

241

## Relação entre os Ciclos Econômicos e o Value Relevance das Companhias de Capital Aberto do Brasil

Aluno Doutorado/Ph.D. Student VANESSA NOGUEZ MACHADO [ORCID iD](#), Doutor/Ph.D. PEDRO ALBERTO BARBETTA [ORCID iD](#), Doutor/Ph.D. SULIANI ROVER [ORCID iD](#)

Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brazil

**Aluno Doutorado/Ph.D. Student VANESSA NOGUEZ MACHADO**

[0000-0002-5006-5203](#)

**Programa de Pós-Graduação/Course**

PPGC/UFSC

**Doutor/Ph.D. PEDRO ALBERTO BARBETTA**

[0000-0002-5359-0134](#)

**Programa de Pós-Graduação/Course**

PPGC/UFSC

**Doutor/Ph.D. SULIANI ROVER**

[0000-0001-8612-2938](#)

**Programa de Pós-Graduação/Course**

PPGC/UFSC

### Resumo/Abstract

O value relevance dos números contábeis pode ser visto como a forma com a qual os stakeholders atribuem relevância à informação contábil reportada ao mercado. No entanto, tal percepção de relevância frente aos números contábeis pode não se fazer constante ao longo do tempo, podendo depender do ambiente macroeconômico em que as companhias operam e de suas oscilações. Com isso, o presente artigo analisa a influência dos ciclos econômicos no value relevance dos números contábeis reportados pelas companhias de capital aberto, visando evidenciar se as oscilações da economia (positivas e negativas; e de alta e baixa) afetam a relevância dos números reportados. Por meio de regressão de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e regressão quantílica, evidenciou-se que embora os períodos de alta e queda sozinhos não se mostrem como fator preponderante na relevância dos números reportados, sua intensidade negativa e positiva deve ser considerada na análise do value relevance. Isso porque os períodos de oscilação negativa apresentaram maior value relevance das companhias, fator que pode estar atrelado às incertezas e restrições financeiras encontradas nesse períodos. Sendo assim, a pesquisa auxilia os usuários da informação contábil na compreensão do value relevance dos números contábeis reportados e de como as oscilações econômicas podem vir a afetar tais resultados.



**Modalidade/Type**

Artigo Científico / Scientific Paper

**Área Temática/Research Area**

Contabilidade Financeira e Finanças (CFF) / Financial Accounting and Finance



## Relação entre os Ciclos Econômicos e o *Value Relevance* das Companhias de Capital Aberto do Brasil

### Resumo

O *value relevance* dos números contábeis pode ser visto como a forma com a qual os *stakeholders* atribuem relevância à informação contábil reportada ao mercado. No entanto, tal percepção de relevância frente aos números contábeis pode não se fazer constante ao longo do tempo, podendo depender do ambiente macroeconômico em que as companhias operam e de suas oscilações. Com isso, o presente artigo analisa a influência dos ciclos econômicos no *value relevance* dos números contábeis reportados pelas companhias de capital aberto, visando evidenciar se as oscilações da economia (positivas e negativas; e de alta e baixa) afetam a relevância dos números reportados. Por meio de regressão de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e regressão quantílica, evidenciou-se que embora os períodos de alta e queda sozinhos não se mostrem como fator preponderante na relevância dos números reportados, sua intensidade negativa e positiva deve ser considerada na análise do *value relevance*. Isso porque os períodos de oscilação negativa apresentaram maior *value relevance* das companhias, fator que pode estar atrelado às incertezas e restrições financeiras encontradas nesse períodos. Sendo assim, a pesquisa auxilia os usuários da informação contábil na compreensão do *value relevance* dos números contábeis reportados e de como as oscilações econômicas podem vir a afetar tais resultados.

**Palavras-chave:** Ciclos Econômicos; *Value relevance*; Produto Interno Bruto.

### 1. INTRODUÇÃO

Esta pesquisa tem como objetivo analisar a influência dos ciclos econômicos na relevância do valor dos números contábeis divulgados pelas empresas de capital aberto. O *value relevance* diz respeito à relação entre a informação contábil e o mercado (Cappellesso, Rocha & Dantas, 2019) e tem por intuito fornecer informações úteis para otimizar o processo decisório das partes interessadas (Barth *et al.*, 2001). A relevância dos números contábeis é tratada na literatura contábil como um dos aspectos provenientes da qualidade da informação contábil (Dechow, Ge & Schrand, 2010), de modo que quanto maior a qualidade, maior é a *value relevance* decorrente dela. Nesse sentido, infere-se que o *value relevance* nada mais é do que a utilidade das informações contábeis para os *stakeholders* (Beisland, 2009), podendo ser analisado por meio das oscilações do preço das ações das companhias de capital aberto após a data de divulgação de suas demonstrações financeiras (Beaver, 1968).

Um dos fatores que podem afetar a relevância do valor é a composição dos ciclos econômicos do mercado em que as empresas são negociadas (Jenkins *et al.*, 2009). Conceitualmente, os ciclos econômicos podem ser entendidos como flutuações nas atividades econômicas de um país (Burns & Mitchell, 1946; Schumpeter, 1939), que devem ser entendidos pelas empresas, dado seu impacto no processo de tomada de decisão, bem como em seus



resultados (Paulo & Mota, 2019). Tendo em vista o poder de sinalização que a informação contábil detém na divulgação das demonstrações ao mercado, espera-se que haja alguma reação com base nesta comunicação, seja ela positiva ou negativa, dependendo das particularidades do ambiente em que o a organização está inserida (Barth et al., 2008; Jenkins, Kane & Velury, 2009).

Em períodos de retração econômica, a relevância dos números contábeis tende a ser maior quando comparada a períodos de crescimento, tendo em vista o maior risco de litígios por parte dos acionistas e a incerteza do mercado (Lubberink & Huijgen, 2001; Jenkins et al., 2009), mostrando uma maior propensão para financiamento por meio de capital de terceiros (Burns & Mitchell, 1946; Myers, 1984). Na Recessão econômica há incertezas no mercado e nas empresas que o comercializam, fazendo com que as taxas de juros e os custos de transação relacionados às operações das empresas sejam maiores (Corradi, 2016). Com isso, inicia-se uma demanda por estrutura ótima de capital e melhores condições de financiamento por parte das empresas (Halling, Yu & Zechner, 2016). Na piora da economia, ocorre uma etapa de Contração, em que a incerteza é ainda mais agravada e os agentes tendem a começar a economizar moeda, elevando a taxa de juros (Corradi, 2016) e diminuindo os investimentos para que não haja potencial de crise financeira organizacional (Halling, Yu & Zechner, 2016).

Os momentos de crescimento, por outro lado, demandam relativamente menos apuração dos números contábeis e, conseqüentemente, denotam menor relevância de valor das informações derivadas desses números reportados (Jenkins et al., 2009). Quanto mais aquecido o mercado em que o negócio se encontra, maior a tendência de realizar investimentos e se financiar com recursos próprios. Portanto, para melhorar e recuperar o mercado, os governos tendem a fornecer incentivos comerciais às empresas por meio de cortes de impostos, apoio trabalhista e planejamento (Warner & Zheng, 2013). Em períodos de Expansão econômica, apresentando comportamento mais otimista e níveis mais elevados de eficiência marginal de capital (Kothari et al., 2014), com maior chance de os negócios prosperarem financeiramente em um ambiente favorável. No aquecimento da economia, a relevância do valor relacionada às variáveis de desempenho das firmas tende a ser maior, principalmente em períodos expansionistas (Silva et al., 2019).

Mesmo com a relevância do tema, existe uma lacuna de pesquisa na análise de como as oscilações econômicas afetam o *value relevance* dos números contábeis para o cenário brasileiro. Pesquisas como as Jenkins et al. (2009) e Kim e Lee (2018) exploram a forma com a qual as fases dos ciclos econômicos afetam o *value relevance* das informações contábeis para as companhias americanas, denotando maior relevância dos lucros correntes quando em períodos de Contração econômica (Jenkins et al., 2009) e dos investimentos em períodos expansionistas (Kim & Lee, 2018). Ainda, estudos como os de Silva et al. (2019) abordaram a temática no cenário brasileiro, evidenciando a relevância das informações relacionadas ao desempenho organizacional nos ciclos econômicos (Silva et al., 2019) e a relevância das informações relacionadas a provisões e passivos contingentes no setor de energia elétrica, evidenciando a influência distinta dos ciclos econômicos em cada quantil do preço das ações.

Nesse contexto, o presente estudo corrobora a literatura sobre os ciclos econômicos e como os aspectos macroeconômicos podem afetar as empresas e a divulgação de suas demonstrações financeiras históricas se reflete na cotação das ações em momentos distintos de uma economia emergente. Outro aspecto a ser destacado quanto à relevância do cenário brasileiro como foco de pesquisa é que o país tem enfrentado uma forte Recessão econômica nos últimos anos, impulsionada pelos reflexos da crise financeira do subprime, principalmente a partir de 2012, e agravada pelos escândalos políticos nos anos subsequentes, desde meados de 2015, gerando muitas incertezas relacionadas ao mercado e aos negócios que o compõem.

Sob o aspecto empírico, o estudo possibilita uma análise não somente da influência das fases dos ciclos econômicos em relação à média de valores para o preço das ações, mas também examinando essas influências em diferentes quantis para fins do exame dos valores extremos dessas regressões. Ainda, explora-se as quatro fases dos ciclos econômicos – e não apenas Recessão e Expansão –, em prol da verificação de como a intensidade de alta e queda da economia demonstra comportamentos distintos frente aos números contábeis. Por fim, a pesquisa auxilia os *stakeholders* na compreensão das complexidades de cada etapa dos ciclos econômicos e como podem vir a afetar a qualidade da informação contábil, a luz do *value relevance*.

Pautando-se nos aspectos levantados, a estrutura do artigo é a seguinte. Na próxima seção, foram desenvolvidas as hipóteses da pesquisa. Na Seção 3, foram delineados os procedimentos metodológicos da pesquisa, com os dados da amostra, as variáveis utilizadas na pesquisa, além da descrição do tratamentos, testes e regressões utilizadas para testar as hipóteses. A seção 4 evidencia os resultados empíricos do estudo e, por fim, a seção 5 explicita as considerações finais a respeito do tema frente aos resultados auferidos.

## 2. DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

Considerada como uma das características fundamentais da informação contábil, a relevância da informação contábil pode ser vista como a capacidade das informações financeiras em fazer diferença na tomada de decisão. Um dos reflexos advindos desse *value relevance* é a implicação da divulgação das informações contábeis no valores do mercado de ações (Barth et al. 2001). De acordo com Ball e Brown (1968), em seu estudo de eventos sobre a utilidade dos números contábeis, o preço das ações pode vir sofrer reflexos relacionados à divulgação do lucro para o mercado de capitais, principalmente nos casos em que o lucro apresenta um resultado que diverge do esperado. Já o modelo de Ohlson (1995) propôs a análise do preço das ações com base no patrimônio líquido ajustado, bem como no lucro, para o exame do *value relevance* das informações contábeis. Vale salientar que a metodologia de análise proposta pelo autor sobre a relevância dos números contábeis por meio de modelos econométricos está pautada na inferência estatística, com base em testes empíricos, e não no conteúdo informacional qualitativo vinculado às demonstrações financeiras (Barth et al., 2001; Holthausen & Watts, 2001).

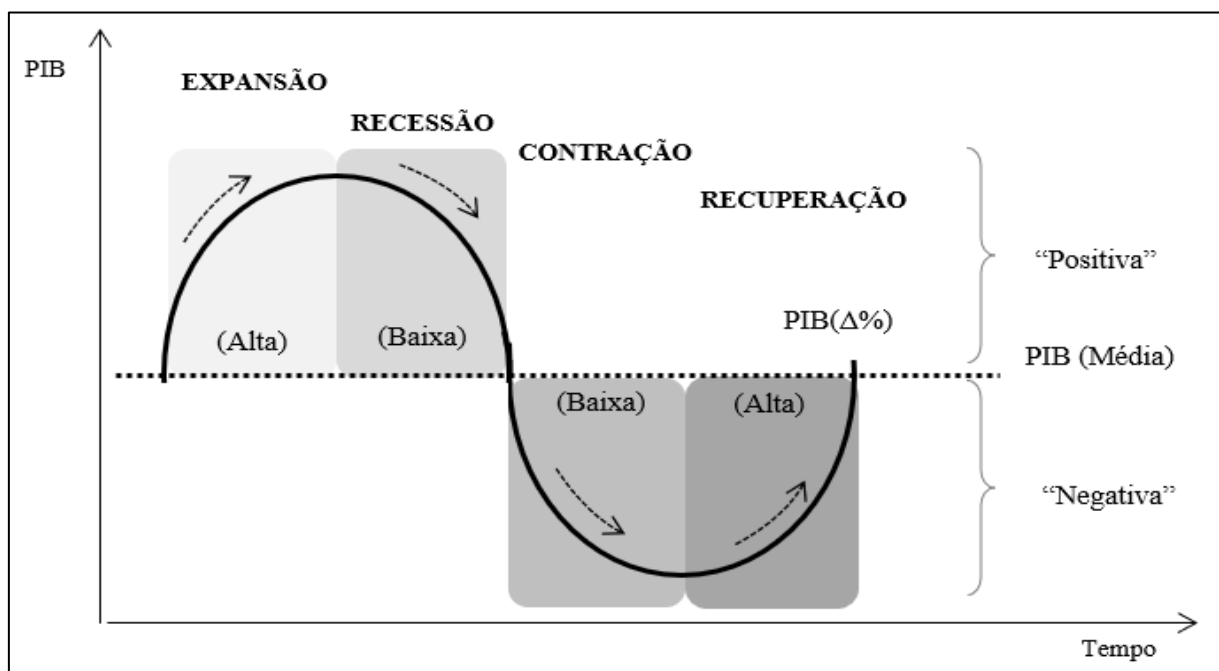
No Brasil, a pesquisa de *value relevance* foi inicialmente abordada por Lopes (2001), o qual analisou a relevância da contabilidade no comportamento das ações das companhias de capital aberto brasileiras, evidenciando que a informação contábil é mais significativa que os dividendos no comportamento das ações para esse cenário. Almeida (2010), por meio de seu estudo da qualidade da informação contábil em ambientes de incerteza, evidenciou que fatores atrelados ao ambiente macroeconômico em que as companhias estão inseridas pode afetar o *value relevance* dos números contábeis. Além disso, períodos de crise e instabilidade financeira também podem ser fatores que influenciam na relevância das informações contábil frente ao mercado, de forma que as informações contábeis como patrimônio líquido se mostram mais relevantes em períodos em que o Produto Interno Bruto (PIB) está em queda (Silva et al., 2019).

Um dos fatores macroeconômicos os quais podem vir a afetar o *value relevance* é a composição dos ciclos econômicos do mercado em que as companhias são negociadas (Jenkins et al., 2009; Kim & Lee, 2018). Tais oscilações da economia podem provocar alterações nas atividades econômicas das companhias, relacionados a oferta e demanda, como reflexos das mudanças exógenas no ambiente econômico (Mankiw & Gregory, 1989). Conceitualmente, os ciclos econômicos podem ser entendidos como flutuações das atividades econômicas de um país (Burns e Mitchell, 1946; Schumpeter, 1939), as quais devem ser compreendidas pelas

companhias, dado seu impacto no processo decisório (Bandyopadhyay & Barua, 2016), bem como nos seus resultados (Paulo & Mota, 2019).

Autores como Burns e Mitchell (1946) já preconizavam que a duração dos ciclos econômicos podem variar de um para outro, podendo ser mais curtos ou mais longos a depender de fatores exógenos. No entanto, segundo os autores, a amplitude atrelada a essas oscilações tende a ser similar ao longo do tempo. Diversos autores propõem a duração dos ciclos econômicos com base nas características de cada ciclo, podendo ser: a) e três a quatro anos, também chamados de ciclos eleitorais ou presidenciais (Booth & Booth, 2003; Kitchin, 1923); b) de sete a 11 anos, a depender da ótica de investimento de bens e capitais (Juglar, 1862); c) de 15 a 20 anos, quando analisados de forma demográfica e de variação de crédito (Kuznets, 1930); e de, em média, 50 anos, quando analisados avanços tecnológicos e bens de capital (Kondratieff, 1935).

Essas oscilações da economia podem ser analisadas por meio da variação do PIB de uma nação (Schumpeter, 1939), caracterizadas pelo crescimento (Expansão e Recuperação) ou pelo decréscimo (Recessão e Contração) da riqueza nacional (Burns & Mitchell, 1946; Schumpeter, 1939). Dentre as fases dos ciclos econômicos, o principal diferencial entre uma etapa ou outra está relacionado aos picos e vales do PIB em relação à média ao longo do tempo (Claessens et al., 2012). A Figura 1 elucida graficamente de que forma os picos e vales classificam cada etapa das oscilações econômicas advindas da variação do PIB.



**Figura 1.** Gráfico das fases dos ciclos econômicos com base na variação do PIB.

Fonte: Adaptado de Schumpeter (1939) e Paulo e Mota (2019).

Nos períodos de Expansão econômica, as companhias tendem a apresentar comportamento mais otimista e níveis de eficiência marginal de capital mais elevados (Kothari et al., 2014), com maior chance de prosperar financeiramente em um ambiente favorável ao crescimento dos negócios. De modo geral, nesses períodos de aquecimento da economia, o *value relevance* relacionado às variáveis de desempenho das firmas tende a ser mostrar maior, principalmente em períodos expansionistas (Silva et al., 2019). Já em períodos de Recessão, existe uma maior incerteza do mercado e das companhias que negociam nele. Com isso, as taxas de juros tendem a se apresentar maiores, bem como os custos de transação relacionados as operações das companhias em um cenário mais pessimista (Corradi, 2016). Ademais, inicia-

se uma demanda pela estrutura ótima de capital e melhores condições de financiamento por parte das empresas (Halling, Yu & Zechner, 2016).

Na piora da economia, tem-se a etapa de Contração, na qual a incerteza é ainda mais agravada e os agentes tendem a começar a poupar a moeda, elevando a taxa de juros Corradi (2016) e diminuindo os investimentos para que não exista um potencial *financial distress* organizacional (Halling, Yu & Zechner, 2016). Em prol da melhora e Recuperação do mercado, os governos tendem a fornecer incentivos comerciais às empresas por meio de redução de impostos, apoio à mão de obra e planejamento (Warner & Zheng, 2013). Assim, quando auge a etapa de Recuperação, a economia tende a estimular o consumo para diminuir os impactos negativos advindos da Contração.

Pesquisas como as de Jenkins et al. (2009) analisam a influência das oscilações econômicas no *value relevance* para as companhias americanas, tanto para lucros correntes quanto futuros, denotando que em momentos de Contração econômica, o *value relevance* corrente se mostra mais significativo do que das expectativas dos lucros futuros. Kim e Lee (2018) também analisaram o *value relevance* sob enfoque dos ciclos econômicos, porém sob enfoque dos investimentos, evidenciando uma maior relevância da informação contábil em períodos expansionistas.

Partindo-se dos pressupostos levantados pela literatura, acredita-se que *value relevance* dos números contábeis reportados das companhias brasileiras seja maior em períodos de queda da economia do que em períodos de alta, dado o maior grau de incerteza do ambiente em que as empresas negociam suas ações. Com base nas premissas levantadas pela literatura, a hipótese 1 (H1) da pesquisa é listada:

**Hipótese 1. A relevância do valor dos números contábeis reportados é maior durante os períodos de queda econômica do que em períodos de alta.**

Outro aspecto a ser levado em consideração nesse cenário de oscilações econômicas é a intensidade de alta ou queda da economia. Em períodos em que a economia já está enfraquecida, com flutuação negativa do PIB, uma queda pode ser ainda mais preocupante do que em períodos de flutuação Positiva, uma vez que o grau de incerteza aumenta à medida que a situação se torna mais desfavorável economicamente. Portanto, a hipótese 2 (H2) é levantada.

**Hipótese 2. A relevância do valor dos números contábeis reportados é maior durante os períodos de flutuações econômicas “negativas” do que “positivas”.**

A literatura sobre o assunto leva a crer que, à medida que a economia apresenta quedas em seu PIB, a relevância dos números contábeis divulgados pelas empresas de capital aberto é maior do que em períodos de crescimento econômico, considerando as possíveis restrições financeiras decorrentes desses períodos (Myers, 1984), bem como o aumento especulativo em relação às incertezas do mercado financeiro (Jenkins, Kane & Velury, 2009), apoiando H1. Ainda assim, H2 atende à premissa de "intensidade" relacionada a essas oscilações para cima e para baixo e seu grau de incerteza, enquanto em períodos de extrema desaceleração da economia (Contração), a informação contábil é ainda mais relevante do que em períodos de baixa "menos intensa", como na Recessão.

### 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 Dados e amostra

Com o intuito de analisar a influência dos ciclos econômicos no *value relevance* dos números contábeis reportados pelas companhias de capital aberto listadas na B3 no período de 2001 a 2020, optou-se por examinar apenas as companhias ativas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que apresentam dados disponíveis para a variável dependente em todo o período de análise, constituindo uma amostra final de 335 companhias e 13.284 observações em 20 anos, como denota a Tabela 1.

Tabela 1  
Amostra

Setores	Amostra	Observações	%
Bens industriais	62	2.712	18.51%
Comunicações	6	249	1.79%
Consumo cíclico	92	3.446	27.46%
Consumo não cíclico	26	1.006	7.76%
Financeiro	0	0	0.00%
Materiais básicos	30	1.462	8.96%
Outros	17	703	5.07%
Petróleo gás e biocombustíveis	12	408	3.58%
Saúde	23	662	6.87%
Tecnologia da informação	15	213	4.48%
Utilidade pública	52	2.423	15.52%
<b>Total Geral</b>	<b>335</b>	<b>13.284</b>	<b>-</b>

Fonte: dados da pesquisa (2021).

Foram utilizadas as informações provenientes do banco de dados Economatica® para as variáveis relacionadas as demonstrações financeiras, bem como do IpeaData no que se refere à variação do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro. Dessa forma, a coleta foi efetuada em março de 2021 e concentrou-se nas companhias não financeiras de capital aberto, dada sua estrutura de capital mais alavancada e com análise quantitativa diferenciada das demais companhias (Peasnell, Pope & Young, 2000). Ainda, quanto ao período de análise, o estudo foi pautado na proposta de Kuznets (1930), a qual preconiza que um intervalo robusto de tempo para análise das oscilações macroeconômicas é entre 15 e 25 anos.

### 3.2 Variáveis da Pesquisa

De modo a analisar as oscilações macroeconômicas, foi utilizada a metodologia proposta por Schumpeter (1939), com base na variação do PIB dos países, classificando os ciclos econômicos em quatro fases: Expansão, Recessão, Contração, e Recuperação. Assim como em Paulo e Mota (2019), baseou-se em Claessens et al. (2012) para identificação dos picos e vales para segregação das fases ao longo da série temporal, dados os pontos mínimos e máximos de variação do PIB. A equação 1 traz a métrica utilizada para estimar a variação do PIB:

$$\Delta PIB_t = \left( \frac{PIB_t}{PIB_{t-4}} - 1 \right) \times 100 \quad (1)$$

Quanto aos picos e vales, os mesmos são representados pelas equações 2 e 3, respectivamente:

$$\{(y_t - y_{t-2}) > 0, (y_t - y_{t-1}) > 0\} \text{ e } \{(y_{t+2} - y_t) < 0, (y_{t+1} - y_t) < 0\} \quad (2)$$

$$\{(y_t - y_{t-2}) < 0, (y_t - y_{t-1}) < 0\} \text{ e } \{(y_{t+2} - y_t) > 0, (y_{t+1} - y_t) > 0\} \quad (3)$$

Com base nas equações propostas, bem como na Figura 1, considera-se: “Expansão” quando  $\Delta PIB_t$  é crescente e se encontra acima da média do período total; “Recuperação” quando  $\Delta PIB_t$  é crescente e abaixo da média do período total; “Recessão” quando  $\Delta PIB_t$  é decrescente e acima da média do período total; e “Contração” quando  $\Delta PIB_t$  é decrescente e abaixo da média do período total.

No tocante ao *value relevance* dos números contábeis das companhias objeto de estudo, foi utilizado o modelo *Residual Income Valuation* (RIV), proposto por Ohlson (1995) e adaptado por Collins et al. (1997) e Collins et al. (1999), o qual baseia-se nos retornos anormais das ações, prevendo e explicando os preços das ações de forma mais robusta do que os modelos



baseados em previsões de desconto de curto prazo de dividendos e fluxos de caixa (Dechow, Hutton & Sloan, 1999), conforme evidenciado na Tabela 3.

Tabela 3  
Variáveis de *Value relevance*

Descrição	Sigla	Métrica	Sinal Esperado	Suporte Teórico
<b>Dependente</b>				
Preço por ação	P	Preço por ação três meses após o final do ano fiscal*		Ohlson (1995), Collins et al. (1997) e Collins et al. (1999)
<b>Independentes</b>				
Patrimônio líquido ajustado	BV	Patrimônio líquido por ação, excluído o lucro líquido por ação anual*	+	Ohlson (1995), Collins et al. (1997) e Collins et al. (1999)
Lucro líquido	E	Lucro líquido por ação anual;*	+	

**Nota:** \*informações advindas da Economatica@.

Ressalta-se que, em virtude do período de análise ser de 20 anos e, nesse intervalo de tempo, o Brasil ter passado a adotar as normas internacionais de contabilidade em 2010, utiliza-se como variável de controle a adoção das IFRS como *dummy*, considerando 1 após 2010 e 0 para o período pré convergência. Ainda, efetuou-se a correção monetária pela inflação para todos os valores no período analisado, visando maior comparabilidade dos resultados no intervalo de pesquisa analisado. Todas as variáveis foram escalonadas pela quantidade de ações totais das companhias a fim de evitar problemas de Heteroscedasticidade, além do patrimônio líquido ser ajustado ao lucro líquido para evitar problemas de Multicolinearidade nas variáveis do modelo.

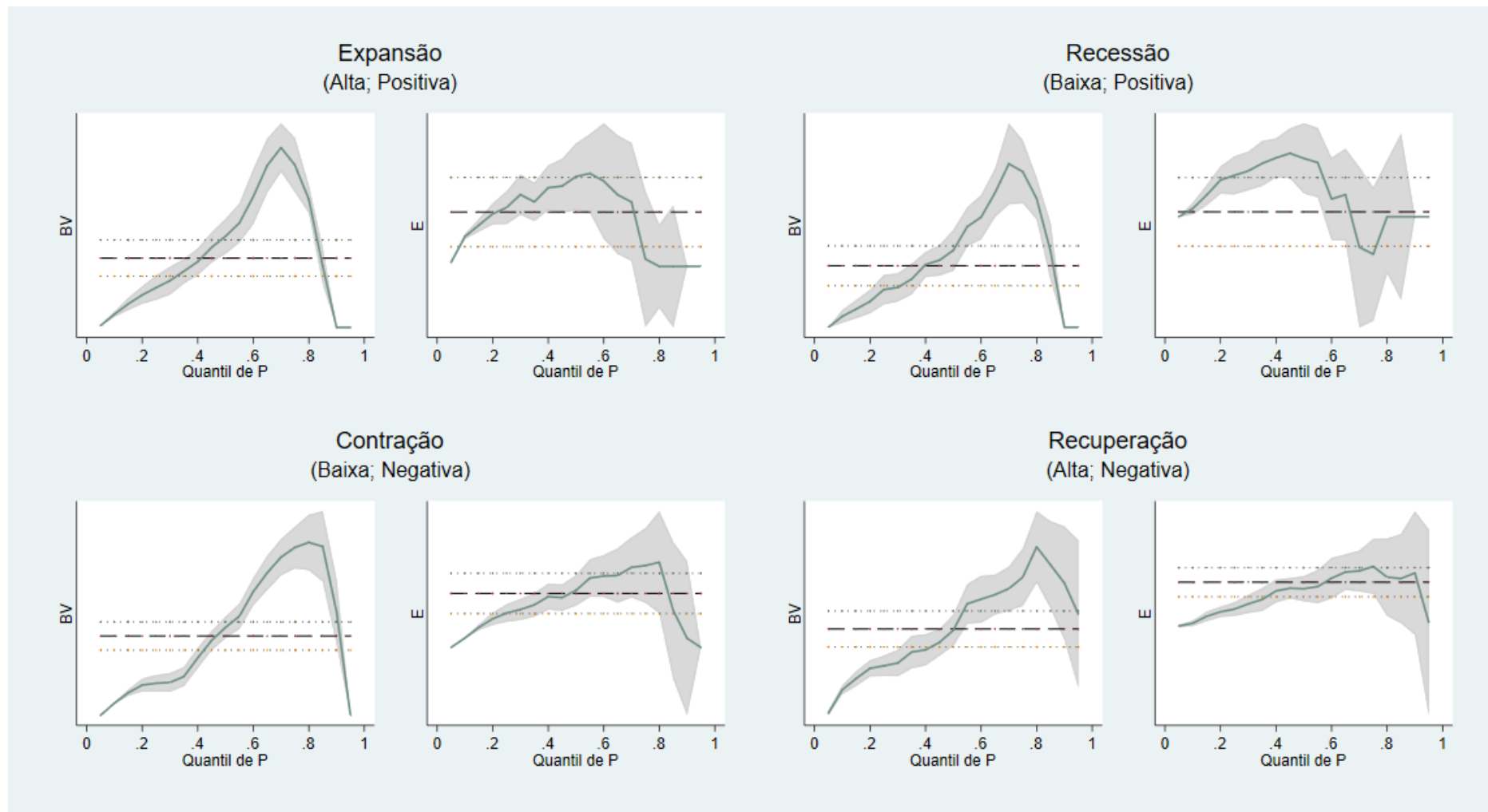
### 3.2 Tratamentos, Testes e Regressão

Para a análise da relevância dos resultados contábeis (*value relevance*) foi feita a aplicação do modelo tanto para a amostra geral, quanto para cada uma das amostras, separadamente (Expansão, Recessão, Contração e Recuperação), sendo comparado o poder explicativo do modelo ( $R^2$ ), esperando-se que os coeficientes  $\beta_1$  e  $\beta_2$  sejam estatisticamente significativos, conforme Equação 4.

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 E_{it} + \beta_3 IFRS_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde:  $P_{it}$  representa o preço por ação da empresa  $i$  três meses após o final do ano fiscal  $t$ ;  $BV_{it}$  relaciona-se ao patrimônio líquido por ação da empresa  $i$  no tempo  $t$ , excluído o lucro líquido;  $E_{it}$  diz respeito ao lucro líquido por ação da empresa  $i$  no tempo  $t$ ; IFRS controle do período em que foi adotada as IFRS ;  $\varepsilon_{it}$  trata-se de outras informações de valor relevante da empresa  $i$  para o ano  $t$  ortogonal ao lucro e valor contábil.

Para tanto, efetuou-se regressão de múltipla de dados em painel à média por meio de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para cada uma das amostras de ciclos econômicos. A utilização da regressão quantílica também se faz pertinente na pesquisa da distribuição das variáveis independentes em relação a variável dependente ser distinta em cada quantil, como pode ser observado na Figura 1.



**Figura 1.** Gráficos das distribuições das variáveis independentes B e E em relação aos quantis da variável dependente P, gerados por meio das regressões quantílicas por cada uma das etapas dos Ciclos Econômicos.

Na Figura 1, pode-se notar que em uma regressão à média por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), representada na linha pontilhada de cada gráfico, a relação das variáveis do estudo não se mostra fiel à relação relevância dos números contábeis reportados em cada etapa dos ciclos econômicos, uma vez que algumas variáveis demonstram concentração de resultados nos quantis mais altos e outras não. Ainda, vale ressaltar que os resultados se mostram distintos em cada etapa dos ciclos para as variáveis analisadas, bem como significativamente distintos, quando efetuado o teste de Wald entre os quantis para todas as etapas e significativamente distinto entre as etapas, quando efetuado o teste de médias de Kruskal-Wallis. Com isso, a análise dos resultados levando em conta cada quantil e a mediana condicional como medida de tendência central se mostra robusta, visando não apenas a sensibilidade do modelo MQO em relação à média, como também à mediana, por meio da regressão quantílica.

Para operacionalização dos testes estatísticos, foi utilizado o software Stata®, empregando-se estatística descritiva e os testes de comparação de amostras, sendo o de Kruskal-Wallis entre as fases dos ciclos econômicos e, na sequência, o teste de Dunn de comparação de amostras não-pareadas, a fim de confirmar estatisticamente essas diferenças diagnosticadas entre as fases. Salienta-se que os dados tiveram tratamento para *outliers* em com winsorização dos dados a nível de 1%, objetivando com que o comportamento do mercado sobre a relevância das informações contábeis seja analisado com base nas idiosincrasias advindas da divulgação dos balanços e seu reflexo no preço das ações, sem interferências de potenciais anomalias dos dados.

Como testes de especificação do modelo, utilizaram-se os testes de Breusch-Pagan (*pooling* vs. efeito aleatório) e Hausman (efeito fixo vs. efeito aleatório), os quais sinalizaram que, para todas as regressões analisadas, a estimação por efeitos fixos é a mais adequada. Ainda, efetuaram-se os testes de Heterocedasticidade (Wald Modificado), Multicolinearidade (Fator de Inflação da Variância – VIF) e Autocorrelação (Wooldridge), evidenciando problemas de heterocedasticidade e autocorrelação para todas as estimações analisadas. Dessa forma, procedeu-se nas estimações tanto com a correção robusta de White para tratamento da heterocedasticidade dos erros-padrão, bem como da clusterização para a correção de autocorrelação (Baltagi & Wu, 1999; Wooldridge, 2002). De modo geral, os resultados foram os mesmos para ambas as correções e, por isso, optou-se por analisar as estimações com a clusterização.

#### 4. RESULTADOS EMPÍRICOS

No que se refere aos resultados da pesquisa, tem-se a Tabela 4, a qual retrata a estatística descritiva das variáveis.

Tabela 4  
Estatística Descritiva

Variáveis	Positivas		Negativas		Geral
	Alta	Baixa	Alta	Baixa	
	<i>Expansão (EXP)</i>	<i>Recessão (RCE)</i>	<i>Recuperação (RCP)</i>	<i>Contração (CON)</i>	
Obs.	1328	958	874	1619	4779
Média	18.589	20.733	15.726	16.507	17.790
Desvio-padrão	25.216	24.800	21.325	23.055	23.793
Mínimo	-3.430	-3.430	-3.430	-3.430	-3.430
Máximo	73.427	73.427	73.427	73.427	73.427
Kruskal-Wallis					0,0001 ***
Obs.	1330	958	875	1619	4782
Média	0.350	0.119	-0.437	-0.086	0.012
Desvio-padrão	4.906	5.057	4.520	4.632	4.783
Mínimo	-11.281	-11.281	-11.281	-11.281	-11.281
Máximo	6.835	6.835	6.835	6.835	6.835
Kruskal-Wallis					0,0001 ***

Obs.	939	718	700	1366	3723
Média	23.503	23.706	17.723	19.009	20.807
Desvio-padrão	21.230	20.707	15.493	18.285	19.243
Mínimo	2.562	2.562	2.562	2.562	2.562
Máximo	63.212	63.212	63.212	63.212	63.212
Kruskal-Wallis			0,0001 ***		

Com base na Tabela 4, pode-se inferir que a média dos valores identificados para o preço das ações (P), o patrimônio líquido ajustado (BV), bem como o lucro líquido do período (E), apresentam maior representatividade em períodos de variação Positiva do PIB (Expansão e Recessão), dado o período favorável do mercado e, por consequência, para as companhias que negociam nele, indo ao encontro do esperado pela literatura corrente (Jenkins, Kane & Velury, 2009). Outro fator a ser observado é o sinal da média de BV nos períodos de variação do PIB Negativa (Recuperação e Contração), fator que pode ser explicado pelos potenciais *financial distress* ao qual venham a ser submetidas nesses ciclos (Halling, Yu & Zechner, 2016), mesmo apresentando maior incentivos comerciais do governo ao mercado para propiciar a Recuperação econômica (Warner & Zheng, 2013). Ademais, salienta-se a diferença significativa entre as médias nas fases analisadas por meio do teste Kruskal-Wallis, denotando significância de 1% para as variáveis examinadas na presente pesquisa.

Utilizando-se das informações advindas da estatística descritiva, analisou-se a diferença de médias entre as fases dos ciclos econômicos. Para tanto, procedeu-se no teste de Kruskal-Wallis, bem como o teste de Dunn a fim de verificar quais fases dos ciclos econômicos apresentam resultados significativamente distintos quando comparadas entre si, conforme elucidado na Tabela 5.

Tabela 5  
**Testes para Comparação de Amostras entre as Fases dos Ciclos Econômicos**

Variável	Teste de Dunn			
	Fases	EXP	RCP	RCE
P	RCP	3,549281***		
	RCE	-0,998591	-4,268755***	
	CON	4,637394***	0,416306	5,338687***
BV	RCP	-0,392508		
	RCE	-3,977617***	-3,239091***	
	CON	0,468297	0,82036	4,561796***
E	RCP	5,341729***		
	RCE	0,729798	-4,311008***	
	CON	3,451801***	-2,497124***	2,375183***

Nota. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,10.

Partindo-se dos resultados auferidos, dado que foi evidenciada uma diferença significativa entre as fases, procedeu-se no teste de Dunn, elucidando que as informações contábeis se mostram significativamente distintas entre si em cada etapa dos ciclos econômicos, principalmente quando comparados os períodos de variação Positiva (Expansão e Recessão) e Negativa (Recuperação e Contração) da economia. No que diz respeito às diferenças no patrimônio líquido das companhias objeto de estudo, denota-se a existência de diferença significativa a 1% tanto na comparação entre momentos de Expansão (EXP) e Recuperação (RCP), quanto entre Recuperação (RCP) e Contração (CON). No primeiro caso, a prerrogativa de intensidade se mostra novamente presente, dado que em momentos de Expansão, o endividamento das companhias tende a ser menor (patrimônio líquido maior) do que em períodos de Recuperação econômica, etapa em que as companhias ainda se está sofrendo os reflexos de um PIB abaixo da média (Halling et al., 2016), dada a necessidade de incentivos

comerciais nesses períodos (Warner & Zheng, 2013). Já no exame entre a Recuperação (RCP) e a Contração (CON), têm-se situações opostas de oscilações econômicas de alta e de queda, respectivamente, denotando ainda mais a propensão de endividamento em períodos de queda (Myers, 1984).

Quando analisadas as diferenças de médias do Lucro líquido (E), denota-se que apenas se mostram significativamente distintas as fases que apresentam intensidades diferentes (“Positivas” e “Negativas”) de oscilação econômica, como o caso das fases acima da média do PIB do período (EXP e RCE) em relação às abaixo da média (RCP e CON), a nível de 1%. Esse fato pode estar atrelado aos fundamentos de persistência dos lucros e como uma mudança considerável no PIB de um país pode vir a afetar essa persistência, dada a maior incerteza frente aos investidores e mercado advindas da desaceleração econômica (Jenkins et al., 2009).

No que tange à regressão de dados à média, tem-se a Tabela 6 para cada etapa dos ciclos econômicos separadamente.

Tabela 6  
Regressão de dados em painel à média por etapa

P <sub>it</sub>	(1)	(2) Positivas		(3) Negativas	
	Geral	Alta Expansão	Baixa Recessão	Alta Recuperação	Baixa Contração
Constante	12,485*** (1,574)	17,612*** (1,914)	23,736*** (1,523)	13,985*** (0,912)	10,405*** (1,469)
BV <sub>it</sub>	0,122*** (0,029)	0,088* (0,049)	0,087** (0,042)	0,088 (0,058)	0,133*** (0,035)
E <sub>it</sub>	0,804*** (0,123)	0,904*** (0,242)	0,603** (0,232)	0,121 (0,118)	0,885*** (0,186)
IFRS <sub>t</sub>	13,478*** (2,419)	4,536* (2,681)	4,340** (1,986)		13,566*** (2,108)
Observações	3,565	931	717	699	1,218
Firmas	273	224	214	246	273
R <sup>2</sup> Ajustado	0,195	0,200	0,096	0,212	0,219

Nota. Erros-padrões robustos entre parêntesis por meio da clusterização, com efeitos fixos por setor e ano. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,10.

Com base nos resultados, verifica-se um maior poder explicativo (R<sup>2</sup> ajustado) da relevância do valor das empresas analisadas quando se consideram os estágios dos ciclos econômicos que apresentam variações do PIB abaixo da média (Negativas), sendo as etapas de Contração (5) e Recuperação (4) as que apresentam maior *value relevance*, quando comparadas com as demais etapas, assim como esperado. Além disso, vale ressaltar que, quando consideradas apenas as regressões para as amostras de etapas, somente é observada significância a 1% para todas as variáveis do modelo analisado para a etapa de Contração.

Tais resultados levam a crer que, assim como o esperado, a relevância dos números contábeis reportados pelas firmas brasileiras é maior em períodos em que o PIB se encontra negativo e, principalmente, em baixa, o que pode ser explicado pelas incertezas do mercado financeiro (Jenkins et al., 2009) e as possíveis restrições financeiras decorrentes desses períodos (Myers, 1984). No entanto, não necessariamente períodos de Baixa econômica se mostram como os mais relevantes em termos de divulgação contábil, dado que o *value relevance* nesses períodos se mostra o menor de todos os demais.

No caso da regressão à média, a premissa de intensidade é evidenciada como sendo um fator relevante, porém apenas para cenários em que a economia se mostra muito fragilizada, como em períodos negativos. Isso pode estar relacionado ao fato de o mercado estar mais fragilizado devido ao seu PIB abaixo da média, deixando um cenário de incertezas para seus

*stakeholders*. Com base nisso, para minimizar os riscos atrelados aos seus investimentos, refletidos nas cotações das ações das empresas, acredita-se que a incerteza macroeconômica tende a tornar o processo de decisão atrelado aos números contábeis ainda mais relevante para as empresas que negociam suas ações no Brasil em períodos de variações “Negativas” do PIB, representados pelas fases de Recuperação e Contração.

Em prol de uma análise mais robusta, que evidenciasse se existe alguma distinção de resultados entre companhias com maiores e menores preços das ações, examinou-se a relação entre os ciclos econômicos e o *value relevance* por meio da regressão quantílica (Tabela 7).

Tabela 7

**Regressão quantílica por etapa**

		Positivas					Negativas						
		<i>Expansão</i>					<i>Recuperação</i>						
	P <sub>it</sub>	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	W	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	W
		0,05	0,25	0,50	0,75	0,95		0,05	0,25	0,50	0,75	0,95	
Alta	Constante	2,264***	4,847***	10,180***	20,709***	122,557***		2,897***	4,915***	9,764***	17,495***	41,148***	
	BV <sub>it</sub>	0,010**	0,119***	0,285***	0,910***	0,000	***	0,027***	0,207***	0,308***	0,396***	0,000	***
	E <sub>it</sub>	0,078***	0,599***	0,860***	1,202***	0,000	***	0,015	0,242***	0,433***	0,597***	0,000	***
	Obs,	931	931	931	931	931		699	699	699	699	699	
	Pseudo R <sup>2</sup>	0,003	0,041	0,050	0,083	0,000		0,003	0,095	0,119	0,139	0,000	
		<i>Recessão</i>					<i>Contração</i>						
	P <sub>it</sub>	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	W	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	W
		0,05	0,25	0,50	0,75	0,95		0,05	0,25	0,50	0,75	0,95	
Baixa	Constante	3,070***	5,716***	10,830***	21,287***	105,728***		2,227***	4,054***	8,639***	16,366***	53,000***	
	BV <sub>it</sub>	0,000	0,114***	0,269***	0,745***	0,000	***	0,004	0,111***	0,309***	0,521***	0,000	***
	E <sub>it</sub>	0,000	0,295***	0,403***	-0,523	0,000	***	0,009	0,428***	0,704***	0,848***	0,000	***
	Obs,	717	717	717	717	717		1,218	1,218	1,218	1,218	1,218	
	Pseudo R <sup>2</sup>	0,000	0,045	0,046	0,075	0,000		0,000	0,050	0,073	0,119	0,000	

**Nota.** W = Teste de Wald para testar estatisticamente as diferenças entre os quantis, sendo estatisticamente distintos quando  $p < 0,05$ . \*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,10$ .

A respeito dos resultados elucidados na Tabela 7, pode-se inferir que, assim como na análise de regressão à média (Tabela 6), em períodos de oscilação do PIB negativa (Recuperação e Contração) as companhias apresentam maior *value relevance* do que em períodos de oscilação positiva, assim como esperado (Jenkins et al., 2009; Myers, 1984). No entanto, diferentemente da Tabela 6, os resultados da regressão quantílica apontam que o maior *value relevance* das companhias brasileiras ocorre em períodos de recuperação da economia, um período de alta. Ademais, o modelo apresenta maior poder preditivo para as companhias com maior preço das ações (quantis 0,75 e 0,50, respectivamente), de forma que companhias maiores tenderiam a ter um maior *value relevance* do que as menores no mercado brasileiro, demonstrando que o desempenho organizacional afeta o seu *value relevance*, indo ao encontro do estudo de Silva et al. (2019).

Tendo em vista os resultados auferidos, a relevância do valor dos números contábeis reportados não necessariamente é maior durante os períodos de queda econômica do que em períodos de alta, de forma que a Hipótese 1 da pesquisa é rejeitada. Contudo, reforçando a premissa de que em períodos de flutuações econômicas “negativas” (Contração e Recuperação) os números contábeis reportados pelas companhias apresentariam uma maior relevância do que em momentos de variação “positivas” (Expansão e Recessão), os resultados apontam que a Hipótese 2 não pode ser rejeitada, corroborando a ideia de que em períodos de PIB abaixo da média o mercado tende a ficar menos aquecido, com menores investimentos (Kim & Lee, 2018) e maiores incertezas e restrições (Jenkins et al., 2009; Myers, 1984), fazendo com que os

*stakeholders* tenham uma preocupação ainda maior com as informações reporadas pelas companhias e na saúde do seu investimento.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve por objetivo analisar a influência dos ciclos econômicos no *value relevance* dos números contábeis reportados pelas companhias de capital aberto listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2001 a 2020. Nesse contexto, examinou-se como as oscilações econômicas, com enfoque na intensidade de queda e alta da economia brasileira, afetam a relevância dos números contábeis (*value relevance*) divulgados pelas companhias de capital aberto em até três meses após o final do ano fiscal para com o seu preço das ações. Para isso, efetuou-se as regressões de dados em painel à média (MQO) e à mediana (Regressão Quantílica), com base no modelo proposto por Ohlson (1995) e adaptado por Collins et al. (1997) e Collins et al. (1999), comparando a explicabilidade do modelo em cada etapa dos ciclos econômicos (Expansão, Recuperação, Recessão e Contração).

Com base nos resultados auferidos, de modo geral, o *value relevance* dos números contábeis reportados se mostrou maior durante períodos negativos da economia do que em períodos positivos para as companhias analisadas, reforçando a relevância da intensidade das oscilações econômicas com base na variação do PIB como fator preponderante no *value relevance* das informações contábeis para com o mercado. No entanto, os resultados não se mostram claros a respeito da relevância das altas e baixas da economia quando não analisadas essa intensidade de oscilação, de forma que uma queda econômica pouco acentuada, como o caso de períodos de recessão, não se mostra mais relevante do que os cenários de alta.

Dessa forma, sob o ponto de vista teórico, a pesquisa contribui para o fomento da literatura e debate a respeito da influência do ambiente macroeconômico no *value relevance*, adicionando evidências de que diferentes fases dos ciclos econômicos, bem como a intensidade de alta e queda, afetam de forma distinta a relevância da informação contábil quando analisado o seu preço das ações. Empiricamente, a pesquisa possibilita a análise da influência não somente em relação à média, mas também como os *outliers* da relação se comportam em cada etapa dos ciclos econômicos e a relevância atribuída às informações contábeis. Além disso, a análise não somente do ponto de vista de crescimento e decrescimento da economia, mas como essas oscilações se comportam em períodos com PIB acima e abaixo da média no período analisado, trazendo o aspecto de intensidade “Negativa” e “Positiva” para a agenda do debate.

Sendo assim, o estudo auxilia os usuários da informação contábil na compreensão de como aspectos macroeconômicos afetam a forma com que os números contábeis são percebidos pelos *stakeholders*. Ademais, busca-se proporcionar uma melhor tomada de decisão, bem como na maximização da qualidade das demonstrações contábeis, em prol de um maior *value relevance* dos números contábeis reportados pelas companhias. Por fim, a ampliação da amostra para pesquisas futuras se mostra pertinente, analisando não apenas as companhias em um ambiente macroeconômico, mas também ambientes com características distintas relacionadas ao comportamento da economia, bem como dos stakeholders frente às informações contábeis.

## REFERÊNCIAS

- Almeida, J. E. F. D. (2010). *Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos*. 174f. Tese de Doutorado em Contabilidade e Controladoria, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 159-178. <https://doi.org/10.2307/2490232>



- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of panel data*. 3. ed. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Bandyopadhyay, A., & Barua, N. M. (2016). Factors determining capital structure and corporate performance in India: Studying the business cycle effects. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 61, 160–172.  
<https://doi.org/10.1016/j.qref.2016.01.004>
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the *value relevance* literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 77–104. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498.  
<https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x>
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92. <https://doi.org/10.2307/2490070>
- Beisland, L. A. (2009). A Review of the *Value relevance* Literature. *The Open Business Journal*, 2, 7-27. <https://doi.org/10.2174/1874915100902010007>
- Booth, J. R., & Booth, L. C. (2003). Is presidential cycle in security returns merely a reflection of business conditions?. *Review Of Financial Economics*, 12(2), 131-159.  
[https://doi.org/10.1016/S1058-3300\(02\)00061-7](https://doi.org/10.1016/S1058-3300(02)00061-7)
- Burns, A. F., & Mitchell, W. C. (1946). *Measuring business cycles*. New York: National Bureau of Economic Research.
- Cappelleso, G., Rocha, L. C. N., & Dantas, J. A. (2019). *Value relevance* da Perda por Redução ao Valor Recuperável do Goodwill: Evidências das Empresas Listadas na Bm&Fbovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 29(3), 102-120.  
<https://doi.org/10.22561/cvr.v29i3.4276>
- Claessens, S., Kose, M. A., & Terrones, M. E. (2012). How do business and financial cycles interact?. *Journal of International Economics*, 87(1), 178-190.  
<https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2011.11.008>
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 39-67. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)
- Collins, D. W., Pincus, M., & Xie, H. (1999). Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity. *The Accounting Review*, 74(1), 29–61.
- Corradi, L. L. (2016). *Convergências teóricas entre Veblen e Keynes*. 114f. Dissertação de Mestrado em Ciências Econômicas, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, ES, Brasil.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., & Sloan, R. G. (1999). An empirical assessment of the residual income valuation model. *Journal of Accounting and Economics*, 26(1-3), 1–34.  
[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00049-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00049-4)
- Dechow, P. M.; Ge, W.; Schrand, C. M. (2010). Understanding earnings quality: a review of proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), p. 344-401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>





- Halling, M., Yu, J., & Zechner, J. (2016). Leverage dynamics over the business cycle. *Journal of Financial Economics*, 122(1), 21–41. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.07.001>
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 3–75. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00029-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00029-5)
- Jenkins, D. S., Kane, G. D., & Velury, U. (2009). Earnings Conservatism and Value relevance Across the Business Cycle. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(9-10), 1041–1058. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02164.x>
- Juglar, C. (1862). *Des Crises Commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis*. Paris: Guillaumin.
- Kim, S., & Lee, B. B. (2018). The value relevance of capital expenditures and the business cycle. *Studies in Economics and Finance*, 35(3), 386–406. <https://doi.org/10.1108/SEF-03-2017-0063>
- Kitchin, J. (1923). Cycles and trends in economic factors. *Review of Economic Statistics*, 5(1), 10-16. <https://doi.org/10.2307/1927031>
- Kondratieff, N. D. (1935). The long waves in economic life. *The Review of Economic Statistics*, 17(6), 105-115. <https://doi.org/10.2307/1928486>
- Kothari, S.P., Lewellen, J. W. & Warner, J. B. (2014). *The Behavior of Aggregate Corporate Investment* (Working paper). Recuperado de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2511268>
- Kuznets, S. (1930). *Secular movements in production and prices: their nature and their bearing upon cyclical fluctuations*. Boston: Houghton Mifflin.
- Lopes, A. B. (2001). *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa*. 308f. Tese de Doutorado em Contabilidade e Controladoria, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Lubberink, M. & Huijgen, C. (2001). A Wealth-Based Explanation for Earnings Conservatism. *Review of Finance*, 5(3), 323–349. <https://doi.org/10.1023/A:1013887921233>
- Mankiw, N. G. (1989). Real Business Cycles: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Perspectives*, 3(3), 79-90. <https://doi.org/10.1257/jep.3.3.79>
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Paulo, E., & Mota, R. H. G. (2019). Ciclos econômicos e estratégias de gerenciamento de resultados contábeis: um estudo nas companhias abertas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(80), 216-233. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806870>
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2000). Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models. *Accounting and Business Research*, 30(4), 313–326. <https://doi.org/10.1080/00014788.2000.9728949>
- Schumpeter, J. A. (1939). *Business cycles: a theoretical, historical and statistical analysis of the capitalist process*. New York: McGraw-Hill Inc.
- Silva, F. L. da, Stefani, D., Quaglio Arjonas, E. C., & Pelucio Grecco, M. C. (2019). Crises Econômicas e a Relevância da Informação Contábil. *Práticas Em Contabilidade E Gestão*, 7(1), 1-17. <http://dx.doi.org/10.5935/2319-0485/praticas.v7n1e12328>



- Silva, J., (2019). *Informações Contábeis e Atividade Econômica: a Relação entre o Desempenho das Firms e Crescimento Econômico do Brasil*. 89f. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, PB, Brasil.
- Warner, M. E., & Zheng, L. (2013). Business Incentive Adoption in the Recession. *Economic Development Quarterly*, 27(2), 90–101. <https://doi.org/10.1177/0891242413479140>
- Wooldridge, J. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Massachusetts: MIT Press.