

**INTERAÇÕES ENTRE RISCO DE CRÉDITO, INVESTIMENTO E  
CRESCIMENTO ECONÔMICO: QUAL A CONTRIBUIÇÃO DA INFORMAÇÃO  
CONTÁBIL AGREGADA A ESSA DISCUSSÃO?**

**André Sekunda**

*Universidade Federal Da Paraíba ( João Pessoa )*

**Edilson Paulo**

*Universidade Federal Da Paraíba ( João Pessoa )/Universidade Federal Do Rio Grande Do Sul*

**Resumo**

Palavras-chave: Informação contábil; Risco; Crescimento econômico

**INTERAÇÕES ENTRE RISCO DE CRÉDITO, INVESTIMENTO E CRESCIMENTO  
ECONÔMICO: QUAL A CONTRIBUIÇÃO DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL  
AGREGADA A ESSA DISCUSSÃO?**

**Área temática:** Contabilidade Financeira e Finanças (CFF)

**Problema:** Qual a relação entre a informação contábil no nível da firma e o risco no nível país?

**Objetivo geral:** Analisar a relação existente entre a informação contábil no nível da firma e o risco no nível país.

**Objetivos específicos:**

- a) Analisar se a informação contábil da firma, em especial a informação do lucro, explica o risco a nível país.
- b) Analisar a relação entre o endividamento da firma e o risco no nível país, em conformidade com os pressupostos da Hipótese de Fragilidade Financeira (HFF) de Minsky.
- c) Investigar se empresas em países com maiores níveis de risco realizam menores níveis de investimento, em conformidade com os pressupostos da Hipótese de Fragilidade Financeira (HFF) de Minsky.
- d) Examinar se países com baixos níveis de investimento pelas firmas apresentam menor crescimento do Produto Interno Bruto – PIB.

**Contextualização e apresentação das hipóteses**

A informação contábil, em especial a informação sobre o lucro da firma, possui conteúdo informativo capaz de influenciar decisões tomadas pelos seus usuários (Ball & Brown, 1968). A partir disso, uma vasta literatura surgiu, investigando como a informação contábil pode ser útil à tomada de decisões dos diversos agentes econômicos. Disso, resultaram investigações e achados sobre temas como a utilidade dos componentes do lucro – fluxo de caixa e *accruals* – e sua relação com os preços das ações (Dechow, 1994; Dechow et al., 1998; Barth et al., 2001; Barth et al., 2016), o impacto dos lucros no mercado de opções e de dívida (Billings & Jennings, 2011; Jin et al., 2012; Truong & Corrado, 2014), a relação entre lucro e retorno e o papel de arranjos institucionais em países que não os Estados Unidos (Ball et al., 2000; Ball, Robin & Wu, 2003; Landsman et al., 2012; Ball, 2016).

Entretanto, nos últimos anos, algumas pesquisas têm se dedicado a verificar a existência de conteúdo informativo dos números contábeis sobre variáveis macroeconômicas. A essa linha investigativa convencionou-se chamar de *macroaccounting*. Embora não tenha sido o primeiro trabalho acerca do tema, o *paper* publicado por Konchitchki e Patatoukas (2014) é tratado como um dos seminiais sobre o tema, dada a investigação e os achados reportados pelos autores, que concluíram, em síntese, que os lucros contábeis agregados são capazes de prever o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB).

Em sua maioria, as investigações realizadas na linha da *macroaccounting* analisam a relação entre a informação contábil e o PIB, porém, outras frentes de investigação também são reportadas pela literatura, como a análise da relação entre a informação contábil e a inflação (Shivakumar, 2007) e a relação entre a informação contábil e o desemprego (Hann et al., 2017), dentre outras.

Com isso, as investigações e os achados são os mais diversos possíveis nas pesquisas realizadas. Kalay et al. (2016) estudaram a incerteza e mudanças setoriais, analisando a interação entre os choques no nível da empresa e no nível agregado na atividade macroeconômica. Em síntese, os autores verificaram que a incerteza sobre a qual a empresa opera influencia suas perspectivas de crescimento, e que uma maior incerteza amortece a atividade econômica, prejudicando o crescimento do PIB.

Do e Nabar (2018), ao estudarem os efeitos macroeconômicos do conservadorismo contábil agregado, concluíram que o conservadorismo condicional está associado a um maior nível de crescimento no PIB, enquanto que o conservadorismo incondicional não mostra nenhuma associação com o PIB ou, em alguns casos, apresenta uma associação negativa.

Por sua vez, Lalwani e Chakraborty (2020) investigaram se mudanças negativas nos lucros agregados contêm mais informações do que mudanças positivas no tocante à previsão do PIB, encontrando apenas evidências modestas que suportassem tal hipótese.

Estudos investigando a relação entre a informação contábil e a atividade econômica estão, cada vez mais, ganhando espaço na academia. Como dito anteriormente, bem como evidenciam as pesquisas relacionadas, uma importante frente de pesquisa tem sido feita em relação ao PIB, com forte concentração de estudos.

No entanto, com um volume menor de investigações está a análise da associação da informação contábil agregada com o risco. Investigações empregando lucros agregados para analisar o risco a nível país não são usuais, embora pesquisas que analisem o risco individualizado das firmas (ou de setores, por exemplo) sejam comuns, constituindo uma robusta literatura.

Nesse sentido, Kang e Wang (2017) estudaram os choques na indústria de petróleo, a incerteza política e as surpresas nos lucros de uma amostra de companhias americanas, sendo que, dentre outros achados, identificaram que um aumento na incerteza política dos EUA diminui os lucros agregados das firmas. Conforme amplamente discutido pela literatura, os lucros agregados das firmas preveem o PIB. Com isso, é de se admitir, fazendo um caminho reverso, que o nível de lucros agregados das firmas reflitam, em algum grau, o risco do país.

Por sua vez, Bloom et al. (2012) sugerem que a incerteza agregada é maior durante períodos de baixa lucratividade agregada. Com uma atividade macroeconômica desacelerada durante períodos de maior incerteza, os investidores e as empresas ficam mais resistentes à realização de novos investimentos, levando a um adiamento do momento de injeção de recursos na economia. Esses adiamentos, por sua vez, levam a diminuições na contratação de pessoal, bem como no volume de produção, afetando o crescimento econômico (Kalay et al., 2016).

Assim, observa-se a influência que o risco possui sobre os números contábeis, afetando, por sua vez, o PIB. Porém, não existem investigações analisando a informação contábil como preditora do risco soberano dos países.

Conforme Ball et al. (2008), mudanças nos lucros das empresas se refletem em mudanças no risco de crédito soberano e no risco agregado, esclarecendo que o desempenho dos lucros da firma constituem uma fonte de análise do risco. Com base nisso, e no que foi discutido até aqui, propõe-se a primeira hipótese da pesquisa:

**Hipótese 1 – A informação contábil agregada, em especial a informação sobre os lucros da firma, é capaz de prever o comportamento do risco-país.**

Tangenciando esse ponto, na literatura econômica discute-se, pelo menos desde Keynes (1936), a respeito dos ciclos de crise no capitalismo e como previni-los. Conforme asseveram Hunt e Lautzenheiser (2013), a economia neoclássica dá muita ênfase ao automatismo do mercado, e segundo ela, as depressões capitalistas não existem. Porém, segundo os referidos autores, Keynes, com a obra *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, publicada em 1936, tinha como um dos seus principais objetivos mostrar o que havia ocorrido com o capitalismo na Grande Depressão, de modo que fosse possível evitar novas crises como aquela.

Com isso, Keynes (1936) e muitos outros teóricos se debruçaram sobre o estudo do funcionamento do capitalismo, das crises econômicas, do risco, da influência de governos nesse sistema, dentre tantos outros temas. No entanto, para fins desta pesquisa, interessa analisar a contribuição teórica Minsky (1992), e estabelecer uma relação entre a Hipótese da Fragilidade Financeira com o risco soberano e a utilidade da informação contábil.

Segundo Minsky (1992), uma economia capitalista alterna entre períodos de comportamento econômico estável e períodos de crise. Seja pela ação de Governos, intervenções políticas ou até mesmo pelas propriedades de auto-organização dos mercados, os períodos de crise tendem a se estabilizar. Esses períodos de estabilidade são caracterizados por baixo níveis de atividade econômica, porém, a busca do interesse próprio por parte dos agentes acabará por gerar um novo ciclo expansivo, acarretando o surgimento de uma nova onda especulativa. Com o passar do tempo, novos regimes de “expansões incoerentes e contrações desastrosas” se sucederiam.

Isso se deve ao fato de que a economia funciona sob dois regimes de financiamento, um dos quais proporciona estabilidade econômica (posição financeira hedge), outro não (posições financeiras especulativo e ponzi). Em especial, em momentos de tranquilidade econômica, os agentes econômicos se sentem mais propensos ao endividamento, tornando-se mais alavancados. No entanto, aumentar a alavancagem significa também aumentando a fragilidade (Carvalho, 2009). Quando os devedores não assumem suas obrigações financeiras, o risco econômico cresce, e toda a economia pode colapsar (Milan, 2012). Consequentemente, as unidades com déficits de fluxo de caixa serão forçadas a tentar se posicionar vendendo suas posições, o que pode levar ao colapso dos valores dos ativos, gerando um efeito em cadeia, abalando toda a economia.

Portanto, a hipótese da fragilidade financeira de Minsky é uma teoria do impacto da dívida no comportamento do sistema econômico como um todo. Tendo em vista essa discussão, pretende-se discutir a hipótese da fragilidade financeira e como ela influencia o risco soberano, métrica de interesse desta pesquisa. No entanto, esta análise se dará balizada pelo emprego da informação contábil agregada da firma, tendo como o pressuposto a utilidade da informação contábil e como mecanismo de implementação das análises a *macroaccounting*.

Com base nisso, propõe-se a Hipótese 2 da pesquisa:

**Hipótese 2 – O nível de fragilidade financeira, segundo a HFF, é capaz de predizer o comportamento do risco-país.**

Para teste da Hipótese 2, são estimadas as 3 posições financeiras das empresas segundo a hipótese da fragilidade financeira (hedge, especulativa e *ponzi*) e analisado o efeito de cada uma delas sobre o risco soberano.

A tese investiga ainda as relações entre o risco, o investimento e o crescimento econômico. Segundo a literatura econômica (De Long & Summers, 1991; Sothan, 2017; Alexandre et al., 2017), uma das condições para o crescimento econômico é a realização de investimentos. Da mesma forma que ambientes altamente arriscados são menos propícios ao recebimento de investimentos (seja na forma de fluxos de capital estrangeiro, seja na realização de investimentos pelas empresas). Com isso, deseja-se verificar se ambientes com maior quantidade de empresas ponzi e especulativas são menos propícios ao investimento, bem como

o efeito disso no crescimento econômico desses países. Com isso, propõe-se a hipótese 3 da pesquisa:

**Hipótese 3 – Em economias mais arriscadas, há menor volume de investimento pelas empresas, causando menor crescimento do PIB.**

### Aspectos metodológicos

A amostra da pesquisa é composta por informações no nível país e no nível da firma de um grupo de países desenvolvidos (G7) e um grupo de países em desenvolvimento (BRICS). O período analisado compreende o 1º trimestre do ano 2000 até o 4º trimestre do ano 2019. Excluem-se da amostra empresas do setor financeiro, dada sua estrutura de capital diferenciada. Outliers são tratados com winsorização.

A transformação dos dados da firma em série temporal, seguindo Konchitchki & Patatoukas (2014), se dá por média simples. Para testar a hipótese de relação entre a informação contábil e o risco no nível país, empregam-se as seguintes variáveis: lucro líquido, lucro operacional, crescimento dos lucros, dispersão do crescimento dos lucros, vendas, investimento (CAPEX), fluxo de caixa operacional, valor de mercado da firma. Ainda, algumas variáveis não estritamente contábeis são analisadas, como retorno do índice de ações e múltiplos de mercado (como P/E).

Calcula-se o nível de fragilidade financeira das firmas seguindo Torres Filho, Miaguti e Martins (2018), em que se encontra um índice de fragilidade financeira, aplicado posteriormente como variável nas análises subsequentes.

Em seguida, testa-se o efeito desse índice de fragilidade financeira sobre o volume de investimento estrangeiro recebido pelo país e o investimento realizado pelas firmas. Analisa-se, ainda, a relação entre o índice de fragilidade financeira, o investimento (nível país e da firma) e o crescimento econômico.

Quanto à modelagem econométrica para atingir os objetivos da pesquisa, empregam-se, em sua maioria, modelos de Vetores Autoregressivos (VAR), com funções impulso-resposta e decomposição da variância para analisar a relação existente entre o risco no nível país e o conjunto de variáveis a ser testado.

Além disso, empregam-se modelos de regressão no nível da firma, testando, por exemplo, o efeito do índice de fragilidade financeira (variável explicativa) sobre o CAPEX das firmas (variável dependente).

Testa-se, também, o efeito do índice de fragilidade financeira (variável explicativa) sobre o lucro das firmas (variável dependente), bem como o efeito do índice de fragilidade financeira e do lucro no nível da firma (variáveis explicativas) sobre o PIB e o risco de crédito no nível país (variáveis dependentes), dentre outras análises similares.

### Contribuições e relevância

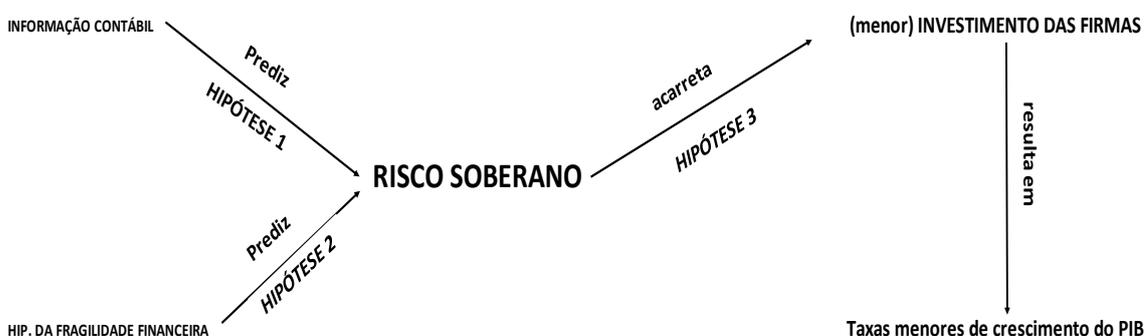
Sobre as contribuições oriundas desta pesquisa, tem-se aspectos teóricos, metodológicos e empíricos:

1. Para a literatura, investiga-se uma relação pouco explorada dentro da linha de *macroaccounting*, que é a relação entre a informação contábil agregada e o risco, podendo fornecer *insights* significativos para investidores e gestores de empresas, pois contribui entender melhor as dinâmicas de relações entre tais variáveis. O processo decisório de investimento e expansão, em especial em grandes empresas, leva em consideração o risco do país onde as operações da empresa irão incidir. Com isso, uma discussão teórica do tema,

embasada em evidências empíricas que a pesquisa obterá, pode gerar contribuições à literatura.

2. Como pretende-se trabalhar com países desenvolvidos e em desenvolvimento, a discrepância no risco de crédito entre esses países possivelmente possa ser relevante, o que constitui uma oportunidade para analisar o poder explicativo da informação contábil sobre o risco de crédito soberano dos países da amostra, ampliando, assim, a literatura tanto empírica quanto teórica.

Abaixo o desenho da pesquisa:



## REFERÊNCIAS (principais)

- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 159-178.
- Cohen, L. J., Cornett, M. M., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2014). Bank earnings management and tail risk during the financial crisis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(1), 171-197.
- Francis, B., Hasan, I., & Li, L. (2016). Abnormal real operations, real earnings management, and subsequent crashes in stock prices. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 46(2), 217-260.
- Jin, J., Kanagaretnam, K., & Lobo, G. J. (2018). Discretion in bank loan loss allowance, risk taking and earnings management. *Accounting & Finance*, 58(1), 171-193.
- Konchitchki, Y., & Patatoukas, P. N. (2014). Taking the pulse of the real economy using financial statement analysis: Implications for macro forecasting and stock valuation. *The Accounting Review*, 89(2), 669-694.
- Kousenidis, D. V., Ladas, A. C., & Negkakis, C. I. (2019). Aggregate Accounting Data and the Prediction of Credit Risk. *The International Journal of Accounting*, 54(01), 1950001.
- Minsky, H. P. (1992). The financial instability hypothesis. The Jerome Levy Economics Institute Working Paper, (74).