



## **Anomalia dos Accruals e Incerteza da Política Econômica no Mercado Acionário Brasileiro**

**WESLEY CIRINO DOS SANTOS**

*Universidade Federal de Minas Gerais*

**GUSTAVO HENRIQUE DIAS SOUZA**

*Universidade Federal de Minas Gerais*

**ROBERT ALDO IQUIAPAZA**

*Universidade Federal de Minas Gerais*

**RENATA TUROLA TAKAMATSU**

*Universidade Federal de Minas Gerais*

### **Resumo**

Apesar da crescente ideia de que os mercados são afetados por incertezas, a literatura da área carece de aprofundamentos para o entendimento da dimensão dessa relação. A incerteza da política econômica pode afetar os retornos das ações no mercado ou as expectativas de lucro futuro decorrentes do componente de accruals do resultado das empresas. Assim, o objetivo dessa pesquisa foi analisar a relação entre a incerteza da política econômica no mercado acionário brasileiro e a anomalia dos accruals no período de 2010 a 2019. Verificando a existência da anomalia, foram estimadas regressões longitudinais para analisar como a incerteza da política econômica afeta os retornos anormais das ações do mercado brasileiro. Os resultados do estudo sugerem que a incerteza da política econômica influencia os retornos anormais dos accruals, indicando que as ações apresentam menores retornos em períodos de maior incerteza da política econômica. Os resultados são consistentes com o fato de que aumentos na incerteza da política econômica podem induzir investidores a vender ações, reduzindo os preços das ações e, conseqüentemente, seus retornos. Apesar disso, investidores racionais poderiam colher prêmios de incerteza conforme houvesse recuperação dos preços em momentos seguintes. A incerteza de política econômica, portanto, pode ser considerada um tópico importante para a academia e para entidades formuladoras de políticas, bem como a análise dos impactos dos retornos nos mercados de ações. Assim, os resultados deste estudo auxiliam formuladores, gestores de portfólio e investidores nos mercados financeiros, a fim de melhorar a estabilidade de implementação de políticas e evitar flutuações anormais nos mercados acionários, além de sugerir estratégias de investimento com perspectivas baseadas na incerteza da política econômica.

**Palavras-chave:** Retornos anormais. Anomalia dos *accruals*. Incerteza da Política Econômica. EPU.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

## 1 INTRODUÇÃO

A incerteza de política econômica é frequentemente relacionada ao mercado de ações devido aos efeitos gerados pelas questões políticas nos retornos das ações no mercado, o que tem sido foco de estudos. Essa pressuposição está relacionada ao fundamento de que a incerteza prejudicaria decisões de investimento, e, portanto, um aumento na incerteza prejudicaria as perspectivas econômicas e poderia ameaçar os lucros futuros, prejudicando os preços das ações (Chen & Chiang, 2020).

Assim, essa incerteza é reconhecida por influenciar os resultados econômicos e financeiros das empresas, uma vez que as escolhas de políticas econômicas de um governo possuem desdobramentos potencialmente grandes para os mercados, o que ressalta a importância de compreender o efeito da incerteza ao redor desse processo (Smales, 2020). Além disso, em ambientes com crise financeira ou política, as preocupações com essa incerteza se intensificam, de forma a potencializar as ameaças aos retornos dos investidores no mercado (Goodell, McGee & McGroarty, 2020).

De forma teórica, há sinalizações de que a incerteza de política econômica afeta a incerteza de mercado e, em decorrência, os retornos das ações (Pástor & Veronesi, 2012, 2013). Empiricamente a relação tem sido comprovada em diversos estudos que parecem apontar para um direcionamento único de que a incerteza política reduz os retornos no mercado de ações (Antonakakis, Chatziantoniou & Filis, 2013; Brogaard & Detzel, 2015; Chiang, 2019; Hillier & Loncan, 2019; Chen & Chiang, 2020; Quinteiro, Medeiros & Niyama, 2020).

Esse ambiente de desenvolvimento de pesquisas na área criou possibilidades para criação de métricas que mensurem a incerteza de política econômica, como é o caso do índice *Economic Policy Uncertainty* – EPU, criada por Baker, Bloom e Davis (2016). O EPU é um índice baseado em notícias diárias de jornais, abordado a partir de termos de busca e de diferentes dimensões de análise, como questões relacionadas à erros de previsão, índices de inflação e legislações (Baker, Bloom & Davis, 2016).

Essa incerteza de política econômica, então, pode influenciar as expectativas dos investidores do mercado acionário, corrigindo os preços, e consecutivos retornos, pelo fator de incerteza política (Chen & Chiang, 2020). Já a expectativa de retornos futuros presentes no preço das ações devido ao componente de *accruals* do lucro das empresas, pode gerar expectativas viesadas com relação à antecipação da reversão futura, causando o fenômeno chamado de anomalia dos *accruals* (Du, Wang & Wei, 2020). Dessa forma, a anomalia dos *accruals* gera retornos anormais em comparação com modelos de precificação de ativos, encontrando-se estimações para os retornos anormais devido aos *accruals* (Moreira, Lima & Góis, 2019).

Dado esse contexto, destaca-se que o cenário brasileiro desde 2007, está marcado por uma série de turbulências no que diz respeito aos aspectos econômicos e políticos. Dentre as crises econômicas e políticas destaca-se a crise do *subprime* a partir 2007; escândalos de corrupção envolvendo políticos e empresas, como o Mensalão em 2012, a Operação Lava Jato deflagrada em 2014, além de disputas eleitorais acirradas para a presidência, com protestos expressivos da população contra a corrupção em 2015 e o *impeachment* da então presidente do país em 2016, e as novas eleições de 2018, que alteraram a conjuntura política do país (Quinteiro, Medeiros & Niyama, 2020). Esses eventos, de corrupção e de fatores eleitorais envolvem altos funcionários do governo, gerando instabilidade na política econômica brasileira (Hillier & Loncan, 2019). Assim, dado o ambiente propício e a significativa escassez de estudos dessa abordagem no mercado de ações do Brasil (Hillier & Loncan, 2019; Quinteiro, Medeiros & Niyama, 2020), estudos que analisem essa relação podem auxiliar no desenvolvimento da



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

literatura da área e no entendimento das reações do mercado em ambientes de maior instabilidade.

Dessa forma, questão de pesquisa que guiou este estudo foi: *Quais os efeitos da incerteza de políticas econômicas sobre a anomalia dos accruals?* O estudo, portanto, objetivou analisar a relação entre a incerteza de políticas econômicas no mercado acionário brasileiro e a anomalia dos *accruals* no período de 2010 a 2019. A incerteza de política econômica foi mensurada a partir do índice EPU para o contexto brasileiro, de forma a identificar se ele se confirma como uma métrica explicativa da anomalia dos *accruals* no mercado brasileiro. Para isso, adicionalmente foi detectada a existência da anomalia dos *accruals* no período de análise.

Os resultados alcançados indicaram a existência de anomalia dos *accruals* no mercado brasileiro para o período de análise, sendo o fator proveniente desses *accruals* significativo para explicar a precificação dos ativos em diferentes carteiras. Em adição, identificou-se uma relação negativa entre a incerteza de política econômica e a anomalia dos *accruals*, confirmando a pressuposição de que a incerteza é capaz de afetar a percepção sobre os lucros futuros das empresas.

O presente trabalho contribui para a literatura ao fornecer evidências empíricas de como os investidores, em média, recepcionam e compreendem os diferentes componentes do lucro, em um cenário de incerteza política. Portanto, os resultados demonstram como a resposta do mercado às informações contábeis é fruto do contexto em que a informação é divulgada. Investidores enfrentam desafios significativos ao avaliar as informações e suas implicações sobre os resultados futuros esperados pelas empresas e, em momentos de crises econômica, existe uma ampliação do foco voltado aos números contábeis, dado que os investidores buscam onde se ancorar em um cenário de extrema incerteza e volatilidade. Bonsall, Green & Muller (2020) reforçam que, diante da aversão dos investidores ao risco, a demanda agregada por informações é ampliada em cenários de incerteza. Nesse sentido, o presente estudo auxilia investidores e gestores de carteiras, explicitando a incerteza de políticas econômicas como informação adicional para a construção dos portfólios.

A pesquisa permitiu a compreensão do comportamento do mercado de capitais no período amostral analisado, qual seja, de 2010 a 2019. Apesar de não abrangido no estudo, diante da temática e da abordagem adotada, os resultados oferecem *insights* e direcionamentos para futuros estudos sobre o cenário imediatamente posterior, qual seja, o cenário pandêmico e períodos subsequentes. Os resultados contribuem à literatura sobre os efeitos da incerteza de políticas econômicas sobre os retornos das ações, fornecendo evidências com relação à instabilidade política e do mercado do país. Diante da pandemia do COVID-19, decretada pela Organização Mundial da Saúde (OMS) em 11 de março de 2020 (World Health Organization, 2020), observou-se uma série de modificações que geram um cenário atípico no mercado de capitais: queda abrupta das principais bolsas de valores e reação dos governos via medidas de austeridade fiscal. Em específico, no Brasil, observou-se a taxa básica de juros, a Selic, chegou ao menor patamar da história e com entrada maciça de pessoas físicas no mercado de capitais, fuga de capital estrangeiro e recuperação da bolsa de valores ao longo do ano, cuja pontuação do Ibovespa (índice representativo da bolsa de valores brasileira) retornou a patamares pré-pandêmicos, com retorno anual no ano de 2020 de 2,92% (Agência Brasil, 2021).

Por fim, o trabalho contribui à literatura sobre anomalias de mercado, tratando especificamente da anomalia dos *accruals*, ressaltando um possível determinante para essa métrica. Partindo disso, pesquisas futuras poderão compreender o cenário a partir de 2020 em que, se por um lado conjectura-se no aumento do foco voltado aos números contábeis em um cenário de incertezas, por outro lado, o aumento de pessoas físicas pode propiciar o



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

agravamento de anomalias financeiras. Isso porque investidores individuais possuem menos recursos que investidores institucionais. Investidores institucionais, tais como fundos de investimento e entidades de previdência, administram fundos captados de uma coletividade de pessoas e, por isso, movimentam volumosos recursos. Sendo assim, tendem a exibir um nível de sofisticação superior de processamento de informações, podendo a redução de proporção desses agentes criar um cenário propício para a presença e ampliação, não só da anomalia dos *accruals*, como de todas as anomalias financeiras.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

### 2.1 Anomalia dos *Accruals*

O mercado é considerado eficiente, quanto à relevância da informação, se os preços, na média, refletem de forma correta as informações disponíveis e se apresenta uma reação rápida a novos eventos, incorporando corretamente as novas informações (Malkiel & Fama, 1970). Entretanto, uma corrente empírica contrapõe a Hipótese de Mercados Eficientes (HME), em que se evidencia ineficiências do mercado de capitais. Uma ineficiência de mercado pode ser considerada uma anomalia, ocasionada por um fenômeno que ocorre sistematicamente sem explicação aparente (Ball, 1992; Brav & Heaton, 2002; Schwert, 2003; Lafond, 2005).

Nesta perspectiva, a fim de testar a hipótese de que investidores se utilizam de informações contábeis, sem uma compreensão aprofundada das diferentes propriedades dos itens que compõem as mesmas, Sloan (1996) documentou a anomalia dos *accruals*, contrariando a HME. O autor testou se os preços das ações refletiriam as diferentes persistências entre os componentes de fluxos de caixa e os *accruals*. Desta forma, os achados apontaram uma maior capacidade em prever os lucros de um período a frente dos componentes de fluxos de caixa quando comparados aos *accruals*. Assim, Sloan (1996) constatou que uma elevada parcela de *accruals* na formação do resultado, em geral, exibiria retornos anormais negativos no ano posterior. Essas constatações demonstraram que investidores não compreendiam as diferentes persistências dos componentes dos lucros, fixando-se no lucro final reportado, ao invés de analisar as diferentes implicações de seus componentes na formação do resultado.

Estudos posteriores, sustentados pela hipótese estabelecida por Sloan (1996), corroboraram os achados de que os componentes *accruals* são menos persistentes do que os componentes de fluxo de caixa, além de apresentarem uma associação negativa com os retornos futuros, um indicativo de que os investidores realmente assumem igual persistência às diferentes partes do lucro (Richardson, Tuna & Wysocki, 2010).

Especificamente no mercado brasileiro, a anomalia ainda pouco documentada, foi analisada por Cupertino, Martinez e Costa Junior (2012). Neste estudo, foram encontrados sinais de que a persistência dos *accruals* é menor que a persistência dos fluxos de caixa. No trabalho dos autores, não foram detectadas evidências de que os *accruals* seriam mal avaliados pelo mercado ou mesmo de que estratégias de negociação baseadas nos *accruals* proporcionariam retornos positivos e consistentes.

Com vistas a testar as hipóteses documentadas por Sloan (1966), Takamatsu e Fávero (2013) avaliaram a capacidade dos investidores em interpretar informações advindas da contabilidade. Para isto, os autores analisaram como diferentes componentes do lucro afetariam a rentabilidade futura de empresas listadas na bolsa de valores brasileira. Os resultados indicaram que os *accruals* não foram estaticamente significantes para explicar o comportamento dos retornos anormais futuros. Ademais, os autores evidenciaram a ausência



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

da anomalia dos *accruals* no Brasil, indicando que os investidores seriam capazes de interpretar e precificar os dados contábeis.

Adicionalmente, estendendo a amostra para as principais economias da América Latina, Moreira (2018) objetivou analisar a anomalia dos *accruals* nos retornos das principais bolsas latino-americanas e os aspectos institucionais que impactaram tais retornos. A autora encontrou resultados que indicam a presença de retornos anormais no mercado de capitais latino-americano, confirmando a existência da anomalia dos *accruals* nos retornos das empresas analisadas e que os fatores específicos de cada país contribuem para explicar as diferenças de retornos existentes entre eles.

Em um estudo recente, no mercado europeu, Beer, Hamdi e Zouaoui (2018) analisaram como o sentimento do investidor pode afetar a anomalia dos *accruals*. Os autores descobriram que o sentimento dos investidores influencia o erro de precificação dos *accruals*, assim, os autores documentaram que o efeito é pronunciado para ações cujas avaliações são altamente subjetivas e difíceis de arbitrar. Esse resultado sugere que os investidores deveriam levar em consideração o impacto do sentimento sobre o desempenho de sua carteira. Ou seja, investidores devem ter em mente que períodos de alto otimismo são acompanhados por um alto nível de *accruals* e seguidos por baixos retornos futuros das ações.

## 2.2 Incerteza da Política Econômica e o Mercado de Ações

A relação entre política econômica e resultados econômicos tem se mostrado relevante aos investidores no mercado de ações e ganhado força no âmbito acadêmico (Mbanga, Jones & Hoelscher, 2019). Nesse contexto, a incerteza é um fator chave que pode prejudicar as decisões de investimentos, uma vez que o aumento da incerteza pode gerar uma expectativa econômica desanimadora, já que ameaçaria os lucros futuros e prejudicaria os preços das ações (Chiang, 2019; Chen & Chiang, 2020). Uma das características que pode causar incerteza é a instabilidade política, que pode estar associada a aumentos de volatilidade do retorno das ações no mercado (Pástor & Veronesi, 2012; Mnasri & Essaddam, 2020).

A volatilidade dos retornos dos ativos é causada pelas variações nos preços desses ativos, e há alguns anos a academia tem se dedicado a entender o que impulsiona essas mudanças e por que a volatilidade é maior em alguns períodos, como em torno de eventos políticos (Goodell, McGee & McGroarty, 2020). Em um ambiente de incerteza de política econômica, Pástor e Veronesi (2013) fazem a proposição de um modelo em que as variações dos preços dos ativos são influenciadas por diferentes canais: choques econômicos, choques no nível da empresa e choques de incerteza política. De acordo com os autores, a incerteza de política econômica enquanto risco não diversificável direcionaria para um prêmio de risco, sendo a magnitude desse prêmio maior em condições desfavoráveis para a economia (Pástor & Veronesi, 2013). Esse prêmio de risco surge quando as funções de utilidade do governo e dos investidores não estão alinhadas. Isso acontece porque a função de utilidade do governo é dimensionada por uma função de custo político associado a escolhas políticas, e, quando esse custo político é muito alto, a política governamental diverge da decisão de maximização da utilidade de um investidor (Pástor & Veronesi, 2013; Goodell, McGee & McGroarty, 2020).

A incerteza de política econômica está então relacionada à ambiguidade em torno das possíveis mudanças na política governamental bem como seu impacto associado ao desempenho das empresas (Smales, 2020). Assim, essa ligação entre a política e o mercado de ações parte do pressuposto de que mudanças na liderança ou de políticas do governo podem gerar efeitos sobre as decisões corporativas, seja por meio de tributação, de regulamentação do setor ou de políticas comerciais, dentre outros fatores (Mbanga, Jones & Hoelscher, 2019).



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Niederhoffer, Gibbs e Bullock (1970) estão entre os primeiros a testar, e encontrar, a relação entre eleições presidenciais e o mercado de ações, utilizando o mercado norte-americano.

Nesse cenário, alguns estudos analisam a influência da incerteza de política econômica sobre os retornos anormais do mercado de ações (Antonakakis, Chatziantoniou & Filis, 2013; Brogaard & Detzel, 2015; Arouri, Estay, Rault & Roubaud, 2016; Cristou, Cunado, Gupta & Hassapis, 2017; Chiang, 2019; Chen & Chiang, 2020). Em geral, os estudos evidenciam que a incerteza de política econômica possui um reflexo negativo nas atividades econômicas, de forma a levar a uma queda nos retornos das ações. Analisando correlações dinâmicas entre retorno do mercado, Antonakakis, Chatziantoniou e Filis (2013) evidenciam que a incerteza de política econômica dos Estados Unidos e os retornos do mercado possuem relação negativa, consistente ao longo do tempo. Brogaard e Detzel (2015) encontraram correlação negativa entre a incerteza de política econômica dos Estados Unidos e os retornos de mercado, e relação positiva entre níveis presentes de incerteza e retornos de mercados futuros.

Em períodos de maior volatilidade, Arouri *et al.* (2016) comprovam que o efeito da incerteza de política econômica dos Estados Unidos na redução dos retornos das ações é intensificado. Já com uma amostra de vários países, Cristou *et al.* (2017) também demonstram que maiores níveis de incerteza política afetam negativamente os retornos do mercado de ações. Analisando os países do G7, Chiang (2019) também encontram relação negativa entre a incerteza e o retorno do mercado, mas uma correlação positiva quando utilizada a incerteza defasada, indicando que os investidores exigem um prêmio de risco mais alto por assumir o risco da incerteza política. Os retornos das ações da China também estão negativamente correlacionados com incertezas políticas, além do fato de as incertezas dos Estados Unidos e outras incertezas externas interferirem na precificação das ações chinesas, conforme evidenciado por Chen e Chiang (2020).

Uma das abordagens comum, tomada nos artigos elencados, é a utilização do índice *Economic Policy Uncertainty* – EPU (ou sua variação), normalmente como variável explicativa para os retornos das ações. O índice EPU foi construído por Baker, Bloom e Davis (2016) a partir da frequência de cobertura de jornais. Dessa forma, o índice é formado a partir de três componentes: frequência de notícias com palavras-chave relacionadas a incerteza política; número de legislações prestes a expirar; erros de previsão com gastos públicos e índices de inflação (Baker, Bloom & Davis, 2016). Assim, a partir disso, Baker, Bloom & Davis (2016) consideram o EPU como confiável, imparcial e consistente, tornando-se referência para quantificar a incerteza de política econômica e permitindo o desenvolvimento de estudos na área. Como mencionado, o EPU representa a incerteza de política econômica, e, portanto, abre-se possibilidades para explorar os efeitos dessa incerteza, medida pelo índice, com relação aos retornos do mercado, que é o foco desta pesquisa.

Esses retornos do mercado podem refletir expectativas viesadas da antecipação da reversão futura do componente de *accruals* do lucro, causando a anomalia dos *accruals*. A anomalia surge da superavaliação dos *accruals* pelos investidores com relação ao lucro futuro das firmas, e a menor persistência do que a prevista para esse componente pode trazer surpresa aos investidores (Sloan, 1996). Assim, a partir da expectativa viesada, empresas com altos patamares de *accruals* obtêm retornos anormais negativos e empresas com baixos patamares de *accruals* obtêm retornos anormais positivos (DeFond & Park, 2001). A partir disso, os retornos baseados nessas anomalias podem ser influenciados por aspectos políticos e a decorrente incerteza (Mbangwa, Jones & Hoelscher, 2019). Isso porque, se os participantes do mercado realmente são sensíveis às incertezas políticas, é mais plausível que eles mantenham expectativas diferentes na presença de incerteza, de forma a responder às possíveis mudanças nos resultados esperados (Goodell, McGee & McGroarty, 2020).



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

No mercado de ações brasileiro, Hillier e Loncan (2019) analisam a incerteza de política econômica e o retorno das ações a partir do vazamento na mídia de uma ligação do então presidente do Brasil e um empresário em maio de 2017. Além disso, os autores testam se as conexões políticas e a exposição ao capital estrangeiro também influenciam a forma em que a incerteza afeta os retornos. Os resultados indicam que o efeito da incerteza política sobre os retornos das ações é mais forte para empresas politicamente conectadas e também para empresas mais expostas ao capital estrangeiro (Hillier & Loncan, 2019).

Ainda no mercado brasileiro, Quinteiro, Medeiros e Niyama (2020) também estudam o risco de incerteza econômica, mas com dados mais abrangentes, compreendendo a criação de carteiras no período de junho de 2009 a dezembro de 2018. Os autores objetivam testar um modelo de avaliação da incerteza política a partir do Modelo de Cinco-Fatores de Fama e French (2015). No estudo são utilizadas duas métricas para a incerteza política, o Índice de Incerteza Econômica da Fundação Getúlio Vargas e o índice EPU de Baker, Bloom e Davis (2016). Os resultados indicaram que os coeficientes dos fatores de incerteza foram significativos em cerca de 75% dos portfólios, o que indica a possibilidade de uso do modelo para compreender os efeitos da incerteza no mercado de ações brasileiro (Quinteiro, Medeiros & Niyama, 2020).

Diferentemente dos estudos apresentados, a proposta deste artigo é avaliar os efeitos da incerteza política sobre os retornos anormais dos *accruals* no mercado acionário brasileiro, com vistas a identificar se os retornos das ações se modificam em ambientes de incerteza e qual a magnitude dessas influências.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Delimitação amostral

A população do estudo é composta por todas as empresas listadas no mercado acionário brasileiro. Porém, a amostra se restringiu às empresas não financeiras cujos dados estavam disponíveis no banco de dados Economatica entre os anos de 2010 e 2019, formando, assim, um painel desbalanceado. A decisão de se iniciar o estudo com dados de 2010 é devido a convergência do Brasil às normas internacionais de Contabilidade (Gelbcke, Santos, Iudícibus & Martins, 2018).

#### 3.2 Procedimentos em séries temporais

Com base na técnica de séries temporais, inicialmente, foram estimados dois modelos com dados mensais para determinação dos retornos anormais devido aos *accruals* no mercado acionário brasileiro, ou seja, para a construção da variável dependente do modelo final. Para estimar os modelos de séries temporais, seguiu-se os procedimentos apresentados por Moreira (2018), com definições operacionais expostas a seguir.

Os retornos continuamente compostos foram calculados mensalmente, conforme fórmula descrita na Equação 1:

$$ret_{i,t} = \left( \log \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) * 100 \quad (1)$$

Em que:

*P*: preço da ação; *i*: empresas; *t*: tempo em anos.



Para estimar os *accruals* utilizou-se o enfoque pela Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), em que os lucros contábeis representam a soma entre os *accruals* e os fluxos de caixa gerados pela empresa em um determinado período. Os *accruals*, portanto, foram estimados pela diferença entre o lucro operacional e o fluxo de caixa operacional, conforme a Equação 2.

$$accruals_{i,t} = lucro\ operacional_{i,t} - fluxo\ de\ caixa\ operacional_{i,t} \quad (2)$$

Ressalta-se que como os *accruals* estavam em uma base anual, para determinar os dados mensais, conforme Moreira (2018), os dados foram ponderados pelo Valor de Mercado da firma. Desta forma, para cálculo dos retornos anormais, na primeira regressão, cada ativo individual foi regredido contra os fatores originais do modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que estabelece o retorno esperado de uma ação em função de um retorno livre de risco e de um prêmio de risco. Formalmente, essa relação pode ser expressa conforme Equação 3.

$$(ret_t - Rf_t) = \beta_0 + \beta_1(Rm_t - Rf_t) \quad (3)$$

Em que:

$(ret - Rf)$ : excesso de retorno;

$(Rm - Rf)$ : prêmio pelo risco;

$Rf$ : taxa livre de risco (Selic);

$Rm$ : retorno do mercado.

A segunda regressão foi a do próprio ativo contra os fatores originais mais o fator *accruals* (Acc), essa relação é expressa na Equação 4.

$$(ret_t - Rf_t) = \alpha_0 + \alpha_1(Rm_t - Rf_t) + \alpha_2 Acc_t \quad (4)$$

As equações 4 e 5 resultaram em um intercepto, o retorno anormal dos fatores originais e dos fatores originais com o fator Acc, para cada empresa em cada período. A informação restante no intercepto pode ser interpretada como aquela que não foi explicado pelos fatores incluídos no modelo. Assim, tem-se a Equação 5:

$$Ret\widehat{An}Acc_t = \beta_0 - \alpha_0 \quad (5)$$

Em que a diferença de  $\beta_0$  e  $\alpha_0$  refere-se ao retorno anormal daquele ativo, naquele período, que é explicada pelo fator Acc, ou seja, e o retorno anormal devido aos *accruals*.

Ressalta-se que para testar a presença da anomalia dos *accruals* os procedimentos anteriores também foram aplicados em carteiras igualmente ponderadas pelo número de empresas, ordenadas por valores absolutos decrescentes de *accruals*. Desta forma, foram criadas 8 carteiras devidamente ponderadas em que cada carteira foi composta pelos retornos médios dos ativos selecionados para compor cada carteira, rebalanceada anualmente, formando uma série temporal, assim como em Moreira (2018).

De acordo com exposto, o fator Acc foi utilizado para o cálculo dos retornos anormais, a serem utilizados na análise dos dados em painel e para testar a anomalia dos *accruals* de forma geral.

### 3.3 Modelagem de dados em painel

Para analisar a relação entre a incerteza política no mercado acionário brasileiro e a anomalia dos *accruals* no período de 2010 a 2019, os dados foram estruturados em um painel desbalanceado, sendo que o modelo original utilizado é apresentado na Equação 6:

$$Ret\widehat{An}Acc_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 EPU_t + \gamma_2 End_{i,t} + \gamma_3 LPA_{i,t} + \gamma_4 MTB_{i,t} + \gamma_5 ROA_{i,t} + \gamma_6 Tam_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Em que:

 $Ret\widehat{An}\widehat{Acc}_{i,t}$ : corresponde retorno anormal devido aos *accruals* da empresa *i* no instante *t*; $EPU_t$ : incerteza política do país no instante *t*; $End_{i,t}$ : Endividamento da empresa *i* no instante *t*; $LPA_{i,t}$ : Lucro por ação da empresa *i* no instante *t*; $MTB_{i,t}$ : *Market-to-book* da empresa *i* no instante *t*; $ROA_{i,t}$ : retorno sobre o ativo da empresa *i* no instante *t*; $Tam_{i,t}$ : tamanho da empresa *i* no instante *t*; $\varepsilon_{i,t}$ : termo de erro.

Em relação a variável de interesse, incerteza da política econômica, esclarece que esta trata-se de um fato não-observável. Desta forma, Baker, Bloom e Davis (2016) desenvolveram a *proxy Economic Policy Uncertainty Index* (EPU), originalmente composta pelos fatores i) frequência de notícias com palavras-chaves relacionadas a incerteza política; ii) número de legislações prestes a expirar; iii) erros de previsão com gastos públicos e índices de inflação. Assim, o índice que originalmente foi desenvolvido para o contexto estadunidense foi expandido para outras economias, sendo que para o Brasil esse índice é calculado mensalmente, com série histórica iniciada em janeiro de 1991.

Para o mercado brasileiro, o EPU se fundamenta apenas na frequência de notícias relacionadas a incerteza política do país, vinculadas ao meio de comunicação do jornal Folha de São Paulo. Por meio deste jornal, o índice é composto por notícias em que se aparece os seguintes termos “incerto”, “incerteza”, “econômico” e “economia” relacionados aos termos “regulação”, “déficit”, “orçamentos”, “imposto”, “banco central”, “alvorada”, “planalto”, “congresso”, “senado”, “câmara dos deputados”, “legislação”, “lei” e “tarifa”.

Assim, para mensurar a incerteza de política econômica brasileira para o período analisado, o índice mensal divulgado foi anualizado conforme Constantinescu, Mattoo e Ruta (2019), em que para cada período calculou-se a média do índice EPU de janeiro a dezembro, conforme Equação 7:

$$EPU_t = \frac{\sum_{m=1}^{12} EPU}{12} \quad (7)$$

Na Figura 1 é apresentada uma visão global das características que foram consideradas como variáveis de controle do estudo, explicitando sua operacionalização.

Variáveis	Sigla	Operacionalização
Endividamento	End	$\frac{Passivo_{i,t}}{Ativo_{i,t}}$
Lucro por ação	LPA	$\frac{Lucro_{i,t}}{QTD\ de\ ações_{i,t}}$
<i>Market to book</i>	MTB	$\frac{Valor\ de\ Mercado_{i,t}}{Patrimônio\ Líquido_{i,t}}$
Retorno sobre Ativo	ROA	$\frac{Lucro\ Operacional_{i,t}}{Ativo_{i,t}}$
Tamanho	Tam	$Ln(Ativo_{i,t})$

Figura 1 – Variáveis de Controle



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Por fim, ressalta-se que para escolha do modelo mais adequado para a estimação dos dados em painel, foram realizados testes que comparam os dados empilhados. Dessa forma, foram realizados os seguintes testes: Teste F de Chow para comparação entre *pooled ordinary least squares* e efeitos fixos; Teste de *Lagrange multiplier* de Breush-Pagan para a comparação entre *pooled ordinary least squares* e efeitos aleatórios; e o Teste de Hausmann para a comparação entre efeitos aleatórios e efeitos fixos (Fávero, 2013).

Para verificar a adequabilidade do modelo proposto, foram executados os seguintes testes de validação de pressupostos: Teste F/Wald, *Variance Inflation Factor* (VIF), teste de Wooldridge e teste de Wald modificado. E para garantir a adequabilidade do modelo foi aplicada a estimação por Erros-Padrão Robustos Clusterizados (Gujarati & Porter, 2011, Fávero, 2013). Adicionalmente, com o intuito de reduzir o efeito de *outliers* na amostra, foi utilizada a técnica de *Winsor* para *outliers*, sendo que as variáveis representativas do modelo foram *winsorizadas* a 1%.

#### 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Dado que o objetivo desta pesquisa foi analisar a influência da incerteza de política econômica sobre os retornos anormais dos *accruals* no mercado de ações brasileiro, inicialmente buscamos comprovar a existência da anomalia. Para isso, foram estimadas séries temporais do período de 01/01/2010 a 31/12/2019, segregadas em oito carteiras dispostas por ordem de magnitude desses *accruals*, resultado nas séries completas a seguir.

Na Tabela 1 é apresentado o resultado das séries temporais do modelo CAPM tradicional pela amostra já descrita, com estimações para cada uma das carteiras. Foi possível constatar a significância do modelo para as carteiras em questão, as quais ainda possuíam um coeficiente de determinação –  $R^2$  próximo a 50%. Nota-se que todos os coeficientes, bem como os interceptos foram significativos a 1%, além da estatística do teste F de significância global do modelo. Esse resultado aponta o bom ajuste na aplicação do CAPM nessa amostra do cenário brasileiro.

Tabela 1 – Séries temporais para o modelo CAPM

	Variável Dependente							
	Cart. 1	Cart. 2	Cart. 3	Cart. 4	Cart. 5	Cart. 6	Cart. 7	Cart. 8
Rm	1,19576*** (0,11855)	1,21822*** (0,11404)	1,15852*** (0,12236)	1,15555*** (0,11974)	1,22822*** (0,11918)	1,17555*** (0,12150)	1,1659*** (0,1222)	1,16296*** (0,11790)
Constante	0,74668*** (0,09571)	0,76524*** (0,09207)	0,71037*** (0,09879)	0,70964*** (0,09667)	0,76933*** (0,09622)	0,72539*** (0,09809)	0,7157*** (0,0987)	0,71202*** (0,09519)
Obs.	118	118	118	118	118	118	118	118
R <sup>2</sup>	0,4651	0,4938	0,4338	0,4432	0,4758	0,4445	0,4374	0,454
R <sup>2</sup> aj.	0,4605	0,4894	0,429	0,4385	0,4713	0,4397	0,4326	0,4494
F	101,7***	114,1***	89,65***	93,14***	106,2***	93,62***	90,95***	97,29***

Notas: \*\*\*sig=1%; \*\*sig=5%; \*sig=10%.

Na segunda etapa, foram estimadas séries temporais do modelo CAPM incluindo o fator de *accruals*, mensurado pela diferença do lucro operacional e o fluxo de caixa, ponderada pelo valor de mercado. Observa-se, na Tabela 2, que os coeficientes dos retornos de mercado e os interceptos se mantiveram significativos ao nível de 1%. Além disso, o fator *accruals* também foi significativo para todas as carteiras em análise, o que indica a contribuição dos *accruals* para explicar os retornos das carteiras construídas.



Tabela 2 – Séries temporais para o modelo CAPM com accruals

	Variável Dependente							
	Cart. 1	Cart. 2	Cart. 3	Cart. 4	Cart. 5	Cart. 6	Cart. 7	Cart. 8
Rm	1,24450*** (0,10913)	1,26461*** (0,10519)	1,20628*** (0,11374)	1,20542*** (0,10992)	1,27920*** (0,10880)	1,2270*** (0,1112)	1,21958*** (0,11094)	1,21059*** (0,10890)
Accruals	1,99929*** (0,41443)	1,90297*** (0,39949)	1,95922*** (0,43196)	2,04592*** (0,41746)	2,09143*** (0,41318)	2,1094*** (0,4222)	2,20179*** (0,42132)	1,95393*** (0,41358)
Constante	0,80806*** (0,08864)	0,82367*** (0,08545)	0,77053*** (0,09239)	0,77247*** (0,08929)	0,83354*** (0,08837)	0,7902*** (0,0903)	0,78335*** (0,09012)	0,77201*** (0,08846)
Obs.	118	118	118	118	118	118	118	118
R <sup>2</sup>	0,5545	0,5766	0,5191	0,5387	0,5706	0,5429	0,5446	0,5421
R <sup>2</sup> aj.	0,5468	0,5693	0,5108	0,5308	0,5632	0,535	0,5367	0,5342
F	72,19***	78,98***	62,61***	67,74***	77,08***	68,88***	69,36***	68,67***

Notas: \*\*\*sig=1%; \*\*sig=5%; \*sig=10%.

Assim, foi possível constatar a existência da anomalia dos *accruals* no mercado de ações brasileiro, indicando que o fator *accruals* contribuiu para a explicação dos retornos de todas as carteiras construídas neste estudo, ou seja, com maiores ou menores níveis de *accruals*. Esse resultado também foi encontrado por Moreira (2018) para carteiras brasileiras. A autora também faz a construção de oito carteiras para análise da significância dos *accruals* na precificação de ativos, e encontra significância estatística para sete delas (Moreira, 2018).

A partir da confirmação da existência de anomalia dos *accruals* no mercado acionário brasileiro, parte-se para a análise da relação entre essa anomalia e a incerteza de política econômica. Para isso, consta a seguir, na Tabela 3, as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo de regressão final. Destaca-se que as variáveis deste estudo, descritas a seguir, foram todas *winsorizadas* a 1%.

Tabela 3 – Estatísticas Descritivas

Variáveis	Observação	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
RetAnACC	797	7,0699	1,2350	3,1007	9,5717
EPU	797	186,8550	81,43342	92,77656	346,4901
End	797	0,0164	0,0861	-0,4504	0,4737
LPA	797	-3,5720	38,0837	-367,0165	25,5239
MTB	797	0,8911	0,9294	0,0612	5,3916
ROA	797	0,0427	0,0833	-0,2776	0,3329
Tam	797	15,1766	1,6173	10,9113	19,7127

Notas: RetAnACC: retorno anormal devido aos *accruals*; EPU: incerteza política; End: endividamento; LPA: lucro por ação; MTB: *market-to-book*; ROA: retorno sobre o ativo; Tam: tamanho.

A regressão final que avaliou os efeitos da incerteza de política econômica sobre a anomalia dos *accruals* foi estimada considerando efeitos fixos com erros padrão robustos clusterizados. A decisão por efeitos fixos foi fundamentada nos testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman, conforme apresentado na Tabela 4. Além disso, o modelo de efeitos fixos apresentou problemas de autocorrelação serial e a heterocedasticidade nos resíduos do modelo. Dessa forma, o modelo final foi estimado com erros padrão robustos clusterizados a fim de gerar uma estimativa mais confiável considerando estes problemas.

Os resultados do modelo de regressão final estimado são apresentados na Tabela 4. Constatou-se que a relação de interesse deste estudo foi significativa e negativa para esta amostra, indicando que maiores níveis de incerteza de política econômica influenciam para que haja menores retornos anormais devido à anomalia dos *accruals*. Dessa forma, constata-se que a incerteza de política econômica é um fator chave para a precificação dos ativos no mercado acionário. Um aumento dessa incerteza gera dúvidas quanto às perspectivas econômicas das empresas com relação aos lucros futuros ou à reversão dos *accruals* de anos anteriores,



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

ajustando as expectativas dos investidores. Esses resultados empíricos são consistentes com os estudos de Antonakakis, Chatziantoniou e Filis (2013), Brogaard e Detzel (2015) e Arouri *et al.* (2016) no mercado norte-americano; de Chen e Chiang (2020), no mercado chinês; como também em países do G7 (Chiang, 2019) e de diversos outros países (Cristou *et al.*, 2017).

Apesar disso, há que se destacar que determinantes tradicionais da anomalia dos *accruals* (Moreira, Lima & Góis, 2019), como o endividamento, o lucro por ação, o *market-to-book* e a rentabilidade sobre os ativos, não foram significativos neste estudo, assim como o intercepto do modelo. Já o tamanho (mensurado pelo logaritmo natural dos ativos totais das empresas) apresentaram sinal positivo e estatisticamente significativo. Maiores empresas tendem, portanto, a apresentar maiores níveis de retornos anormais considerando o fator de *accruals*.

**Tabela 4 – Estimativas Longitudinais – Retorno Anormal dos Accruals e Incerteza de Política Econômica**

$$RetAnAcc_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 EPU_t + \gamma_2 End_{i,t} + \gamma_3 LPA_{i,t} + \gamma_4 MTB_{i,t} + \gamma_5 ROA_{i,t} + \gamma_6 Tam_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variáveis Explicativas	Coefficiente angular	Erros-Padrão Robustos	P-valor
EPU	-0,0042***	0,0004	0,0000
End	0,1107	0,5826	0,8490
LPA	-0,0038	0,0027	0,1580
MTB	0,0274	0,0761	0,7180
ROA	0,4830	1,0055	0,6320
Tam	0,3055***	0,1399	0,0300
Constante	3.1628	2,1227	0,1380
Testes de Validação		Estatística	P-valor
Número Observações		797	
F		F(6,171) = 19,12	0,0000
Estatística VIF		1,13	
Teste de Chow		F(171, 619) = 1,76	0,0000
Teste de Breusch-Pagan		chibar2(01) = 26,50	0,0000
Teste de Hausman		chi2(6) = 11,52	0,0736
Teste de Autocorrelação		F(1, 91) = 8,791	0,0039
Teste de Heterocedasticidade		chi2 (172) = 3.7e+29	0,0000

Notas: EPU: incerteza política; End: endividamento; LPA: lucro por ação; MTB: *market-to-book*; ROA: retorno sobre o ativo; Tam: tamanho.

\*\*\*sig=1%; \*\*sig=5%; \*sig=10%.

Considerando os resultados incipientes deste estudo, é possível sugerir que o cenário político e governamental brasileiro possa produzir um efeito adverso no retorno das ações considerando a expectativa do componente de *accruals* dos resultados das empresas. Assim, notícias que envolvam aspectos políticos econômicos, bem como possíveis alterações nas legislações ou em previsões de taxas de inflação seriam capazes de gerar mudanças na expectativa dos investidores, influenciando a opção por compra ou venda de ações dado esse fator de incerteza.

#### 4.1 Teste de Robustez

A fim de testar a robustez do modelo (Equação 6), utilizou-se de outro índice, o Indicador de Incerteza Econômica no Brasil (IIR-Br). O indicador desenvolvido por Ferreira, Oliveira, Lima e Barros (2017) é constituído pela combinação de informações de três medidas de incerteza, quais sejam: frequência de notícias com menção à incerteza econômica em jornais de grande circulação, dispersão das previsões do mercado e volatilidade do mercado de ações. Desta forma, o índice complementar ao EPU, mensalmente divulgado e fortemente relacionado



com os momentos de grande incerteza vividos pelo país no passado, foi também anualizado, conforme procedimentos de Constantinescu, Mattoo e Ruta (2019), descritos na Equação 7.

Ao verificar as hipóteses de robustez econométrica o modelo preferível foi estimado considerando efeitos fixos. A decisão por efeitos fixos foi fundamentada nos testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman, conforme apresentado na Tabela 5. Além disso, constatou-se problemas de autocorrelação serial e a heterocedasticidade nos resíduos do modelo. Dessa forma, o modelo final foi estimado com erros padrão robustos clusterizados a fim de gerar uma estimativa mais confiável considerando estes problemas.

**Tabela 5 – Estimativas Longitudinais – Retorno Anormal dos *Accruals* e Incerteza da Economia Brasil**

$$RetAnAcc_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 IIEBr_t + \gamma_2 End_{i,t} + \gamma_3 LPA_{i,t} + \gamma_4 MTB_{i,t} + \gamma_5 ROA_{i,t} + \gamma_6 Tam_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variáveis Explicativas	Coefficiente angular	Erros-Padrão Robustos	P-valor
IIEBr	-0,0433***	0,0046	0,000
End	-0,0249	0,6080	0,967
LPA	-0,0033	0,0027	0,229
MTB	-0,0423	0,0743	0,569
ROA	0,5061	0,9925	0,611
Tam	0,4813***	0,1424	0,001
Constante	4,3222***	2,0650	0,038
Testes de Validação	Estatística	P-valor	
Número Observações	797		
F	F(6,171) = 17.90	0,0000	
Estatística VIF	1,13		
Teste de Chow	F(171, 619) = 1.83	0,0000	
Teste de Breusch-Pagan	chibar2(01) = 28.12	0,0000	
Teste de Hausman	chi2(6) = 17.76	0,0069	
Teste de Autocorrelação	F(1, 91) = 4.478	0,0371	
Teste de Heterocedasticidade	chi2 (172) = 9.2e+32	0,0000	

Notas: IIEBr: indicador de incerteza da economia Brasil; End: endividamento; LPA: lucro por ação; MTB: *market-to-book*; ROA: retorno sobre o ativo; Tam: tamanho.

\*\*\*sig=1%; \*\*sig=5%; \*sig=10%.

Por meio da Tabela 5, verifica-se que os dados corroboram os achados da Tabela 4. Isso porque o IIE-Br apresenta relação significativa e negativa para esta amostra, indicando, assim como o EPU, que maiores níveis de incerteza da economia brasileira influenciam para que haja menores retornos anormais devido à anomalia dos *accruals*.

## 5 CONCLUSÕES

O risco e a incerteza são características percebidas como fatores importantes para as decisões de investimento, afetando os possíveis excessos de retornos das ações no mercado. Dessa forma, este artigo apresentou uma estrutura a fim de verificar a relação entre a incerteza de política econômica e os retornos anormais dos *accruals* no mercado acionário brasileiro.

Os resultados empíricos do estudo sugerem a existência de anomalia dos *accruals* no ambiente brasileiro, sendo o fator proveniente desses *accruals* significativo para explicar a precificação dos ativos em diferentes carteiras. Além disso, foi possível verificar relação negativa entre a incerteza de política econômica e a anomalia dos *accruals*, confirmando a pressuposição de que a incerteza é capaz de afetar a percepção sobre os lucros futuros das empresas. Esses resultados são consistentes com o fato de que aumentos na incerteza de política econômica podem induzir investidores a vender ações, reduzindo os preços das ações e, conseqüentemente, seus retornos. Apesar disso, investidores racionais poderiam colher prêmios



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

de incerteza conforme houvesse recuperação dos preços em momentos seguintes. Com isso, investidores que comprem ações no momento de altas incertezas também seriam passíveis de receber os mesmos prêmios de incerteza.

A incerteza de política econômica, portanto, pode ser considerada um tópico importante para a academia e para entidades formuladoras de políticas, bem como a análise dos impactos dos retornos nos mercados de ações. Assim, os resultados deste estudo podem ser úteis para esses formuladores e para os investidores nos mercados financeiros, a fim de melhorar a estabilidade de implementação de políticas e evitar flutuações anormais nos mercados acionários, além de sugerir estratégias de investimento com perspectivas baseadas na incerteza política.

Ressalta-se, que, apesar de não ter sido foco deste estudo, os retornos das ações no mercado brasileiro podem ser sensíveis não apenas às próprias incertezas do mercado interno, mas também às incertezas provenientes de outros mercados. Essa possível influência poderia ser investigada em estudos futuros. Além disso, sugere-se que se possa utilizar de outras medidas de incerteza dispostas na literatura, bem como a utilização de outros modelos de precificação, a fim de testar a manutenção dos resultados.

O trabalho demonstra a persistência da anomalia documentada por Sloan (1996) no mercado brasileiro. Pesquisas que documentam evidências contrárias à hipótese de mercados eficientes permitem a compreensão dos usuários acerca do funcionamento de mercado de capitais, auxiliando na correta alocação de recursos. A persistência da anomalia dos *accruals* no período de 2010 à 2019 destaca a necessidade de se avaliar a fundo seu efeito. Portanto, indica-se a realização de pesquisas subsequentes que capturem proxies alternativas adicionais dos *accruals*, desagregando-o diante de diferentes níveis de persistência. Em outras palavras, a anomalia pode estar associada a uma porção específica dos *accruals*, como, por exemplo, a parte discricionária, e essa segregação pode gerar interpretações interessantes acerca dos efeitos sobre a lucratividade e retorno futuro das empresas.

Ressalta-se, que, apesar de não ter sido foco deste estudo, os retornos das ações no mercado brasileiro podem ser sensíveis não apenas às próprias incertezas do mercado interno, mas também às incertezas provenientes de outros mercados. Essa possível influência poderia ser investigada em estudos futuros. Ponto chave em qualquer estudo sobre anomalias financeiras é a métrica para estimação de retornos normais/anormais, em que todas as diferentes abordagens são permeadas de vantagens e limitações. Portanto, destaca-se a necessidade de estudos posteriores que empreguem *proxies* alternativas para o retorno esperado dado o nível de risco, com a utilização de outros modelos de precificação, a fim de testar a manutenção dos resultados, em destaque, modelos multifatoriais.

Além das incertezas de política econômica, captadas pelo índice *Economic Policy Uncertainty* – EPU, criado por Baker, Bloom e Davis (2016), sugere-se pesquisas adicionais que analisem referido indicador com métricas adicionais que capturem o nível de volatilidade do mercado ou a percepção de risco pelo investidor, como o índice de sentimento do investidor (Baker & Wurgler, 2006; Livnat & Petrovits, 2019) e índices de percepção dos investidores acerca do estado da economia (Veronesi, 1999; Conrad, Cornell and Landsman, 2002).

Ainda, a compreensão da anomalia de *accruals* pode ser ampliada a partir da avaliação do seu comportamento frente a outros fenômenos existentes, controlando, por exemplo, o efeito momento e/ou o nível de investimento da firma. Em especial, destaca-se a necessidade de pesquisas no mercado brasileiro de outra anomalia contábil documentada na literatura internacional, conhecida como Post-earnings-announcement drift – PEAD, bem como sua interrelação com os demais fatores levantados.



Recentes alterações no mercado de capitais brasileiro evidenciam ainda mais a necessidade de se compreender todas as transformações ocorridas no período da pandemia, explicitando a necessidade de a literatura da área ser revisitada e reanalisada. Isso porque as mudanças abruptas na economia brasileira e no mercado acionário geraram mudanças estruturais profundas, reduzindo o poder de extrapolação de evidências passadas para cenários subsequentes.

## REFERÊNCIAS

- Agência Brasil (2021). Entenda como a Selic baixa pode influenciar seu bolso. <<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2020/06/29/entenda-como-a-selic-baixa-pode-influenciar-seu-bolso.htm?cmpid=copiaecola>>.
- Antonakakis, N., Chatziantoniou, I., & Filis, G. (2013). Dynamic co-movements of stock market returns, implied volatility and policy uncertainty. *Economics Letters*, 120(1), 87-92.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593-1636.
- Ball, R. (1992). The earnings-price anomaly. *Journal of Accounting and Economics*, 15 (2-3), 319-345.
- Beer, F. Hamdi, B. & Zouaoui, M. (2018). Investors' sentiment and accruals anomaly: European evidence. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(4), 500-517.
- Bonsall IV, S. B., Green, J., & Muller III, K. A. (2020). Market uncertainty and the importance of media coverage at earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 69(1), 101264.
- Brav, A., & Heaton, J. B. (2002). Competing theories of financial anomalies. *The Review of Financial Studies*, 15(2), 575-606.
- Brogaard, J., & Detzel, A. (2015). The asset-pricing implications of government economic policy uncertainty. *Management Science*, 61(1), 3-18.
- Chen, X., & Chiang, T. C. (2020). Empirical investigation of changes in policy uncertainty on stock returns—Evidence from China's market. *Research in International Business and Finance*, 53, 101183.
- Chiang, T. C. (2019). Economic policy uncertainty, risk and stock returns: Evidence from G7 stock markets. *Finance Research Letters*, 29(C), 41-49.
- Christou, C., Cunado, J., Gupta, R., & Hassapis, C. (2017). Economic policy uncertainty and stock market returns in PacificRim countries: Evidence based on a Bayesian panel VAR model. *Journal of Multinational Financial Management*, 40, 92-102.
- Conrad, J., Cornell, B., & Landsman, W. R. (2002). When is bad news really bad news?. *The Journal of Finance*, 57(6), 2507-2532.
- Constantinescu, C., Mattoo, A., & Ruta, M. (2019). Policy uncertainty, trade, and global value chains: Some facts, many questions. *The World Bank*.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

- DeFond, M. L., & Park, C. W. (2001). The reversal of abnormal accruals and the market valuation of earnings surprises. *The accounting review*, 76(3), 375-404.
- Du, Q., Wang, Y., & Wei, K. J. (2020). Does cash-based operating profitability explain the accruals anomaly in China?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 61, 101336.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of financial economics*, 116(1), 1-22.
- Fávero, L. P. L. (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *Brazilian Business Review*, 10(1), 131-156.
- Ferreira, P. C., de Oliveira, I. C., Lima, L. F., & Barros, A. (2017). Medindo a incerteza econômica no Brasil. *FGV Digital Repository*.
- Gelbcke, E. R.; Santos, A.; Iudícibus, S. & Martins, E. (2018). *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC*. (3a ed.). São Paulo: Atlas.
- Gujarati, D. & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica* (5a. ed.) Porto Alegre: AMGH.
- Hillier, D., & Loncan, T. (2019). Political uncertainty and stock returns: evidence from the Brazilian political crisis. *Pacific-Basin Finance Journal*, 54, 1-12.
- LaFond, R. (2005). Is the Accrual Anomaly a Global Anomaly? *MIT Sloan Research*, 4555(05), Recuperado de: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.782726>
- Livnat, J., & Petrovits, C. (2019). Investor Sentiment, Post-Earnings Announcement Drift, and Accruals. *The Journal of Applied Business and Economics*, 21(8), 67-80.
- Malkiel, B. G., & Fama, E. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Mbanga, C., Jones, J. S., & Hoelscher, S. A. (2019). The impact of politics and economic policy uncertainty on anomaly-based investment strategies. *Managerial Finance*, 45(5), 654-670.
- Mnasri, A., & Essaddam, N. (2020). Impact of US Presidential Elections on Stock Markets' Volatility: Does Incumbent President's Party Matter?. *Finance Research Letters*, 101622.
- Moreira, J. C. C. (2018). Efeito dos aspectos institucionais na anomalia dos *accruals* na América Latina (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, SP, Brasil. doi:10.11606/T.12.2018.tde-12062018-164319.
- Moreira, J. C. C., Lima, G. A., & Góis, A. D. (2019). Effects of institutional factors on the accruals anomaly in Latin America. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 36, 100269.
- Niederhoffer, V., Gibbs, S., & Bullock, J. (1970). Presidential elections and the stock market. *Financial Analysts Journal*, 26(2), 111-113.
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *The journal of Finance*, 67(4), 1219-1264.
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of financial Economics*, 110(3), 520-545.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

- Quinteiro, L. G. L., Medeiros, O. R., & Niyama, J. K. (2020). Modelo de Cinco-Fatores de Fama e French e o risco de incerteza econômica no mercado acionário brasileiro. *GCG: revista de globalización, competitividad y gobernabilidad*, 14(1), 116-134.
- Richardson, S., Tuna, I., & Wysocki, P. (2010). Accounting anomalies and fundamental analysis: A review of recent research advances. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 410-454.
- Schwert, G. W. (2003). Anomalies and market efficiency. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 939-974.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?. *Accounting review*, 289-315.
- Smales, L. A. (2020). Examining the relationship between policy uncertainty and market uncertainty across the G7. *International Review of Financial Analysis*, 71, 101540.
- Takamatsu, R. T.; Favero, L. P. L. (2013). Accruals, persistence of profits and stock returns in Brazilian public companies.. *Modern Economy*, 4,109-118.
- Trung, N. B. (2019). The spillover effect of the US uncertainty on emerging economies: a panel VAR approach. *Applied Economics Letters*, 26(3), 210-216.
- Veronesi, P. (1999). Stock Market Overreaction to Bad News in Good Times: A Rational Expectations Equilibrium Model. *The Review of Financial Studies*, 12(5), 975-1007.
- World Health Organization (2020). *Coronavirus disease (COVID-19) pandemic*. S.I. 2020. Recuperado de: <[https://www.who.int/emergencies/diseases/novel-coronavirus-2019?gclid=EAIaIQobChMIi9iHhu3B6wIVxIGRCh2k1gvNEAAYASAAEgJpbfD\\_BwE](https://www.who.int/emergencies/diseases/novel-coronavirus-2019?gclid=EAIaIQobChMIi9iHhu3B6wIVxIGRCh2k1gvNEAAYASAAEgJpbfD_BwE)>.