão de encontro aos achados de Lee (2011), cuja pesquisa identificou coeficientes lineares positivos, inferindo que a folga financeira é linear e oferece vantagem competitiva às empresas, além de mitigar conflitos de interesses. Apesar dos efeitos positivos encontrados no período de crise, nos momentos de menor turbulência há isenção de efeitos positivos da folga no desempenho, indicando que sua manutenção foi necessária para não prejudicar os níveis de retorno, e uma contribuição adicional foi identificada apenas no pior cenário da análise.

A variável binária do período da Covid-19 (COV) apresentou efeito negativo em ROA, indicando que o desempenho naqueles trimestres foi inferior aos demais. Em relação às variáveis de controle - tamanho (TAM) e endividamento (ENDIV), verifica-se que ambos apresentam relações negativas e significativas, predominantemente.

## **4.2 Relação entre folga e desempenho – modelo quadrático**

A partir dos resultados encontrados, há espaço para análise de relações não lineares, alinhado aos resultados encontrados com Pamplona et al. (2019), que apontam influência não linear da folga no desempenho das empresas, e que em uma abordagem mais atual as regressões quadráticas apresentam maior poder explicativo para dimensionar a relação entre folga financeira e desempenho econômico das empresas. Resultados que demonstrem que a influência da folga no desempenho é não linear são consistentes com os estudos de Laffranchini e Braun (2014), Vanacker et al. (2017) e Rafailov (2017).

Também sob esta ótica, Tang e Pen (2003) e Zhong (2011) argumentam que não existe razão para afirmar que o efeito da folga no desempenho é linear, existindo um limite em que, a partir dele, acumular mais recursos passa a ser prejudicial ao desempenho organizacional. 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 (Lee, 2011), até mesmo com valor presente líquido negativo, a fim de que os gestores aumentem seu poder e controle (Altaf & Shah, 2017).

A Tabela 5 apresenta os resultados dos testes para regressão quadrática, modelo [2].

**Tabela 5**

Testes regressão quadrática – variável dependente: ROA – n:5.085

Tipo de Folga: Variáveis	LG		LC		LI		LS	
	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
Const	2,269	0,080***	4,289	0,001*	4,554	0,000*	4,222	0,001*
FOLGA	2,226	0,000*	0,306	0,085***	-0,083	0,762	0,422	0,040**
FOLGA <sup>2</sup>	-0,692	0,000*	-0,087	0,015**	0,039	0,700	-0,128	0,010*
FOLGA*R	-1,435	0,000*	-0,335	0,000*	-0,344	0,047**	-0,492	0,000*
FOLGA <sup>2</sup> *R	0,533	0,000*	0,084	0,000*	0,089	0,320	0,140	0,000*
FOLGA*COV	0,162	0,717	0,273	0,306	-0,405	0,323	0,040	0,896
FOLGA <sup>2</sup> *COV	0,060	0,721	0,002	0,979	0,199	0,211	0,057	0,497
FOLGA*COV*R	-1,411	0,000*	-0,541	0,011**	0,346	0,456	-0,565	0,026**
FOLGA <sup>2</sup> *COV*R	0,486	0,008*	0,069	0,281	-0,176	0,437	0,068	0,442
COV	-0,089	0,699	-0,219	0,348	0,004	0,981	-0,019	0,932
TAM	-0,098	0,209	-0,154	0,047**	-0,159	0,041**	-0,150	0,053***
ENDIV	-0,465	0,018*	-0,914	0,000*	-0,995	0,000*	-0,936	0,000*
R <sup>2</sup>	0,489		0,470		0,465		0,471	
F/p-valor	16,291	0,000*	15,177	0,000*	14,874	0,000*	15,244	0,000*
DW	1,769	*	1,764	*	1,752	*	1,762	*
JB/p-valor	2.097,7	0,000*	2.051,3	0,000*	2.056,9	0,000*	2.043,5	0,000*
H/p-valor	47,391	0,000*	40,686	0,000*	37,052	0,000*	41,539	0,000*

\*p-valor<0,01; \*\*p-valor<0,05

Fonte: Elaborada pelos autores.

A significância individual das variáveis foi verificada mediante Teste t, e significância conjunta do modelo pelo Teste F, aos níveis de 10%, 5% e 1%. Verifica-se que a regressão é significativa no modelo quadrático. Em relação ao poder de explicação dos modelos, verifica-se que o R<sup>2</sup> dos testes apresentou bom nível de explicação da variável dependente, ou seja, o desempenho das empresas é explicado pouco menos que 50% em cada teste, pelo conjunto de variáveis utilizado. A análise de autocorrelação dos resíduos, verificada pelo Teste de Durbin-Watson (DW), resultou em valores significativos a 1%. O Teste de Hausman (H) foi utilizado para definição da modelagem a ser aplicada, sendo significativo a 1%, e indicando o modelo de efeitos fixos como o mais recomendado. Quanto à normalidade da distribuição dos resíduos, utilizou-se o Teste Jarque-Bera (JB), resultando em um p-valor de 0,000, rejeitando-se a normalidade, ou seja, os resíduos não apresentam distribuição normal.

No que tange às variáveis de controle - tamanho (TAM) e endividamento (ENDIV), verifica-se, como observado no modelo linear, apresentaram coeficientes negativos e significativos, demonstrando uma influência negativa no desempenho financeiro (ROA). O efeito da variável de tempo ligada ao período da pandemia (COV) não apresentou, sozinho, efeito negativo em ROA, tendo seus efeitos ligados à interação com as variáveis de folga.

Quanto aos coeficientes do modelo relativos à folga financeira, observa-se que, em períodos anteriores à crise causada pela pandemia, os coeficientes de LG, LC e LS apresentam relação positiva (FOLGA) com taxas de crescimento decrescentes (FOLGA2) até um limite máximo, seguido de uma relação negativa com o desempenho. Isso leva ao entendimento de que nem sempre a folga contribuirá para uma melhor performance empresarial. A folga auxilia o desempenho até determinado patamar e, a partir de determinado ponto, os benefícios da folga são ultrapassados pelos seus malefícios (Pamplona et al., 2017), fazendo com que o desempenho corporativo passe a ser afetado negativamente, ocorrendo uma relação em forma curvilínea (Tang & Pen, 2003).

A relação negativa é defendida em estudos que argumentam que a folga de recursos ociosos é convidativa para a ineficiência e para que o comportamento dos gestores seja prejudicial ao desempenho (Daniel et al., 2004). Além disso, os recursos excedentes representam custo adicional para as organizações sendo vistos como custos desnecessários para as empresas (Tang & Pen, 2003), os quais, quando eliminados, melhoram a eficiência corporativa (Lee, 2011).

O estudo identificou em todas as variáveis de liquidez, que sua redução entre trimestres resulta em efeito negativo no desempenho das empresas. Os coeficientes de FOLGA\*R e FOLGA<sup>2</sup>\*R demonstram que a relação é linear para Liquidez Imediata e não linear para as demais. Tais achados apontam para a necessidade de manutenção dos níveis de folga, sob pena de queda no resultado financeiro, reforçando os achados dos modelos lineares.

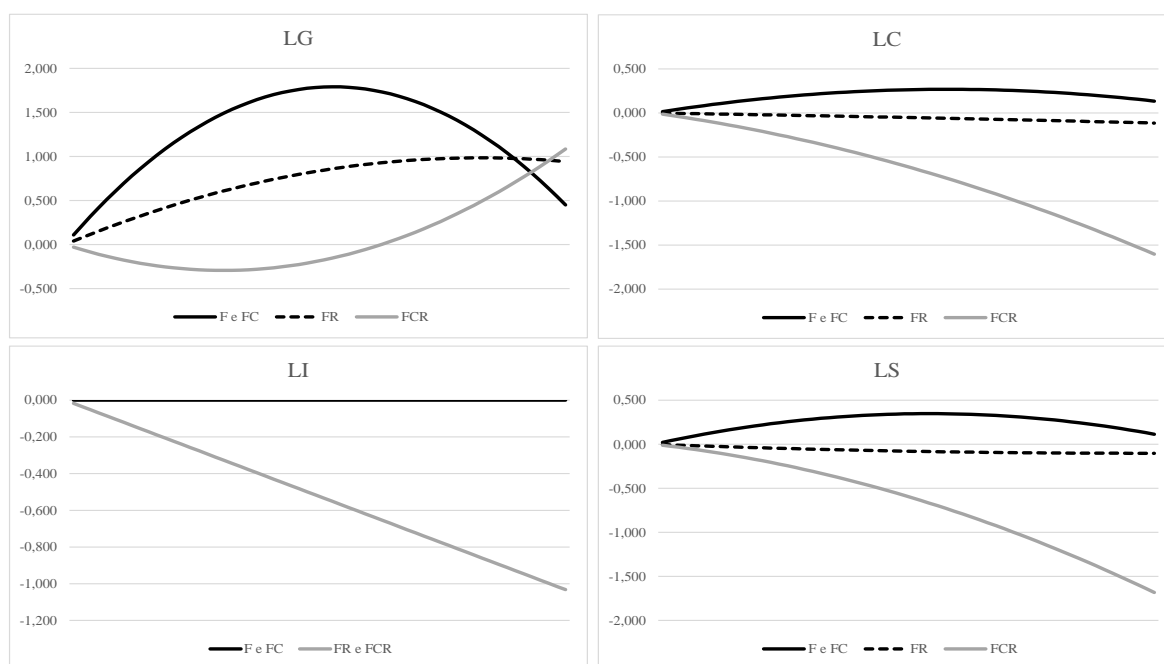
Já em relação ao período de crise causado pela pandemia, considerado neste estudo, não foram identificados coeficientes estatisticamente significativos de forma a confirmar a expectativa de relação positiva adicional entre folga financeira e desempenho, ou seja, durante os dois trimestres analisados a relação entre folga e desempenho não foi alterada em relação aos períodos fora da crise. O impacto da manutenção de níveis de folga financeira seguiu o mesmo fluxo anterior, porém sem ser alterado para mais ou para menos no período da pandemia. Se a manutenção de folgas não teve efeito adicional durante a crise, sua redução teve impacto ainda mais pesado sobre ROA. Os resultados revelam que diminuir os níveis de liquidez no momento da pandemia resultou efeito extra na redução do retorno do ativo, com relações não lineares para LG, LC e LS.

Na situação de folga financeira em período de crise, os recursos em excesso podem ser utilizados para minimizar as incertezas do ambiente, mantendo as obrigações corporativas em dia. Adicionalmente, a folga financeira possibilita realização de investimentos pela empresa, gerando vantagens competitivas (Latham & Braun, 2008) e tais recursos mantidos em excesso em períodos de crise são essenciais, uma vez que se torna difícil o acesso a recursos



externos (Pamplona et al., 2017). Logo, a expectativa é de que a folga financeira proporcione relativa segurança, sendo usufruída em períodos de turbulência ambiental (Tang & Pen, 2003) para manter os compromissos em dia, aproveitar oportunidades e realizar investimentos estratégicos. Entretanto, na amostra estudada os efeitos pré e durante a crise foram os mesmos, positivos para manutenção dos saldos e negativos para redução dos níveis de folga, sendo possível concluir que a segurança provém de um equilíbrio do volume de folga mantido e não da variação entre consumo e acúmulo dessa.

Destaca-se que os coeficientes quadráticos que mensuram a folga financeira no presente estudo revelam que a influência dos recursos em excesso possui efeito de U invertido sobre o resultado das companhias, iniciando com baixo impacto, crescendo a taxas decrescentes até certo ponto, no qual passa de positivo para negativo. Tais resultados permitem não rejeitar H1 e H3. A análise gráfica dos efeitos da folga no desempenho pode ser observada nos gráficos da Figura 3.



**Figura 3** – Representação gráfica dos efeitos da folga no desempenho – relações não lineares  
 Legenda: F – efeito da variável FOLGA; FR – efeito da redução da variável FOLGA; FC – efeito de FOLGA no período de crise; FCR – efeito da redução da variável FOLGA no período de crise.

Fonte: Elaborada pelos autores.

## 5 CONCLUSÕES

Este estudo teve por objetivo analisar a influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas listadas na B3 durante a pandemia de Covid-19. Para alcançar tal objetivo, realizou-se uma pesquisa descritiva, quantitativa e documental, baseada em dados secundários, obtidos a partir das demonstrações contábeis das companhias listadas na B3, utilizando-se a base de

dados Econômica. O período do estudo compreendeu o segundo trimestre de 2016 até o terceiro trimestre de 2020, envolvendo uma amostra de 308 companhias, em um painel não balanceado. Após os tratamentos de dados faltantes e observações atípicas, o número total de observações analisado foi de 5.085.

O modelo de regressão linear demonstrou que a folga contribuiu, predominantemente, com a elevação dos resultados empresariais no período da pandemia de Covid-19. Já o modelo de regressão quadrático apresentou um poder explicativo superior para a relação entre folga financeira e desempenho econômico das empresas, corroborando com aqueles estudos que trabalharam em uma perspectiva mais recente sobre o assunto. Em média, os níveis de folga organizacional contribuíram para o desempenho das companhias em todo o período analisado.

Em geral, a análise gráfica dos efeitos ilustrou que a contribuição ocorreu em forma de U invertido. Os coeficientes quadráticos indicam que baixos níveis de folga são desfavoráveis, enquanto os níveis intermediários de folga contribuíram para o retorno do ativo. Entretanto, a partir de determinado ponto a influência dos recursos em excesso passa de positivo para negativo e apresentando uma relação em forma de parábola. Em outras palavras, níveis baixos e níveis altos de folga prejudicaram a performance empresarial em todo o período, mantendo tal comportamento no período da pandemia. Os achados indicam que os gestores precisam identificar o intervalo de manutenção de folgas organizacionais, entre um mínimo que não resulte em escassez e um máximo que não represente excesso, ao ponto em que a atenção da gestão possa ser constante e os impactos no desempenho sejam os maiores possíveis.

Em particular, o estudo avança ao demonstrar riscos para o desempenho quando a empresa opta ou precisa reduzir os níveis de folga. Os impactos identificados nos testes revelam efeitos negativos em ROA e redução do tamanho de efeitos positivos. Em geral, as companhias da amostra são beneficiadas em situações de equilíbrio dos níveis de folga, incluindo a não redução desses, reforçando a necessidade de atenção dos gestores para níveis intermediários de folga, busca pela manutenção do volume de folga e recuperação desse em caso de uso dos recursos acumulados.

Considerando os resultados encontrados, ressalta-se a importância do conhecimento do comportamento da folga e sua relação com o desempenho da empresa, pois tal informação contribui para qualificar as práticas gerenciais e propicia uma melhor tomada de decisão pelos gestores, os quais podem canalizar esforços para um melhor aproveitamento dos recursos disponíveis em suas organizações. Em destaque, o estudo pode ser utilizados por gestores de forma que possam também buscar o volume de folga saudável para suas empresas, a partir de quatro aspectos: 1) há um nível intermediário, em que os índices de liquidez apresentam melhores relações com a rentabilidade; 2) sendo o comportamento em forma de U invertido, quando a folga sai de um nível baixo e inicia uma curva de crescimento, as taxas de ganho são maiores e vão decrescendo, até que podem inverter-se e iniciar um ciclo negativo com ROA; 3) consumir os recursos de folga, em especial em momentos de crise, podem ter

impacto inverso ao esperado, reduzindo o desempenho, o que, por vezes é o caminho necessário à companhia, pela redução da oferta de crédito; 4) em tais situações, a retomada dos níveis intermediários de folga deve estar na agenda dos gestores.

Uma gestão adequada da folga pode orientar decisões da organização, delimitando os níveis em que a folga é reconhecida como uma prática capaz de gerar benefícios para a empresa, e quando deve ser elevada ou reduzida pela organização. A pesquisa discute os efeitos médios dos níveis de folga em um período de certa estabilidade econômica do país, e destaca os efeitos em um momento crítico, causado pela pandemia, apontando para as diferenças no comportamento da relação entre folga e desempenho.

Neste sentido, a perspectiva do gestor ao dimensionar o volume de folga é relevante para melhorar o desempenho das organizações, pois esta maximização é dada pela razão de terem recursos excedentes para lidar com as ameaças e/ou usufruir das oportunidades, mas limitado o suficiente para inibir o comportamento irresponsável dos gestores além de não estar exposto ao custo de capital exagerado derivado da folga em excesso (Daniel et al., 2004).

A pesquisa apresenta limitações ao analisar uma forma de investigação da folga organizacional, a folga financeira e os índices de liquidez, assim como, analisa o desempenho por uma medida mais ampla, de rentabilidade do ativo, sem analisar efeitos sobre desempenho direcionado aos sócios, pelo ROE, e impactos no preço das ações das companhias ou pelo Q de Tobin, por exemplo. Por fim, para pesquisas futuras acerca do tema, sugere-se o estudo do impacto da folga financeira recuperável e potencial no desempenho econômico das empresas durante o período da pandemia, possibilitando uma análise conjunta e mais ampla com os resultados da presente pesquisa. Adicionalmente, sugere-se a comparação entre países como alternativas para a consecução de estudos futuros sobre o efeito da folga no desempenho econômico das empresas.

## REFERÊNCIAS

- Alessandri, T.; Depperu, D. C. D. (2014). Organizational slack, experience, and acquisition behavior across varying economic environments. *Management Decision*, 52(5), 967-982. <https://doi.org/10.1108/MD-11-2013-0608>
- Altaf, N.; Shah, F. (2017). Slack heterogeneity and firm performance: Investigating the relationship in Indian context. *Research in International Business and Finance*, 42, 390-403. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.059>
- Alvarenga, D. (2021). *Brasil sai de lista das 10 maiores economias do mundo e cai para a 12ª posição, aponta ranking*. Retrived 2021, december, 23, de <https://g1.globo.com/economia/noticia/2021/03/03/brasil-sai-de-lista-das-10-maiores-economias-do-mundo-e-cai-para-a-12a-posicao-aponta-ranking.ghtml>

- Beuren, I. M.; Starosky Filho, L.; Krespi, N. T. (2014). Folga organizacional versus desempenho financeiro: Um estudo nas empresas da BM&FBovespa. *Revista Contaduría y Administración*, 59(2),145-177. [https://doi.org/10.1016/S0186-1042\(14\)71258-6](https://doi.org/10.1016/S0186-1042(14)71258-6)
- Bourgeois, L. J. (1981). On the Measurement of Organizational Slack. *Academy of Management Review*, 6(1)29-39. <https://doi.org/10.5465/amr.1981.4287985>
- Brito, E. P. Z.; Brito, L. A. L.; Morganti, F. (2009). Inovação e o desempenho empresarial: lucro ou crescimento? *RAE eletrônica*, 8(1). <https://doi.org/10.1590/S1676-56482009000100007>
- Campos, A. L. S.; 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.; Nakamura, W. T. (2015). Rebalanceamento da Estrutura de Capital: Endividamento Setorial e Folga Financeira. *Revista de Administração Contemporânea*, 19, 20-37. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151789>
- Conceição, A. R. N. da S. (2013). *O crédito concedido às empresas: antes e no decorrer da crise mundial, análise e gestão do risco de crédito*. Dissertação de Mestrado, Instituto Politécnico de Lisboa (ISCAL), Lisboa, Portugal.
- Costa, F. J. dos S. (2021). *Efeitos Da Pandemia da Covid-10 No Desempenho das Empresas do Mercado de Capitais Brasileiro*. Monografia, Centro Universitário Christus. Fortaleza.
- Cyert, R. M; March, J. G. (1963). *A behavioral theory of the firm*. Englewood Cliffs. N.J.: Prentice-Hall.
- Dallabona, L. F.; Beuren, I. M. (2012) Relação da folga organizacional com medidas de desempenho de empresas brasileiras. *Anais do Congresso Brasileiro de Custos*, São Leopoldo, RS, 19. Recuperado de <https://anaiscbc.abcustos.org.br/anais/article/view/274>
- 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. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(02\)00439-3](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(02)00439-3)
- Decreto Nº 64.881, De 22 De Março De 2020. (2020). Decreta quarentena no Estado de São Paulo, no contexto da pandemia do COVID-19 (Novo Coronavírus), e dá providências complementares. São Paulo.
- Freitas, M. C. P. D. (2009). The effect of the global crisis in Brazil: risk aversion and preference for liquidity in the credit market. *Estudos Avançados*, 23(66) 125-145.

- Fundação Getúlio Vargas. Covid-19 e Mercado Financeiro, (2020). Disponível em: <[https://fgvprojetos.fgv.br/sites/fgvprojetos.fgv.br/files/mercadofinanceiro\\_v07.pdf](https://fgvprojetos.fgv.br/sites/fgvprojetos.fgv.br/files/mercadofinanceiro_v07.pdf)>. Acesso em: 24 set 2021.
- Gujarati, D. N.; Porter, D. C. (2011). *Econometria básica*. 5. ed. Porto Alegre: AMGH.
- Heinzen, C.; Sell, F. F., Silva, T. P. (2016). Influência da folga financeira no retorno por ações em empresas brasileiras e chilenas. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 9, 39-54.
- Ilbay, O. (2009) *Antecedents and Effects of Organizational Slack*. Master Thesis. Vrije Universiteit Amsterdam. Faculteit Economische Wetenschappen en Bedrijfskunde.
- Laffranchini, G. Braun, M. (2014). Slack in Family Firms: Evidence from Italy. *Journal of Family Business Management*, 4(2), 171-193. <https://doi.org/10.1108/JFBM-04-2013-0011>
- Latham, S. F.; Braun, M. R. (2008). The performance implications of financial slack during economic recession and recovery: observations from the software industry (2001-2003). *Journal of Managerial Issues*, 20, 30-50. <http://www.jstor.org/stable/40604593>
- Lee, S. (2011). How Financial Slack Affects Firm Performance: Evidence from US Industrial Firms. *Journal of Economic Research*, 16, 1-27, 2011.
- Lee, S. (2012). Corporate governance, financial slack and firm performance: a comparative study between US and UK. *Seoul Journal of Business*, 18, 3-23.
- Leibenstein, H. (1969). Organizational or frictional equilibria, x-efficiency, and the rate of innovation. *Quarterly Journal of Economics*, 83(4), 600-623. <https://doi.org/10.2307/1885452>
- Lu, L.; Wong, P. (2019). Performance feedback, financial slack and the innovation behavior of firms. *Asia Pacific Journal of Management*, 1-31. <https://doi.org/10.1007/s10490-018-9634-4>
- March, J. (1979). *Interview in Stanford GSB*. Graduate School of Business, Stanford University, CA.
- Moses, O. D. (1992). Organizational slack and risk- taking behavior: tests of product pricing strategy. *Journal of Organizational Change Management*, 5(3), 38-54. <https://doi.org/10.1108/09534819210018045>
- Namiki, N. (2012). 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. <https://doi.org/10.14992/00012391>

- 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), 1-9. <https://doi.org/10.33455/ijcar.v1i2.95>
- Padilha, D. F.; Da Silva, A., Da Silva, T. P.; Gonçalves, M. (2017). Financial Slack and Market Performance: an analysis of Brazilian and Italian companies. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*. 20, 276-292.
- Paeleman, I.; Vanacker, T. (2015). Less is More, or Not? On the Interplay between Bundles of Slack Resources, Firm Performance and Firm Survival. *Journal of Management Studies*, 52(6), 819-848. <https://doi.org/10.1111/joms.12135>
- Pamplona, E.; Da Silva, T.P.; Nakamura, W. T.; Rodrigues Junior, M. M. (2019). Influência da folga financeira no desempenho de empresas familiares e não familiares brasileiras. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 30(1), 43-67. <https://doi.org/10.22561/cvr.v30i1.4590>
- Prates, R. C. A. (2009). Crise mundial atual: origem, desdobramentos e a necessidade de regulamentação. *Raízes Jurídicas*, 5(2), 265-272.
- Rajapathirana, R. P. J.; Hui, Y. (2018). Relationship between innovation capability, innovation type, and firm performance. *Journal of Innovation & Knowledge*, 3(1), 44-55. <https://doi.org/10.1016/j.jik.2017.06.002>
- Santos, D. F. L.; Guevara, M. M.; Rodrigues, S. V. (2018). Folga financeira e inovação empresarial no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 8(1), 1-18. <https://doi.org/10.18028/rgfc.v8i1.5436>
- Rezende, A. A. de.; Marcelino, J. A.; Miyaji, M. A. (2020). Reinvenção das vendas: As estratégias das Empresas Brasileiras para gerar receitas na pandemia de Covid-19. *Boletim de Conjuntura*, 2(6), 53-69. <https://doi.org/10.5281/zenodo.3834095>
- Sakaki, H.; Jory, S. R. (2019). Institutional investors' ownership stability and firms' innovation. *Journal of Business Research*, 103, 10-22. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.05.032>
- Seven, Ü., Yilmaz, F. (2021). World Equity Markets e COVID-19: Immediate Response and Recovery Prospects. *Research in International Business and Finance*, 56. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101349>
- Tan, J.; Peng, M. W. (2003). Organizational slack and firm performance during economic transitions: two studies from an emerging economy. *Strategic Management Journal*, 24, 1249-1263. <https://doi.org/10.1002/smj.351>
- Trojan, D. A.; Danielli, D. Einsweiller, A. C. (2020). Folga financeira versus desempenho econômico: um estudo em empresas do setor de petróleo, gás

e biocombustíveis listadas na B3. *Anais Congresso Usp De Iniciação Científica Em Contabilidade São Paulo, SP, 17.*

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. <https://doi.org/10.1002/smj.2583>

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.

Zhou, K.; Yan, R.; Liu, Y. (2019) Vertical merger, R&D collaboration and innovation. *The European Journal of Finance*, 25(14), 1289-1308. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2019.1589551>

<b>Planilha de Contribuição dos Autores</b>					
<b>Contribuição</b>	<b>Paula Tronco</b>	<b>Luiz Henrique Figueira Marquezan</b>	<b>Larissa Degenhart</b>	<b>Maria Laura Pereira Velho</b>	<b>Vinícius Costa da Silva Zonatto</b>
1. Idealização e concepção do assunto e tema da pesquisa	X	X			
2. Definição do problema de pesquisa	X	X	X		
3. Desenvolvimento da Plataforma Teórica	X		X	X	
4. Delineamento da abordagem metodológica da pesquisa		X	X	X	
5. Coleta de dados	X	X		X	
6. Análises e interpretações dos dados coletados	X	X		X	X
7. Conclusões da pesquisa	X			X	
8. Revisão crítica do manuscrito		X	X		X
9. Redação final do manuscrito, conforme as normas estabelecidas pela Revista.				X	
10. Orientação		X			X