

EFEITO MODERADOR DA FOLGA FINANCEIRA NA RELAÇÃO ENTRE ALAVANCAGEM CONSERVADORA E DESEMPENHO ECONÔMICO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

CAMILA ADAM

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU - FURB

EDINA ELISANGELA ZELLMER FIETZ

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)

JULES KOUT TENE

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)

PATRIQUE ROSA HEDLUND

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)

TARCÍSIO PEDRO DA SILVA

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)

Agradecimento à órgão de fomento:

Agradecimentos à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes) e ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq). O presente trabalho foi realizado com apoio da Capes - Código de Financiamento 001.

EFEITO MODERADOR DA FOLGA FINANCEIRA NA RELAÇÃO ENTRE ALAVANCAGEM CONSERVADORA E DESEMPENHO ECONÔMICO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

1 Introdução

O desempenho é uma das principais temáticas da literatura financeira (Jouida & Hellara, 2018), pois está relacionado a um dos objetivos fundamentais das empresas, maximizar o valor/lucro (Campos & Nakamura, 2013). Nesse sentido, o desempenho é essencial para uma gama de stakeholders, como acionistas e credores (Mardones & Cuneo, 2019). Além disso, o desempenho é um dos principais meios de se avaliar o sucesso ou o fracasso das estratégias de uma organização (Brown & Laverick, 1994), sendo considerado como um mecanismo de controle e alocação de recursos (Mardones & Cuneo, 2019).

O desempenho também é relacionado a capacidade de uma empresa de obter e gerenciar recursos de maneira a alcançar vantagem competitiva (Omondi & Muturi, 2013). Nesse sentido, devido sua importância para as organizações, o desempenho já foi relacionado com várias temáticas, principalmente para se identificar quais fatores são determinantes do desempenho corporativo, tanto em caráter positivo quanto negativo. Dentre os fatores relacionados com o desempenho, destaca-se a política de alavancagem conservadora (Graham, 2000; Strebulaev & Yang, 2013; Yasmin & Rashid, 2019) e a folga financeira (Picolo et al., 2018; Pamplona et al., 2019).

A alavancagem conservadora é um fenômeno que passou a ser mais investigado nos últimos dez anos, tendo o estudo de Strebulaev e Yang (2013), como principal precursor. A alavancagem conservadora é subdividida em duas medidas, alavancagem zero e alavancagem quase zero. A alavancagem zero é quando uma empresa não apresenta dívidas (empréstimos, financiamentos e debêntures), tanto a curto prazo quanto a longo prazo (Strebulaev & Yang, 2013). Na alavancagem quase zero, as empresas apresentam dívidas de curto ou longo prazo, mas são valores muito conservadores, ou seja, abaixo de 5% (Strebulaev & Yang, 2013; Ghose & Kabra, 2016).

A perspectiva da flexibilidade financeira descreve que as empresas buscam adotar uma política de alavancagem conservadora para manter sua capacidade de endividamento inutilizada, e assim, preservar seu acesso a fonte de capital externo. Nesse sentido, a flexibilidade financeira, advinda da alavancagem conservadora, pode evitar dificuldades em momentos de crise e facilitar o investimento tempestivo em oportunidades lucrativas (Yung et al., 2015), o que tende a elevar o desempenho corporativo. O estudo de Yung et al. (2015) constatou que empresas financeiramente flexíveis apresentam índices de lucratividade superiores e maior crescimento nas vendas.

Outro fator constantemente relacionado com o desempenho é a folga financeira, que é descrita como o conjunto de recursos subutilizados e não comprometidos das empresas que pode ser facilmente implantado para alcançar as metas e operações organizacionais (Carnes et al., 2019; Guo et al., 2020). Além disso, a folga financeira é um meio de fornecer autonomia às empresas e uma forma de explorar novas soluções e oportunidades, o que facilita a tomada de riscos (Kim et al., 2008).

De acordo com Lee (2011) e Rafailov (2017), a folga financeira pode ser utilizada pelas empresas como meio de se adaptar, de forma bem sucedida, às pressões externas, apoiar inovações e experimentação, e fazer modificações na estratégia como uma resposta às mudanças no ambiente, o que melhora o desempenho corporativo. No cenário brasileiro, os estudos de Picolo et al. (2018) e Pamplona et al. (2019) verificaram que as empresas que atuam com folga financeira obtêm melhor desempenho organizacional, visto que, o recurso da folga é aplicado nas estratégias de competitividade, como investimentos em diversificação e inovação.

Além de uma relação direta entre alavancagem conservadora e folga financeira com o desempenho econômico, o estudo propõem um efeito moderador da folga financeira. Conforme Machokoto et al. (2021), as empresas de mercados emergentes buscam preservar sua flexibilidade financeira de duas maneiras principais: acumulando dinheiro e adotando uma política de alavancagem conservadora. Desta forma, há indícios de que a folga financeira possa intensificar a relação positiva da alavancagem conservadora e o desempenho, uma vez que pode aumentar a flexibilidade financeira das empresas e assim impactar positivamente no desempenho econômico.

Diante do exposto, o estudo apresenta a seguinte questão de pesquisa: qual o efeito moderador da folga financeira na relação entre alavancagem conservadora e desempenho econômico das empresas brasileiras? Nesse sentido, o objetivo do estudo é analisar o efeito moderador da folga financeira na relação entre alavancagem conservadora e desempenho econômico das empresas brasileiras.

O estudo se justifica ao investigar a política corporativa financeira da alavancagem conservadora, fato importante que pode auxiliar na compreensão das decisões das firmas sobre a estrutura de capitais, conforme destaca Strebulaev e Yang (2013). Além disso, o estudo é relevante ao estender os estudos sobre o conservadorismo financeiro em economias emergentes, permitindo uma melhor compreensão dessa política em países com o mercado de capitais menos desenvolvido, o que afeta as decisões de financiamento externo, conforme destaca Yasmin e Rashid (2019).

Além disso, o estudo é relevante ao analisar o nexo entre folga financeira e desempenho, temática pouco estudada e que ainda permanece ambígua na literatura (Marlin & Geiger, 2015; Geiger et al., 2019), visto existir duas vertentes principais, uma que a folga é benéfica para as organizações (influência positiva no desempenho) e a outra que a folga é ineficiente (influência negativa no desempenho). Investigar essas temáticas contribui para a expansão da literatura, principalmente por trabalhar com o mercado emergente brasileiro, que apresenta um contexto peculiar que pode impactar nas decisões corporativas sobre a folga financeira.

Ademais, o estudo analisa os temas da alavancagem conservadora, folga financeira e desempenho econômico no universo das empresas de capital aberto e fechado, o que amplia as perspectivas em relação ao efeito das configurações das empresas nas temáticas, conforme destaca Marlin e Geiger (2015). Nesse mesmo sentido, o estudo permite verificar quais padrões estabelecidos para as empresas de capital aberto se mantem nas de capital fechado e o que se modifica, abrindo espaço para várias discussões.

2 Referencial Teórico e Hipóteses

Nesta seção são discutidos os conceitos e estudos anteriores relacionados ao desempenho econômico, alavancagem conservadora e folga financeira, além disso, desenvolve-se as hipóteses do estudo.

2.1 Alavancagem Conservadora e Desempenho Econômico

A alavancagem conservadora é compreendida como uma política financeira corporativa que prevê baixos níveis de dívida, subdividindo-se em alavancagem zero e alavancagem quase zero. A alavancagem zero é quando a empresa não possui qualquer tipo de dívida no curto e longo prazo. Já a alavancagem quase zero, também conhecida como baixa alavancagem, é quando a empresa detém dívidas, mas são valores muito baixos, geralmente inferiores a 5% (Strebulaev & Yang, 2013; Zhang & Gregoriou, 2019).

Um número considerável de empresas com alavancagem conservadora foi constatado nos últimos anos e esse montante de organizações vem crescendo consideravelmente, sendo considerado um fenômeno econômico-financeiro global (Bessler et al., 2013). A partir do

estudo seminal desenvolvido por Strebulaev e Yang (2013), a literatura destinada a essa política extremamente conservadora evoluiu e agora está focada em seus determinantes.

Devido à falta de suporte teórico fornecido pelas teorias da estrutura de capital dominante para o fenômeno da alavancagem conservadora, estudos sobre o assunto têm adotado abordagens alternativas para explicar níveis de endividamento extremamente conservadores (Morais et al., 2020). Neste sentido, a existência de restrições financeiras enfrentadas pelas empresas e a busca por flexibilidade financeira são as premissas teóricas mais popularmente empregadas para explicar o fenômeno da alavancagem zero.

No Reino Unido, Marchica e Mura (2010) demonstram que o objetivo de manter uma baixa alavancagem está associado a ideia de aumentar a flexibilidade financeira para investimentos futuros. Os autores documentam que as empresas no Reino Unido incidem em investimentos anormais e maiores despesas de capital posteriormente a um período de baixa alavancagem e que esses investimentos possivelmente serão financiados através da emissão de dívida.

O estudo de Bigelli et al. (2014) analisou fatores que motivam as empresas italianas de capital fechado a seguir uma política financeira conservadora. Os resultados mostram que as empresas financeiramente conservadoras, acumulam caixa e mantêm seu potencial de endividamento, antes de realizar investimentos futuros. Esse resultado coaduna o estudo de Graham (2000) que evidenciou que as empresas que usam a dívida de forma conservadora são grandes, lucrativas, líquidas e estão presentes em setores estáveis, desenvolvendo assim um melhor resultado econômico.

Huang et al. (2017) argumenta que a alavancagem zero é o resultado do desejo de uma empresa de reter flexibilidade financeira e ser capaz de preparar investimentos futuros preservando a capacidade de endividamento. O estudo de Moraes et al. (2020) coaduna com esse argumento e ressalta que algumas empresas livres de dívidas são consequência de razões do lado da oferta de dívida (decisões dos credores) e outras são consequência de razões de demanda por dívida (decisões da empresa).

Ferrando et al. (2017) usaram uma amostra composta de empresas de capital aberto e de capital fechado a fim de mostrar que a flexibilidade financeira, obtida por meio de uma política de alavancagem conservadora, é mais importante para empresas de capital fechado em países com menos acesso ao crédito e proteção mais fraca ao investidor. Além disso, os autores também identificaram que a flexibilidade financeira melhora a capacidade das empresas de realizar investimentos futuros e promove o aumento da lucratividade.

No Japão, Cui (2019) identifica que as empresas têm maior probabilidade de ser financeiramente conservadoras se forem menores e mais lucrativas, tendo assim menos oportunidades de crescimento e tangibilidade. Uma empresa com menos tangibilidade é considerada como tendo capacidade de endividamento limitada, enquanto uma maior lucratividade e um maior desempenho econômico permite que as empresas acumulem caixa facilmente.

Por fim, Yasmin & Rashid (2019) exploraram empiricamente a prevalência e os determinantes do conservadorismo financeiro em empresas não financeiras do Paquistão. Os resultados do estudo mostram que as empresas financeiramente conservadoras são mais lucrativas, menos arriscadas e pagam dividendos mais altos do que suas contrapartes não conservadoras.

Neste contexto, parte-se do pressuposto teórico de que a política da alavancagem conservadora está positivamente relacionada com o desempenho econômico, tendo em vista que as empresas optam por permanecer sem dívidas para preservar a flexibilidade financeira (Ramalho et al., 2018). Diante disso, delimitam-se as seguintes hipóteses no desenvolvimento deste estudo:

H1: A alavancagem conservadora está positivamente relacionada com o desempenho econômico das empresas brasileiras de capital aberto e de capital fechado.

2.2 Folga Financeira e Desempenho Econômico

Apesar do conceito de folga nas organizações estar bem estabelecido na literatura, não há um consenso entre autores acerca da sua definição. Nohria e Gulati (1996), definem a folga como o volume de recursos em uma organização que excede o mínimo necessário para produzir um determinado nível de produção organizacional. Para Mishina et al. (2004), a folga se define como uma quantidade dinâmica que representa a diferença entre os recursos atualmente possuídos por uma empresa e as demandas de recursos do negócio atual. George (2005) observa que a folga é um recurso potencialmente utilizável que pode ser desviado ou reimplantado para a realização de objetivos organizacionais.

De acordo com Voss et al. (2008), existem quatro diferentes tipos de folga nas organizações: a folga financeira, a folga operacional, a folga relacional com cliente e a folga de recursos humanos. Neste estudo focaremos nossa análise na folga financeira. Segundo Voss et al. (2008), a folga financeira pode ser entendida como a soma de recursos financeiros superiores ao necessário para manter a organização. Estes recursos financeiros são ativos de alta liquidez (caixa, investimentos de curto prazo, contas a receber, etc.) e a capacidade de receber financiamento.

Existe na literatura duas principais visões da folga financeira. De um lado, tem-se a visão positiva da folga financeira. Os defensores desta visão argumentam que a folga financeira pode ser usada pelas empresas para se adaptar com sucesso às pressões externas, apoiar inovações e experimentação e fazer modificações na estratégia como uma resposta às mudanças no ambiente (Lee, 2011; Rafailov, 2017). Por outro lado, tem-se a visão negativa da folga financeira. Para os defensores desta visão, a folga financeira pode levar ao desperdício na alocação de recursos. Quando há recursos em excesso disponíveis, os gerentes agem como agentes e se tornam irracionalmente otimistas e avessos ao risco. Conseqüentemente, eles tendem a usar o excesso de recursos para seu próprio benefício (Su et al., 2009; Rafailov, 2017).

Diversos estudos investigaram a associação entre folga financeira e desempenho (Daniel et al, 2004; Su et al., 2009; Bradley et al., 2011; Lee, 2011; Rafailov, 2017). No entanto, os resultados existentes sobre este relacionamento são inconclusivos. Enquanto alguns estudos mostram suporte para uma relação positiva (Su et al., 2009; Bradley et al., 2011; Lee, 2011; Modi & Mishra, 2011; Rafailov, 2017), outros apontam para uma relação negativa (Patzelt et al., 2008; Lee, 2011; Rafailov, 2017). Buscando fornecer uma visão sobre a relação entre folga e o desempenho, Daniel et al. (2004) realizaram uma meta-análise com base em 66 estudos. Verificou-se que a maioria dos estudos mostram uma influência positiva da folga no desempenho, apoiando assim os argumentos da teoria comportamental e da visão baseada em recursos de que a folga é um recurso valioso que pode ser usado como uma ferramenta estratégica.

Pesquisas recentes realizadas no cenário brasileiro (Picolo et al., 2018; Pamplona et al., 2019) encontraram evidências similares acerca da relação entre folga financeira e o desempenho. Picolo et al. (2018) verificaram a influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas Brasileiras e Chilenas. Os autores sugerem que as empresas brasileiras, devido às altas taxas de juros sobre a captação de capital por dívida, tendem a atuar no mercado com folga financeira obtendo melhores resultados revertidos no desempenho organizacional. As empresas brasileiras utilizam os recursos de folga como estratégia de competitividade para

investimentos em diversificação e inovação, sugerindo que neste caso, a elevada folga financeira não causa desperdício e acomodação da gestão.

Pamplona et al. (2019) verificaram a influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas industriais brasileiras e mexicanas. Os achados da pesquisa demonstraram que a folga está positivamente relacionada ao desempenho econômico das organizações. Para estes autores, as empresas industriais brasileiras operam com níveis elevados de folga financeira para minimizar os impactos externos advindos da instabilidade econômica do país e se prevenir contra ameaças que possam sofrer.

Com base no exposto entende-se que a relação entre a alavancagem conservadora e desempenho é positiva, tanto para empresas de capital aberto quanto fechado. Diante disso, apresenta-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

H2: A folga financeira está positivamente relacionada com o desempenho econômico das empresas brasileiras de capital aberto e de capital fechado.

2.3 Alavancagem Conservadora, Folga Financeira e Desempenho Econômico

Além de uma relação direta entre alavancagem conservadora e folga financeira com o desempenho econômico, o estudo propõem um efeito moderador da folga financeira. De acordo com Machokoto et al. (2021), as empresas de economias emergentes procuram preservar sua flexibilidade financeira de duas maneiras principais: acumulando dinheiro e adotando uma política de alavancagem conservadora. Nesse sentido, tanto a folga financeira quanto a alavancagem conservadora podem ser fatores importantes para manter a flexibilidade financeira das organizações. Portanto, presume-se que a interação desses fatores poderia ser utilizada para intensificar os benefícios da flexibilidade financeira, como a lucratividade.

Corroborando essa perspectiva, o estudo de De Jong et al. (2012) verificou que as empresas que se resguardam em recorrer a dívida e ainda constituem folga financeira, mediante acúmulo de liquidez interna, conservam sua capacidade de endividamento, o que consequentemente leva a uma maior flexibilidade financeira e possivelmente maior lucratividade. Além disso, há indícios de que as empresas que adotam a alavancagem conservadora podem se beneficiar ao manterem reservas de caixa em tempos difíceis, pois estes recursos favorecem oportunidades de investimento de curta duração (El Ghoul et al., 2018; Lefebvre, 2021).

Assim, verifica-se que empresas com alavancagem conservadora tendem a se beneficiar ao adotarem também a folga financeira, e essa tendência é a ainda mais evidente nos países de mercados emergentes. Conforme Lei et al. (2018) e Yasmin e Rashid (2019), as empresas de mercados emergentes apresentam um contexto peculiar para o financiamento externo, em virtude de o mercado de capitais ser menos desenvolvido, e a oferta de crédito e as fontes de financiamento alternativas serem escassas. Nesse sentido, tendem a apresentar um maior conservadorismo financeiro e um maior acúmulo de reservas de caixa, como alternativa de financiamento interno.

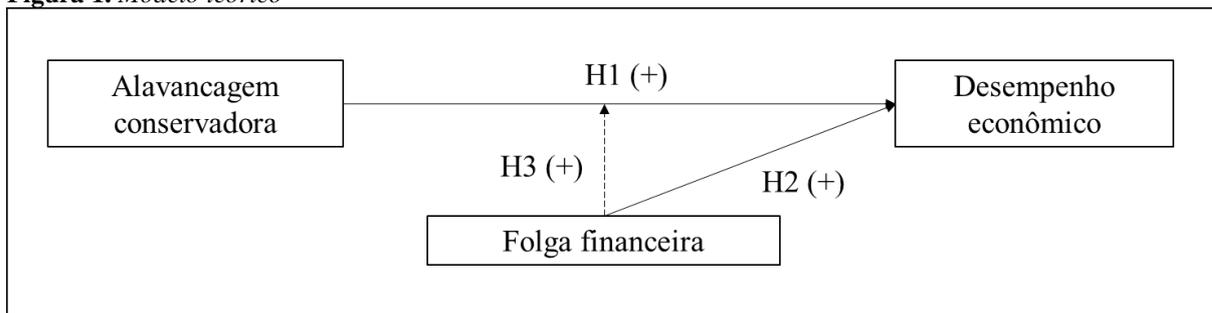
Dessa forma, as fontes de autofinanciamento, como lucros retidos e reservas de caixa, acabam prevalecendo nas empresas de mercados emergentes, como forma de melhorar a flexibilidade financeira, e consequentemente, viabilizar investimentos futuros, que impulsionem o desempenho das organizações (Lemma & Negash, 2013; Yung et al., 2015). Desta forma, há indícios de que a folga financeira possa intensificar a relação positiva da alavancagem conservadora e o desempenho, uma vez que pode aumentar a flexibilidade financeira das empresas e assim impactar positivamente no desempenho econômico.

Com base no exposto, entende-se que a folga financeira modera positivamente a relação entre alavancagem conservadora e desempenho econômico das empresas brasileiras, tanto de capital aberto quanto fechado. Assim, apresenta-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

H3: A folga financeira influencia positivamente na relação entre alavancagem conservadora e desempenho econômico das empresas brasileiras de capital aberto e de capital fechado.

A Figura 1 apresenta o modelo teórico do estudo, apontando as relações e hipóteses propostas.

Figura 1. Modelo teórico



Fonte: Elaborado pelos autores.

Conforme a Figura 1, a hipótese 1 concerne sobre a relação entre alavancagem conservadora e desempenho econômico, a hipóteses 2 trata sobre a relação entre folga financeira e desempenho econômico e a hipótese 3 se refere a moderação da folga financeira na relação entre alavancagem conservadora e desempenho econômico.

3 Metodologia

A população do estudo foi composta pelas empresas de capital aberto com ações negociadas na [B]³ e pelas empresas de capital fechado com informações disponíveis na base de dados Refinitiv Eikon®. Após a exclusão das empresas financeiras e as empresas que não apresentaram informações suficientes para a análise, a amostra da pesquisa foi formada por 160 empresas de capital aberto e 871 empresas de capital fechado. Analisou-se um período de 8 anos (2012-2019), totalizando em 5.889 observações. Os dados foram coletados na base Refinitiv Eikon®, utilizando-se de dados desbalanceados.

A Tabela 1 apresenta as variáveis, a forma de mensuração e os autores base utilizados na pesquisa.

Tabela 1. Descrição das variáveis

Variável	Mensuração	Autores base
Variáveis dependentes		
Desempenho econômico (DES)	ROA = EBIT/Ativo Total	Strebulaev e Yang (2013) e Morais et al. (2020)
Variáveis independentes		
Alavancagem zero (AZ)	Variável dicotômica (1 se alavancagem contábil for igual a zero, e 0 caso contrário)	Strebulaev e Yang (2013)
Alavancagem quase zero (AQZ)	Variável dicotômica (1 se alavancagem contábil for inferior a 5%, e 0 caso contrário)	
Folga financeira (SLACK)	$\left(\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}} \right)$	Campos e Nakamura (2015), Pamplona et

Variáveis de controle		
<i>Cash holdings</i> (CASH)	Caixa e investimentos de curto prazo / Ativo total	El Ghoul (2018)
Crescimento das vendas (CRES)	$\left(\frac{\text{Vendas Totais}_i}{\text{Vendas Totais}_{i-1}}\right) - 1$	Ghose (2016)
<i>Earnings volatility</i> (EVOL)	Volatilidade da rentabilidade (desvio padrão de 3 anos)	Strebulaev e Yang (2013)
Tamanho (TAM)	Logaritmo dos ativos totais	
Tangibilidade (TANG)	Ativos fixos / Ativos Totais	
<i>Uniqueness</i> (UNI)	Despesas com vendas, gerais e administrativas / Vendas líquidas	Ghose (2016)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Conforme a Tabela 1, o desempenho econômico é a variável dependente do estudo, sendo mensurado a partir do retorno dos ativos (ROA). Como variáveis independentes, utilizou-se a alavancagem conservadora, a partir da alavancagem zero (AZ) e a alavancagem quase zero (AQZ), e a folga financeira (SLACK). Para a mensuração da alavancagem contábil, considerou-se apenas a dívida onerosa das empresas, ou seja, empréstimos, financiamentos e debêntures. Como variáveis de controle o estudo utilizou *cash holdings* (CASH), crescimento das vendas (CRES), *earnings volatility* (EVOL), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e *uniqueness* (UNI).

Para análise dos dados, foram empregadas a estatística descritiva e a regressão linear múltipla no software STATA®, utilizando-se modelos de Painel de Dados empilhados (POLS).

Os modelos seguem as seguintes equações:

$$DES_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 AZ_{i,t} + \beta_3 SLACK_{i,t} + \beta_4 CASH_{i,t} + \beta_5 CRES_{i,t} + \beta_6 EVOL_{i,t} + \beta_7 TAM_{i,t} + \beta_8 TANG_{i,t} + \beta_9 UNI_{i,t} + \sum \text{EfeitosFixosSetor} + \sum \text{EfeitosFixosAno} + \varepsilon \quad \text{Eq. (1)}$$

$$DES_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 AQZ_{i,t} + \beta_3 SLACK_{i,t} + \beta_4 CASH_{i,t} + \beta_5 CRES_{i,t} + \beta_6 EVOL_{i,t} + \beta_7 TAM_{i,t} + \beta_8 TANG_{i,t} + \beta_9 UNI_{i,t} + \sum \text{EfeitosFixosSetor} + \sum \text{EfeitosFixosAno} + \varepsilon \quad \text{Eq. (2)}$$

$$DES_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 AZ_{i,t} + \beta_3 SLACK_{i,t} + \beta_4 AZ \times SLACK_{i,t} + \beta_5 CASH_{i,t} + \beta_6 CRES_{i,t} + \beta_7 EVOL_{i,t} + \beta_8 TAM_{i,t} + \beta_9 TANG_{i,t} + \beta_{10} UNI_{i,t} + \sum \text{EfeitosFixosSetor} + \sum \text{EfeitosFixosAno} + \varepsilon \quad \text{Eq. (3)}$$

$$DES_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 AQZ_{i,t} + \beta_3 SLACK_{i,t} + \beta_4 AQZ \times SLACK_{i,t} + \beta_5 CASH_{i,t} + \beta_6 CRES_{i,t} + \beta_7 EVOL_{i,t} + \beta_8 TAM_{i,t} + \beta_9 TANG_{i,t} + \beta_{10} UNI_{i,t} + \sum \text{EfeitosFixosSetor} + \sum \text{EfeitosFixosAno} + \varepsilon \quad \text{Eq. (4)}$$

Destaca-se que para todos os modelos foram inseridos o controle de efeitos fixos para setor e ano, além de serem observados os pressupostos da normalidade, ausência de multicolinearidade, ausência de heterocedasticidade e ausência de autocorrelação, conforme preconizado por Fávero et al. (2009).

4 Análise dos resultados

Na Tabela 2, apresenta-se a estatística descritiva das variáveis, com destaque para a média, desvio padrão, mínimo e máximo, e o teste t. A título de comparação, dividiu-se as informações entre dois grupos, empresas com e sem alavancagem conservadora.

Tabela 2. Estatística descritiva

	Sem Alavancagem conservadora				Com alavancagem conservadora (AZ e/ou AQZ)				Teste t
	Média	DP	Min	Max	Média	DP	Min	Max	
SLACK	1,220	0,929	0,003	11,656	2,791	3,187	0,037	27,630	-29,290***
DES	0,069	0,157	-1,785	1,598	0,083	0,167	-1,882	1,088	-2,890***
CASH	0,088	0,098	0,000	0,778	0,133	0,143	0,000	0,777	-13,320***
CRES	0,094	0,959	-23,930	28,493	0,091	0,450	-1,196	7,536	0,117
EVOL	0,064	0,087	0,000	1,218	0,070	0,089	0,001	1,093	-2,477**
TAM	19,315	2,181	14,747	27,554	18,555	1,562	15,163	25,346	11,915***
TANG	0,281	0,201	0,000	0,928	0,254	0,212	0,000	0,965	4,266***
UNI	0,203	0,429	-2,526	18,654	0,239	0,818	-1,895	28,512	-2,142**
Observações	4.540				1.349				

Nota. **p<0.05. ***p<0.01. SLACK: folga financeira; DES: desempenho; CASH: cash holdings; CRES: crescimento das vendas; EVOL: *earnings volatility*; TAM: tamanho; TANG: tangibilidade; UNI: *uniqueness*.

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir da Tabela 2, constata-se que as empresas que possuem alavancagem conservadora se distinguem das empresas sem alavancagem conservadora. As diferenças se situam em variáveis como: folga financeira, desempenho, cash holdings, *earnings volatility*, tamanho, tangibilidade e *uniqueness*. As empresas com alavancagem conservadora, ou seja, com alavancagem zero ou quase zero, possuem, em média, maior folga financeira, desempenho econômico, liquidez, volatilidade na rentabilidade e produtos mais singulares/únicos. Já as empresas sem alavancagem conservadora se destacam pelo maior tamanho e tangibilidade, ou seja, tamanho dos ativos totais e ativos fixos.

Com o intuito de realizar uma análise comparativa entre as empresas de capital fechado e de capital aberto, aplicou-se o teste t para as variáveis estudadas, sendo o resultado apresentado na Tabela 3.

Tabela 3. Comparativo entre companhias fechadas e abertas

	Companhias fechadas	Companhias abertas	Teste t
AZ	0,005	0,039	-9,870***
AQZ	0,258	0,119	10,476***
SLACK	1,606	1,483	2,089**
DES	30,079	0,044	6,925***
CASH	0,093	0,117	-6,927***
CRES	0,079	0,142	-2,259**
EVOL	0,070	0,044	9,336***
TAM	18,443	21,721	-64,755***
TANG	0,275	0,273	0,238
UNI	0,203	0,239	-2,047**
Observações	4.636	1.253	

Nota. **p<0.05. ***p<0.01. AZ: alavancagem zero; AQZ: alavancagem quase zero; SLACK: folga financeira; DES: desempenho; CASH: cash holdings; CRES: crescimento das vendas; EVOL: *earnings volatility*; TAM: tamanho; TANG: tangibilidade; UNI: *uniqueness*.

Fonte: Dados da pesquisa.

Contata-se na Tabela 3 que há diferenças significativas entre as companhias fechadas e abertas. Em relação a alavancagem conservadora, as companhias abertas apresentam maior alavancagem zero, enquanto as companhias fechadas, se destacam pela maior alavancagem

quase zero. Para as outras variáveis, as companhias fechadas apresentam maiores indicadores, em comparação as companhias abertas, para a folga financeira, desempenho e *earnings volatility*, sendo um indicador de que estas empresas apresentam recursos financeiros superiores ao necessário para manter a organização, maior retorno dos ativos e maior volatilidade na rentabilidade. Em contrapartida, as companhias abertas possuem maiores valores, quando comparadas as companhias fechadas, para *cash holdings*, crescimento das vendas, tamanho e *uniqueness*, ou seja, maior liquidez, oportunidade de crescimento, tamanho em relação aos ativos totais e produtos mais singulares. Quanto a tangibilidade, não há indícios de diferenças.

A Tabela 4 apresenta um comparativo, entre os setores de atuação, quanto as variáveis da alavancagem conservadora e a folga financeira.

Tabela 4. Alavancagem conservadora e folga financeira por setor

Setor	AZ		AQZ		SLACK
	N	%	N	%	Média
Bens Industriais (N = 1.401)	10	13,51%	376	27,87%	1,716
Consumo Cíclico (N = 1.466)	29	39,19%	350	25,95%	1,553
Consumo Não Cíclico (N = 680)	1	1,35%	117	8,67%	1,255
Energia (N = 69)	1	1,35%	5	0,37%	1,882
Materiais Básicos (N = 1.495)	15	20,27%	386	28,61%	1,572
Saúde (N = 191)	7	9,46%	54	4%	1,587
Tecnologia da Informação (N = 209)	0	0%	29	2,15%	1,575
Utilidade Pública (N = 210)	0	0%	12	0,89%	1,389
Imobiliário (N = 160)	11	14,86%	17	1,26%	2,193
Serviços educacionais (N = 8)	0	0%	3	0,22%	1,777
TOTAL (N = 5.889)	74	1,25%	1.349	22,9%	

Nota. AZ: alavancagem zero; AQZ: alavancagem quase zero; SLACK: folga financeira.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme descreve a Tabela 4, a alavancagem zero está presente em 1,25% das empresas que compõem a amostra, enquanto para a alavancagem conservadora, a representação é maior, cerca de 22,9% das empresas possuem alavancagem contábil inferior a 5%. Analisando os dados por setor, o fenômeno da alavancagem zero tem maior representatividade nas empresas relacionadas ao consumo cíclico (39,19%) e materiais básicos (20,27%). Por outro lado, as empresas dos setores da tecnologia da informação, utilidade pública e serviços educacionais não apresentam alavancagem zero. Em relação a alavancagem quase zero, destaca-se as empresas do setor de materiais básicos (28,61%), bens industriais (27,87%) e consumo cíclico (25,95%). Os setores vinculados aos serviços educacionais (0,22%), energia (0,37%) e utilidade pública (0,89%) são os com menor alavancagem quase zero. No tocante a folga financeira, evidencia-se que o setor imobiliário apresenta a maior média de folga financeira. Já o setor do consumo não cíclico, possui, em média, a menor folga financeira.

Tabela 5. Relação entre Desempenho, Alavancagem Conservadora e Folga Financeira

	Desempenho											
	Amostra total				Apenas Capital aberto				Apenas Capital fechado			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
Intercepto	0,364*** (0,030)	0,366*** (0,030)	0,369*** (0,030)	0,336*** (0,030)	-0,137** (0,055)	-0,150*** (0,055)	-0,140** (0,055)	-0,154*** (0,055)	0,523*** (0,040)	0,524*** (0,040)	0,524*** (0,040)	0,499*** (0,040)
Variáveis independentes												
Alavancagem zero ^a	-0,038** (0,018)		0,022 (0,023)		0,010 (0,018)		0,071*** (0,022)		-0,035 (0,032)		-0,098* (0,057)	
Alavancagem quase zero ^a		-0,009* (0,005)		0,035*** (0,007)		0,039*** (0,011)		0,060*** (0,013)		-0,013** (0,006)		0,042*** (0,008)
Folga financeira	0,006*** (0,001)	0,007*** (0,001)	0,008*** (0,001)	0,031*** (0,003)	0,007*** (0,003)	0,004* (0,003)	0,017*** (0,003)	0,012** (0,004)	-0,035*** (0,032)	0,008*** (0,001)	0,007*** (0,001)	0,039*** (0,003)
AZ_SLACK			-0,018*** (0,004)				-0,021*** (0,005)				0,039 (0,029)	
AQZ_SLACK				-0,029*** (0,003)				-0,011** (0,005)				-0,036*** (0,003)
Variáveis de controle												
Cash holdings	0,169*** (0,020)	0,169*** (0,020)	0,165*** (0,020)	0,118*** (0,021)	0,066* (0,037)	0,069* (0,037)	0,033 (0,038)	0,050 (0,038)	0,168*** (0,023)	0,171*** (0,023)	0,168*** (0,023)	0,107*** (0,024)
Crescimento das vendas	0,016*** (0,002)	0,016*** (0,002)	0,016*** (0,002)	0,016*** (0,002)	0,003 (0,002)	0,003 (0,002)	0,003 (0,002)	0,003 (0,002)	0,027*** (0,003)	0,027*** (0,003)	0,027*** (0,003)	0,027*** (0,003)
Earnings volatility	-0,384*** (0,023)	-0,384*** (0,023)	-0,383*** (0,023)	-0,381*** (0,023)	-0,498*** (0,040)	-0,512*** (0,040)	-0,515*** (0,040)	-0,519*** (0,040)	-0,343*** (0,027)	-0,345*** (0,027)	-0,343*** (0,027)	-0,335*** (0,027)
Tamanho	-0,014*** (0,001)	-0,014*** (0,001)	-0,014*** (0,001)	-0,015*** (0,001)	0,008*** (0,002)	0,009*** (0,002)	0,007*** (0,002)	0,008*** (0,002)	-0,024*** (0,002)	-0,024*** (0,002)	-0,024*** (0,002)	-0,024*** (0,002)
Tangibilidade	-0,041*** (0,010)	-0,042*** (0,010)	-0,040*** (0,010)	-0,033*** (0,010)	-0,025 (0,017)	-0,031* (0,017)	-0,026 (0,017)	-0,032* (0,017)	-0,036*** (0,012)	-0,037*** (0,012)	-0,036*** (0,012)	-0,025** (0,012)
Uniqueness	-0,032*** (0,004)	-0,032*** (0,004)	-0,031*** (0,004)	-0,031*** (0,004)	-0,043*** (0,009)	-0,043*** (0,009)	-0,034*** (0,009)	-0,039*** (0,009)	-0,028*** (0,004)	-0,028*** (0,004)	-0,028*** (0,004)	-0,027*** (0,004)
Informações do modelo												
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
R ²	0,1301	0,1299	0,1328	0,1449	0,2310	0,2392	0,2444	0,2430	0,1424	0,1431	0,1427	0,1634
Durbin Watson	1,541	1,540	1,544	1,546	1,913	1,908	1,906	1,904	1,504	1,502	1,507	1,510
VIF ^b	1,41	1,45	1,84	7,88	1,68	1,70	3,60	4,84	1,33	1,43	3,17	9,20
Observações	5.889	5.889	5.889	5.889	1.253	1.253	1.253	1.253	4.636	4.636	4.636	4.636

Nota. *p<0.1. **p<0.05. ***p.<0.01. ^a Variável *dummy*. ^b VIF máximo. AZ_SLACK: moderação entre alavancagem zero e folga financeira; AQZ_SLACK: moderação entre alavancagem quase zero e folga financeira. Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 5 são apresentados os resultados dos modelos da regressão. Ressalta-se que os resultados estão segregados em três amostras. A primeira se refere a amostra total, considerando as companhias de capital aberto e fechado. A segunda leva em consideração apenas as companhias abertas e a terceira apenas as companhias de capital fechado. No tocante aos modelos, o poder de explicação varia de 13% a 23%. Os valores apresentados sem os parênteses se referem ao coeficiente da regressão, e os valores entre os parênteses se referem ao erro padrão.

A partir dos resultados da Tabela 5, constata-se que, para a amostra total, a alavancagem zero apresenta relação negativa e significativa, ao nível de 5%, com o desempenho. Para essa mesma amostra, a alavancagem quase zero apresenta relação negativa, ao nível de 10%, com o desempenho. Quando se analisa apenas as companhias abertas, os resultados para a alavancagem conservadora são distintos. Para as companhias abertas, verificou-se, no modelo 2, que a alavancagem quase zero possui relação positiva com o desempenho, ao nível de 1%. Para as companhias de capital fechado, identificou-se que a alavancagem quase zero apresenta relação negativa e significativa, ao nível de 5%, com o desempenho.

De forma geral, os resultados corroboram a pesquisa de Adam et al. (2023), de que as companhias de capital aberto e fechado se diferenciam quanto a relação entre alavancagem conservadora e rentabilidade. Os autores indicam que as companhias de capital aberto tendem a adotar a alavancagem conservadora como uma estratégia de flexibilidade financeira, enquanto as companhias de capital fechado adotam por uma perspectiva de restrição financeira.

Os resultados indicam que adotar a alavancagem conservadora pode ser benéfico para o desempenho econômico das empresas, mas apenas em situações específicas, como é o caso das companhias de capital aberto que adotam uma alavancagem contábil inferior a 5%, ou seja, há dívidas, mas num nível bem conservador. Nesse conteúdo, empresas que atuam no mercado de ações têm acesso a outras formas de financiamento, como a emissões de ações, sendo um contexto mais favorável à adoção da alavancagem conservadora. Quando essas empresas adotam o conservadorismo financeiro, este faz parte de uma estratégia, que por sua vez impacta positivamente no desempenho. Já as companhias fechadas quando adotam a alavancagem conservadora, podem estar passando por um momento de restrição financeira, com dificuldades de captação de recursos. Nesse cenário, o conservadorismo, provavelmente, não está vinculado a nenhuma estratégia, portanto, tende a não ser benéfico ao desempenho (Moraes et al., 2021; Adam et al., 2023).

Em relação a alavancagem zero, ou seja, quando não há dívidas assumidas, verificou-se que prejudica o desempenho das empresas, sejam elas companhias abertas ou fechadas. Assim, há o entendimento de que as dívidas são um elemento importante para as empresas, e precisam estar presentes, em alguma medida, para haver investimentos na empresa e consequentemente incremento no desempenho econômico (Davydov, 2016). Nesse sentido, indica-se que a hipótese 1, que propõe que a alavancagem conservadora está positivamente relacionada com o desempenho econômico das empresas brasileiras de capital aberto e de capital fechado, é suportada parcialmente.

No que se refere a folga financeira, verificou-se que esta possui relação positiva com o desempenho, independentemente da amostra analisada, ou seja, tanto para empresas de capital aberto quanto fechado. Os resultados convergem com as pesquisas de Picoletto et al. (2018) e Pamplona et al. (2019), que encontraram evidências similares acerca da relação entre folga financeira e o desempenho. Para os referidos estudos, as empresas brasileiras utilizam a folga financeira para minimizar o impacto de fatores externos e por questões estratégicas. Além disso, a folga financeira foi apontada como alternativa ao capital de terceiros, visto às altas taxas de juros cobradas. Desta forma, há indícios de que quanto maior a folga financeira adotada pela empresa, maior o desempenho econômico alcançado, mais especificamente o retorno dos

ativos. Portanto, a hipótese 2, que propõe que a folga financeira está positivamente relacionada com o desempenho econômico das empresas brasileiras de capital aberto e de capital fechado, é suportada.

Referente a moderação, identificou-se que quando a folga financeira é adicionada aos modelos, como no 3 e 4, as relações com o desempenho ficam negativas. Para a amostra total e companhias fechadas, a folga financeira intensifica a relação que já é negativa entre os cenários de alavancagem conservadora e desempenho. No entanto, para as companhias abertas, a folga financeira torna negativa a relação positiva entre alavancagem quase zero e desempenho.

Os achados são indicadores de que mesmo sendo relacionada positivamente com o desempenho, a folga financeira torna-se um fator negativo em empresas com alavancagem conservadora, seja esta alavancagem zero ou quase zero, pois prejudica seu desempenho econômico. Nesse sentido, num cenário de alavancagem conservadora, a folga financeira pode estar sendo usada para resolver questões operacionais, e não estratégicas, o que implica diretamente no desempenho. Além disso, a folga financeira nem sempre é benéfica para o desempenho, pois podem representar recursos ociosos dentro da organização, sendo atrativos da ineficiência (Daniel et al., 2004; Pamplona et al., 2019). A partir do exposto, a hipótese 3, que propõe que a folga financeira influencia positivamente na relação entre alavancagem conservadora e desempenho econômico das empresas brasileiras de capital aberto e de capital fechado, não é suportada.

Quanto as variáveis de controle, ressalta-se alguns resultados. As variáveis *cash holdings* e crescimento das vendas estão positivamente relacionadas ao desempenho das empresas, sejam elas de capital aberto ou fechado. Nesse sentido, quanto maior a liquidez da empresa e a oportunidade de crescimento do negócio, maior tende a ser o desempenho auferido. Por outro lado, as variáveis *earnings volatility*, tangibilidade e *uniqueness* estão negativamente relacionadas ao desempenho, tanto para companhias abertas quanto para fechadas. Esse achado indica que quanto maior a volatilidade na rentabilidade, maior os ativos fixos e mais específicos forem os produtos negociados pela empresa, menor tende a ser seu desempenho. Em contrapartida, a variável tamanho apresentou relações positivas com o desempenho, para as companhias de capital aberto, e relações negativas para as companhias de capital fechado. Assim, o tamanho dos ativos é um fator importante para o desempenho das empresas, sendo um desafio para as empresas de capital fechado e um potencializador para as de capital aberto.

A partir do exposto, apresenta-se, na Tabela 6, um resumo do resultado das hipóteses.

Tabela 6. *Resumo do resultado das hipóteses*

Hipóteses	AT	CA	CF	Resultado
H1: A alavancagem conservadora está positivamente relacionada com o desempenho econômico das empresas brasileiras de capital aberto e de capital fechado.	X	✓	X	Suportada parcialmente
H2: A folga financeira está positivamente relacionada com o desempenho econômico das empresas brasileiras de capital aberto e de capital fechado.	✓	✓	✓	Suportada
H3: A folga financeira influencia positivamente na relação entre alavancagem conservadora e desempenho econômico das empresas brasileiras de capital aberto e de capital fechado.	X	X	X	Não suportada

Nota. AT: amostra total; CA: empresas de capital aberto; CF: empresas de capital fechado; ✓ suportada; X não suportada.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme está descrito na Tabela 6, a hipótese 1 é suportada apenas para as empresas de capital aberto. A hipótese 2 é suportada para todas os contextos analisados e a hipótese 3 não é suportada.

5 Conclusão

Os resultados do estudo indicam que para as empresas de modo geral, apresentar alavancagem zero ou alavancagem quase zero reduz o desempenho econômico. Analisando especificamente as companhias abertas e fechadas, apresentar alavancagem quase zero eleva e reduz o desempenho, respectivamente. As diferenças entre os tipos de empresa podem ser indícios da adoção de estratégias de flexibilidade financeira, como é o caso das companhias de capital aberto, ou devido restrições financeiras, mais recorrentes nas companhias de capital fechado. Quando a alavancagem conservadora é aplicada como estratégia, tende a implicar positivamente no desempenho. Contudo, quando o fenômeno é decorrente de restrições de recursos, há indícios da empresa ter problemas, o que evidencia a perda de desempenho.

Em relação a folga financeira, os resultados corroboram a literatura anterior de que a folga de recursos é benéfica para o desempenho organizacional. Os resultados indicam ainda que independente da empresa ser de capital aberto ou fechado, a folga financeira aumenta o desempenho, especificamente o retorno dos ativos. Os recursos disponíveis podem ser empregados para minimizar os efeitos de turbulências externas ou utilizados em investimentos oportunos, gerando incrementos à empresa.

Referente a moderação, identificou-se um efeito negativo da folga financeira na relação entre alavancagem conservadora e desempenho. Uma possível explicação da folga financeira ser prejudicial ao desempenho, no contexto das empresas com alavancagem conservadora, seja o uso que a organização faz dos recursos da folga. As empresas podem estar empregando os recursos da folga financeira para quitar obrigações de curto prazo, em compensação a baixa alavancagem apresentada, não sendo investidos em projetos/estratégias que impactem diretamente no retorno dos ativos. Por outro lado, a relação negativa pode ser um indicador do uso ineficiente dessa sobra de recursos, em que a gestão esteja investindo em estratégias que não geram retornos.

O estudo contribui à literatura e prática ao investigar temáticas relevantes na área de finanças corporativas, sobretudo na compreensão das decisões tomadas acerca da estrutura de capitais. Além disso, o estudo contribui ao explorar dados empíricos no contexto do Brasil, mercado emergente, que possui suas especificidades em relação ao conservadorismo financeiro. Por fim, a análise conjunta da folga financeira e da alavancagem conservadora também é inovadora, pois estende o entendimento de até onde a folga de recursos pode ser benéfica ou prejudicial nas organizações, e como a estrutura de capitais pode estar vinculada.

Em relação as limitações, ressalta-se que as contatações da pesquisa não podem ser generalizadas para todos os contextos organizacionais, pois as análises se concentram em empresas não financeiras, que sejam de capital aberto ou fechado, e com dados disponíveis na base Refitiv Eikon.

Para pesquisas futuras, sugere-se o avanço da pesquisa para uma análise com dados defasados, permitindo analisar se as estratégias de alavancagem conservadora impactam no desempenho futuro da organização, o que enriquece o entendimento sobre as implicações da alavancagem conservadora, a curto e longo prazo, nas empresas. Nesse mesmo sentido, a análise da persistência da alavancagem conservadora também é viável, visto que, as empresas podem adotar a estratégia uma única vez ou de forma mais longa. Além disso, relações curvilíneas também são importantes de serem exploradas, ao trazerem uma perspectiva de níveis/limites sobre as temáticas.

REFERÊNCIAS

Adam, C., Moreno, G. C. L., Andriani, M., & Silva, T. P. (2023). Rentabilidade e alavancagem conservadora de empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 24(4), 1–29. DOI: 10.1590/1678-6971/eRAMF230278.pt

- Bessler, W., Drobetz, W., Haller, R., & Meier, I. (2013). The international zero-leverage phenomenon. *Journal of Corporate Finance*, 23, 196-221. DOI: [10.1016/j.jcorpfin.2013.08.004](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.08.004)
- Bigelli, M., Martín-Ugedo, J. F., & Sánchez-Vidal, F. J. (2014). Financial conservatism of private firms. *Journal of business research*, 67(11), 2419-2427. DOI: [10.1016/j.jbusres.2014.02.009](https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.02.009)
- 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. DOI: [10.1111/j.1467-6486.2009.00906.x](https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00906.x)
- Brown, D. M., & Laverick, S. (1994). Measuring Corporate Performance. *Long Range Planning*, 27(4), 89-98. DOI: [10.1016/0024-6301\(94\)90059-0](https://doi.org/10.1016/0024-6301(94)90059-0)
- Campos, A. L. S., & Nakamura, W. T. (2013). Folga Financeira Avaliada como Endividamento Relativo e Estrutura de Capital. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1(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. DOI: 10.1590/1982-7849rac20151789
- Carnes, C. M., Xu, K., Sirmon, D. G., & Karadag, R. (2019). How Competitive Action Mediates the Resource Slack-Performance Relationship: A Meta-Analytic Approach. *Journal of Management Studies*, 56(1), 57-90. DOI: [10.1111/joms.12391](https://doi.org/10.1111/joms.12391)
- Cui, W. (2019). Is debt conservatism the solution to financial constraints? An empirical analysis of Japanese firms. *Applied Economics*, 52(23), 2526-2543. DOI: [10.1080/00036846.2019.1693019](https://doi.org/10.1080/00036846.2019.1693019)
- Daniel, F., Lohrke, F., Fornaciari, C., & Turner, A. (2004). Slack resources and firm performance: a meta-analysis. *Journal of Business Research*, 57(6), 565-574. DOI: [10.1016/S0148-2963\(02\)00439-3](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(02)00439-3)
- Davydov, D. (2016). Debt structure and corporate performance in emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 38, 299–311. DOI: 10.1016/j.ribaf.2016.04.005
- De Jong, A., Verbeek, M., & Verwijmeren, P. (2012). Does financial flexibility reduce investment distortions? *Journal of Financial Research*, 35(2), 243-259. DOI: [10.1111/j.1475-6803.2012.01316.x](https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2012.01316.x)
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C., & Zheng, X. (2018). Zero-leverage puzzle: An international comparison. *Review of Finance*, 22(3), 1063-1120. DOI: 10.1093/rof/rfw065
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). Análise de dados: modelagem multivariada para tomar decisões. Rio de Janeiro, Elsevier.
- Ferrando, A., Marchica, M. T., & Mura, R. (2017). Financial flexibility and investment ability across the Euro area and the UK. *European Financial Management*, 23(1), 87-126. DOI: [10.1111/eufm.12091](https://doi.org/10.1111/eufm.12091)
- Geiger, S. W., Marlin, D., & Segrest, S. L. (2019). Slack and performance in the hospital industry: a configurational approach. *Management Decision*, 57(11), 2978-2996. DOI: 10.1108/MD-07-2017-0703
- George, G. (2005). Slack Resources and the Performance of Privately Held Firms. *Academy of Management Journal*, 48(4), 661- 676. DOI: [10.5465/amj.2005.17843944](https://doi.org/10.5465/amj.2005.17843944)
- Ghose, B., & Kabra, K. C. (2016). What determines firms’ zero-leverage policy in India? *Managerial Finance*, 42(12), 1138-1158. DOI: [10.1108/MF-01-2016-0029](https://doi.org/10.1108/MF-01-2016-0029)
- Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941. DOI: 10.1111/0022-1082.00277.
- Guo, F., Zou, B., Zhang, X., Bo, Q., & Li, K. (2020). Financial slack and firm performance of SMMEs in China: Moderating effects of government subsidies and market-supporting

- institutions. *International Journal of Production Economics*, 223, 107530. DOI: 10.1016/j.ijpe.2019.107530
- Huang, Z., Li, W., & Gao, W. (2017). Why do firms choose zero-leverage policy? Evidence from China. *Applied Economics*, 49 (28), 2736-2748. DOI: [10.1080/00036846.2016.1245845](https://doi.org/10.1080/00036846.2016.1245845)
- Jouida, S., Hellara, S. (2018). Diversification, capital structure, and performance: A simultaneous equation approach. *Managerial and Decision Economics*, 39(2), 117-130. DOI: 10.1002/mde.2874
- Kim, H., Kim, H., & Lee, P. M. (2008). Ownership Structure and the Relationship Between Financial Slack and R&D Investments: Evidence from Korean Firms. *Organization Science*, 19(3), 404-418. DOI: 10.1287/orsc.1080.0360
- Lee, S. (2011). How Financial Slack Affects Firm Performance: Evidence from US Industrial Firms. *Journal of Economic Research*, 16, 1-27.
- Lei, J., Qiu, J., & Wan, C. (2018). Asset tangibility, cash holdings, and financial development. *Journal of Corporate Finance*, 50, 223-242. DOI: [10.1016/j.jcorpfin.2018.03.008](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.03.008)
- Lefebvre, V. (2021). A bird in the hand is better than two in the bush: Investigating the relationship between financial slack and profitability in business groups. *BRQ Business Research Quarterly*, 23409444211054510, 1-21. DOI: [10.1177/23409444211054510](https://doi.org/10.1177/23409444211054510)
- Lemma, T. T. & Negash, M. (2013). Institutional, macroeconomic and firm-specific determinants of capital structure: The African evidence. *Management Research Review*, 36(11), 1081-1122. DOI: 10.1108/MRR-09-2012-0201
- Machokoto, M., Chipeta, C., Aftab, N., & Areneke, G. (2021). The financial conservatism of firms in emerging economies. *Research in International Business and Finance*, 58, 101-483. DOI: [10.1016/j.ribaf.2021.101483](https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101483)
- Marchica, M., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity. *Financial Management*, 39(4), 1339-1365. DOI: doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01115.x
- Mardones, J. G., & Cuneo, G. R. (2019) Capital structure and performance in Latin American companies. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 33(1), 2171-2188. DOI: 10.1080/1331677X.2019.1697720
- Marlin, D., & Geiger, S. W. (2015). The organizational slack and performance relationship: a configurational approach. *Management Decision*, 53(10), 2339-2355. DOI: 10.1108/MD-03-2015-0100
- Mishina, Y., Pollock, T. G. & Porac, J. F. (2004). Are more resources always better for growth? Resource stickiness in market and product expansion. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1179-1197. DOI: doi.org/10.1002/smj.424
- Modi, S. B., & Mishra, S. (2011). What drives financial performance-resource efficiency or resource slack? *Journal of Operations Management*, 29(3), 254-273. DOI: [10.1016/j.jom.2011.01.002](https://doi.org/10.1016/j.jom.2011.01.002)
- Morais, F., Serrasqueiro, Z., Ramalho, J. J. S. (2020). The zero-leverage phenomenon: A bivariate probit with partial observability approach. *Research in International Business and Finance*, 53, 1-16. DOI: 10.1016/j.ribaf.2020.101201
- Morais, F., Serrasqueiro, Z., & Ramalho, J. J. S. (2021). The zero-leverage phenomenon in European listed firms: A financing decision or an imposition of the financial market? *Business Research Quarterly*, 1–23. DOI: 10.1177/23409444211024653
- Nohria, N. & Gulati, R. (1996). Is Slack Good or Bad for Innovation? *Academy of Management Journal*, 39(5), 1245-1264. DOI: doi.org/10.5465/256998
- Omondi, M. M., & Muturi, W. (2013). Factors Affecting the Financial Performance of Listed Companies at the Nairobi Securities Exchange in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(15), 99-104.

- Pamplona, E., Padilha, D. F., & da Silva, T. P. (2018). Influência da folga financeira na estrutura de capital em empresas de alimentos brasileiras, chilenas e mexicanas. *Revista Contemporânea De Contabilidade*, 15(35), 88-107. DOI: 10.5007/2175-8069.2018v15n35p88
- Pamplona, E, da Silva, T. P., & Nakamura, W. T. (2019). Influência da folga financeira no desempenho econômico de empresas industriais brasileiras e mexicanas. *Estudios Gerenciales*, 35(153), 399-415.
- Patzelt, H., Shepherd, D. A., Deeds, D., & Bradley, S.W. (2008). Financial slack and venture managers' decisions to seek a new alliance. *Journal of Business Venturing*, 23(4), 465-481. DOI: [10.1016/j.jbusvent.2007.06.001](https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2007.06.001)
- Picolo, J. D., Magro, C. B., Silva, T. P., & Bernardo, L. (2018). The influence of the financial slack on the economical performance of Brazilian and Chilean companies. *Cuadernos de Economía*, 41, 19-30. DOI: [10.1016/j.cesjef.2016.12.002](https://doi.org/10.1016/j.cesjef.2016.12.002)
- Rafailov, D. (2017). Financial Slack and Performance of Bulgarian Firms. *Journal of Finance and Bank Management*, 5(2), 1-13. DOI: 10.15640/jfbm.v5n22a1
- Ramalho, J. J. S., Rita, R. M., & Silva, J. V. (2018). The impact of family ownership on capital structure of firms: exploring the role of zero-leverage, size, location and the global financial crisis. *International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship*, 36(5), 574-604. DOI: [10.1177/0266242617753050](https://doi.org/10.1177/0266242617753050)
- Strebulaev, I. A., & Yang, B. (2013). The Mystery of zero-leverage firms. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 1-23. DOI: 10.1016/j.jfineco.2013.02.001
- Su, Z., Xie, E., Li, Y., (2009). Organizational slack and firm performance during institutional transitions. *Asia Pacific Journal of Management* 26, 75-91.
- Voss, G., Sirdeshmukh, D., & Voss, Z. (2008). The Effects of Slack Resources and Environmental Threat on Product Exploration and Exploitation. *Academy of Management Journal*, 51(1), 147-164. DOI: [10.5465/amj.2008.30767373](https://doi.org/10.5465/amj.2008.30767373)
- Yasmin, A., & Rashid, A. (2019). On the mystery of financial conservatism: Insights from Pakistan. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(12), 2904-2927. DOI: [10.1080/1540496X.2018.1553158](https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1553158)
- Yung, K., Li, D. D., Jian, Y. (2015). The value of corporate financial flexibility in emerging countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 32-33, 25-41. DOI: 10.1016/j.mulfin.2015.07.001
- Zhang, S., Gregoriou, A. (2019). The price behavior around initial loan announcements: Evidence from zero-leverage firms in the UK. *Research in International Business and Finance*, 50, 191-200. DOI: 10.1016/j.ribaf.2019.05.004