



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão Pública (FACE)

Departamento de Ciências Contábeis e Atuarias (CCA)

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCont)

Luiz Ricardo da Costa

*A relação entre a Incerteza sobre a Política Econômica e a ocorrência de Conservadorismo  
Condicional nas Companhias Brasileiras.*

Brasília – DF

2023

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura

**Reitora da Universidade de Brasília**

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen

**ViceReitor da Universidade de Brasília**

Professor Doutor Lucio Remuzat Rennó Junior

**Decano de PósGraduação**

Professor Doutor José Márcio Carvalho

**Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas  
Públicas**

Professor Doutor Sérgio Ricardo Miranda Nazaré

**Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais**

Professor Doutor Jomar Miranda Rodrigues

**Coordenador do Programa de PósGraduação em Ciências Contábeis**

Luiz Ricardo da Costa

*A relação entre a Incerteza sobre a Política Econômica e a ocorrência de Conservadorismo  
Condicional nas Companhias Brasileiras.*

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão Pública da Universidade de Brasília como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de concentração: Mensuração contábil

Linha de pesquisa: Contabilidade e Mercado financeiro.

Orientador: Profa. Dra. Danielle Montenegro Salamone Nunes

Brasília, DF  
2023

## Ficha catalográfica

COSTA, LUIZ RICARDO

A relação entre a Incerteza sobre a Política Econômica e ocorrência de Conservadorismo Condicional nas Companhias Brasileiras. / LUIZ RICARDO COSTA; orientador Danielle Montenegro Salamone Nunes. -- Brasília, 2023.

75 p.

Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) --  
Universidade de Brasília, 2023.

1. Incerteza Sobre a Política Econômica. 2. Conservadorismo Condicional. 3. Empresas Brasileiras. I. Nunes, Danielle Montenegro Salamone, orient. II. Título.

Luiz Ricardo da Costa

*A relação entre a Incerteza sobre a Política Econômica e a ocorrência de Conservadorismo  
Condicional nas Companhias Brasileiras.*

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão Pública da Universidade de Brasília como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de concentração: Mensuração contábil

Linha de pesquisa: Contabilidade e Mercado financeiro.

Orientador: Profa. Dra. Danielle Montenegro Salamone Nunes

Banca examinadora

---

**Prof. Dr. Antonio Lopo Martinez**  
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino  
Membro externo

---

**Profa. Dra. Danielle Montenegro Salamone Nunes**  
Universidade de Brasília  
Presidente da banca

---

**Prof. Dr. Jomar Miranda Rodrigues**  
Universidade de Brasília  
Membro interno

## **Agradecimentos**

Durante esta jornada da pós-graduação, inúmeras pessoas contribuíram para que eu chegasse até aqui e sinto-me profundamente grato por cada uma delas. Em primeiro lugar, expresso minha gratidão a Deus, cuja bondade e generosidade são evidentes em vários momentos da minha vida.

Gostaria de agradecer especialmente aos meus pais, Luiz Henrique e Santina Gonçalves, pela formação do meu caráter e pelo constante incentivo pela busca do crescimento profissional e acadêmico.

Agradeço também à minha companheira, Tatiana Itokazu, que tem sido uma presença constante e encorajadora ao longo de 14 anos. Sem o seu apoio, eu não teria sido capaz de superar muitos dos desafios que encontrei durante essa jornada. Também gostaria de estender este agradecimento aos meus sogros, Mario e Susana.

Ao longo do curso tive o privilégio de aprender com excelentes professores, assim expresso a minha gratidão ao corpo docente do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade de Brasília, em particular à minha orientadora, professora Dra. Danielle.

No meu ambiente de trabalho recebi muita ajuda e orientações valiosas, especialmente dos meus amigos Pedro Kiefer, que é uma inspiração profissional e pessoal, e Eliezer Sherique, que ofereceu todo o suporte necessário para que eu pudesse me dedicar aos estudos.

Por fim, gostaria de agradecer ao meu amigo, colega de trabalho e de mestrado, Rummenigue Lima, pelo seu companheirismo e apoio, e aos colegas e mestres da 6ª turma do PPGCont/UnB, cuja amizade e sabedoria levarei sempre no coração. Espero que Deus os coloque novamente em meu caminho no futuro.

## Resumo

A presente pesquisa aborda a relação entre incerteza sobre a política econômica e o conservadorismo condicional na contabilidade de empresas brasileiras. A relação explorada surge do potencial que a incerteza política tem para elevar a assimetria de informação entre a administração e outras partes interessadas, ensejando a oportunidade para administradores transferirem riqueza para si mesmos, desviando a atenção da criação de valor para os acionistas. Nesse sentido, a contabilidade conservadora ajuda a controlar essa assimetria ao reduzir a capacidade dos administradores em exagerar as mudanças cumulativas no valor da empresa. Com o objetivo de avaliar a relação entre conservadorismo e incerteza sobre a política econômica foi proposta uma modificação ao modelo de Basu (1997) para acrescentar variáveis que refletem de forma sintética o nível geral de incerteza, os chamados índices de incerteza sobre a política econômica. Este estudo utilizou dois índices de incerteza sobre a política econômica, um desenvolvido por Baker et al. (2016) e outro por Ferreira et al. (2019). Os resultados mostraram diferenças importantes dependendo do índice utilizado. Os modelos baseados no índice de Baker et al. (2016) confirmaram a hipótese de que o aumento da incerteza política está estatisticamente relacionado ao conservadorismo condicional. No entanto, os modelos com base no índice de Ferreira et al. (2019) não corroboraram essa hipótese, demonstrando a importância dos diferentes métodos de construção dos indicadores de incerteza para os resultados. Além disso, foi realizada uma avaliação por meio de gráficos entre os aumentos nos índices de incerteza e os anos de presença de conservadorismo, os resultados foram consistentes com a relação que se espera entre a incerteza e o conservadorismo, mesmo quando utilizando o índice de Ferreira et al. (2019).

Palavras-chave: Incerteza Sobre a Política Econômica; Conservadorismo Condicional; Empresas Brasileiras.

## **Abstract**

This research examines the relationship between uncertainty about economic policy and conditional conservatism in the accounting of Brazilian companies. The explored relationship arises from the potential of political uncertainty to increase information asymmetry between management and other stakeholders, creating an opportunity for managers to transfer wealth to themselves, diverting attention from shareholder value creation. In this regard, conservative accounting helps control this asymmetry by reducing managers' ability to overstate cumulative changes in the company's value. In order to evaluate the relationship between conservatism and uncertainty about economic policy, a modification to Basu's (1997) model was proposed, adding variables that synthetically reflect the overall level of uncertainty, known as economic policy uncertainty indices. This study utilized two economic policy uncertainty indices, one developed by Baker et al. (2016) and another by Ferreira et al. (2019). The results showed significant differences depending on the index used. Models based on Baker et al.'s (2016) index confirmed the hypothesis that increased political uncertainty is statistically related to conditional conservatism. However, models based on Ferreira et al.'s (2019) index did not support this hypothesis, highlighting the importance of different methods in constructing uncertainty indicators for the results. Additionally, a graphical assessment was conducted to examine the relationship between increases in uncertainty indices and the years of conditional conservatism presence, and the results were consistent with the expected relationship between uncertainty and conservatism, even when using Ferreira et al.'s (2019) index.

**Keywords:** Economic Policy Uncertainty; Conditional Conservatism; Brazilian companies.



## Lista de Gráficos

Gráfico 1 - EPU de Baker e Ferreira .....	49
Gráfico 2 – Lucro líquido e retorno com e sem tratamento.....	53
Gráfico 3 – Relação entre as variáveis dependente e explicativas .....	55
Gráfico 4 - EPU Baker et al. (2016) versus Conservadorismo.....	66
Gráfico 5 – EPU Ferreira et al. (2019) versus Conservadorismo .....	69

## Lista de tabelas

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis.....	52
Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis após ajustes.....	54
Tabela 3 - Descrição dos modelos.....	57
Tabela 4 - Resultado do Teste de Chow.....	57
Tabela 5 - Resultado do Teste LM-Breusch-Pagan.....	57
Tabela 6 - Resultado do Teste Hausman.....	58
Tabela 7 - Síntese dos testes para escolha da abordagem de dados em painel.....	58
Tabela 8 - Matriz de correlação.....	58
Tabela 9 – Resultado do teste ADF das variáveis.....	59
Tabela 10 – Teste de normalidade Jarque-Bera.....	59
Tabela 11 - Teste de Durbin-Watson.....	60
Tabela 12 - Teste de heterocedasticidade.....	60
Tabela 13 - Resultados dos modelos de Basu (1997) e relacionados a equação 2.....	62
Tabela 14 - Resultados dos modelos elaborados a partir da equação 3.....	68

## **Lista de quadros**

Quadro 1 – linhas de influência entre a incerteza e a economia.....	22
Quadro 2 – Indicadores de incerteza econômica para o Reino Unido.....	26
Quadro 3 - Descrição da Amostra de Empresas .....	38
Quadro 4 – Etapas para escolha da abordagem de dados em painel .....	46
Quadro 5 – Síntese dos procedimentos estatísticos realizados.....	50
Quadro 6 - Variáveis, tratamento e relação com a pergunta de pesquisa.....	56

## Sumário

1. INTRODUÇÃO .....	13
1.1. Contextualização.....	13
1.2. Problema de pesquisa.....	17
1.3. Objetivos geral e específico .....	17
1.4. Justificativa e relevância .....	18
1.5. Limitações.....	20
2. REFERENCIAL TEORICO .....	21
2.1. Incerteza sobre a política econômica .....	21
2.2. Conservadorismo contábil .....	28
2.3. Incerteza Política e Conservadorismo Contábil.....	32
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	37
3.1. Tipologia.....	37
3.2. Amostra e período de análise.....	37
3.3. Especificação do conservadorismo condicional .....	40
3.4. Relação entre conservadorismo contábil e a incerteza sobre a política econômica (EPU) 42	
3.5. Hipóteses de pesquisa .....	43
3.6. Abordagem de dados em painel e testes econométricos.....	45
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	51
4.1. Os dados e os tratamentos.....	51
4.2. Testes de validação do modelo .....	56
4.3. Interpretação dos resultados.....	61
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	71
REFERÊNCIAS .....	75

## 1. INTRODUÇÃO

### 1.1. Contextualização

Desde 2014, o Brasil tem enfrentado instabilidade econômica e política, tendo experimentado uma das piores recessões econômicas de sua história, com perdas na ordem de 8,6% do PIB (Ferreira et al., 2019).

No âmbito político, a Operação Lava Jato, iniciada em março de 2014, desvendou um esquema de desvio de dinheiro público envolvendo políticos, empresários e funcionários públicos. A operação teve impacto na política brasileira, levando à prisão de diversas personalidades importantes (MPF, 2023). Ainda no campo político, o país passou por um processo de *impeachment* em 2016, em que a presidente Dilma Rousseff foi afastada do cargo. O processo causou polêmica, tendo surgido movimentos anti e pró *impeachment* que tomaram as ruas nos anos de 2015 e 2016 (Costa, 2019).

Nas eleições de 2022 o resultado foi tido como incerto até os últimos instantes da apuração, tendo o presidente eleito vencido com a menor margem para uma eleição presidencial no Brasil desde 1989, primeira eleição após a redemocratização (Pinhoni, 2022).

Polarizações semelhantes ocorreram em outras democracias pelo mundo, a exemplo dos EUA e França, como bem descreve Levitsky e Ziblatt (2018), e das discussões envolvendo o Brexit no Reino Unido, cuja aprovação fez surgir um desafio para o *establishment* político em toda a Europa (Hobolt, 2016)

Segundo os autores Pástor e Veronesi (2013), uma situação econômica mais frágil aumenta as chances de um determinado governo efetuar mudanças nas políticas econômicas com o intuito de proteger o mercado, uma vez que a política atual é normalmente percebida como prejudicial. Entretanto, conforme os autores, o valor dessa proteção é reduzido pelo efeito do aumento do prêmio de risco, decorrente da incerteza dos resultados da nova política.

Para Carrière-Swallow e Céspedes (2013), as economias em desenvolvimento são mais frágeis e têm uma resposta mais contundente e duradoura a choques de incerteza do que os países desenvolvidos. No campo econômico, de um modo geral, países em desenvolvimento apresentam níveis mais elevados de incerteza econômica (Bloom, 2014), consequência direta da maior especialização em setores mais voláteis, como o setor de commodities, níveis elevados de concentração de mercado e choques agregados mais frequentes e mais severos (Koren &

Tenreyro, 2007). Neste sentido, o ambiente destas economias é mais propício a constantes mudanças nas políticas econômicas.

As consequências destas perturbações políticas sobre a contabilidade é um campo fértil de pesquisa, com trabalhos documentando uma relação importante entre a incerteza sobre a política econômica e alterações nas características qualitativas das informações contábeis (Dai & Ngo, 2020; Lafond & Roychowdhury, 2008; El Ghouli et al., 2021; Haque et al., 2019 e Bu et al., 2020).

Uma importante fonte de incerteza política é a incerteza sobre a política econômica que se refere a questões fiscais, monetárias e regulatórias. Espera-se que a condução da política econômica pelos governantes afete os fluxos de caixa das companhias de várias formas, como por exemplo, mudanças nas regras de regulação de setores importantes, mudanças nas regras tributárias, alterações nas políticas de compras governamentais ou nas preferências dos tomadores de decisão que afetem as receitas das empresas, entre outros (Ferreira et al., 2019).

Neste sentido, a incerteza sobre a política econômica leva ao aumento da assimetria de informação entre a administração e outras partes interessadas, como credores e acionistas, uma vez que os administradores têm informações privadas sobre como as mudanças potenciais nas políticas econômicas afetam as posições das empresas (Dai & Ngo, 2021). Os administradores, que tem melhores informações sobre os fluxos de caixa futuros, na ausência do requisito de verificação, podem distorcer as estimativas com vistas a maximizar sua função utilidade, produzindo grandes pagamentos sob a forma de planos de remuneração baseados em lucros (Watts, 2003).

Nestas situações, principalmente nos casos em que existe uma separação entre a propriedade e o controle, administradores têm incentivos para transferir riqueza para si próprios (Lafond & Roychowdhury, 2008). Cabe citar que os esforços dos administradores para transferir riqueza para si também desviam sua atenção da criação de valor para os acionistas e gera custos para a empresa.

Watts (2003) propõe que a contabilidade conservadora ajuda a controlar as assimetrias, pois relatórios conservadores penalizam os gerentes por suas ações utilitaristas ao adiar sua compensação até que os benefícios sejam realizados financeiramente. Isso reduz a capacidade dos administradores exagerarem as mudanças cumulativas no valor da empresa e evitar os custos associados aos atos de transferência de riqueza em detrimento do gerenciamento otimizado e eficiente.

Desse modo, considerando que o conservadorismo condicional tem um papel importante na relação entre as partes que constituem a empresa, podendo aliviar problemas de informação entre estas partes contratantes, espera-se um aumento na demanda por conservadorismo condicional de partes menos informadas durante períodos de maior incerteza política. Dai e Ngo (2020) referem-se a esta conjectura como hipótese da incerteza política.

Cabe citar que o conservadorismo contábil se manifesta de duas maneiras distintas, reconhecidas na literatura sob as formas do conservadorismo incondicional e do conservadorismo condicional (Beaver & Ryan, 2005). O conservadorismo incondicional está relacionado a aspectos do processo contábil determinados no reconhecimento inicial dos ativos e passivos, como uma depreciação do imobilizado mais acelerada do que a depreciação econômica e a contabilização por custo histórico para projetos de valor presente líquido positivo.

Já o conservadorismo condicional é caracterizado pela existência de uma assimetria entre o reconhecimento de ganhos e perdas que é causado por circunstâncias adversas. Esta assimetria se refere a tendência de se requerer graus mais elevados de verificação para reconhecer eventos bons quando comparados aos eventos ruins. Dessa forma, uma vez que o conservadorismo incondicional independente de notícias relacionadas ao estado geral do nível de incerteza política, a pesquisa aborda apenas o conservadorismo condicional.

Embora o conservadorismo possa ser associado à prudência, não existe nenhuma orientação por parte das normas para que se atrase o reconhecimento de uma receita, ou adiante o reconhecimento de uma despesa, para além do momento em que subsistam evidências suficientes para o reconhecimento da sua ocorrência. Essa assimetria é condizente também com uma evidenciação inoportuna, uma vez que a evidenciação de ganhos futuros prováveis, mas ainda incertos, torna-se difícil de ocorrer.

A Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro (CPC, 2019) cita a neutralidade e desincentiva a necessidade de assimetria, onde se exige evidência mais convincente para dar suporte ao reconhecimento de ativos ou receitas do que ao reconhecimento de passivos ou despesas. Essa assimetria, segundo a norma, não é característica qualitativa de informações financeiras úteis. Dessa forma, Moreira et al. (2010) indicam a necessidade de maior atenção relacionada à qualidade da informação contábil, em especial, quando influenciada pela aplicação de práticas conservadoras.

Por outro lado, o conservadorismo é considerado uma das características que tem influenciado as práticas contábeis por séculos (Basu, 1997), sobreviveu na contabilidade por ao menos 500 anos e, conforme Watts (2003) evidenciou em sua pesquisa, parece ter aumentado nos últimos 30 anos a contar da data da publicação de seu trabalho.

Modelos que abordaram o conservadorismo condicional são relativamente recentes, com um corpo de pesquisas empíricas ganhando força após a publicação do estudo de Basu (1997). Com relação aos efeitos do conservadorismo sobre a economia real, os resultados vão desde a subestimação do valor dos ativos e os impactos nos retornos dos mercados acionários e arrecadação de impostos (Watts, 2003), até o desempenho das empresas nos investimentos, com as empresas conservadoras apresentando maior eficiência (Lara et al., 2016).

Por outro lado, Bu et al. (2020) mostraram que a incerteza política, medida pela rotatividade dos altos funcionários provinciais da China, reduziu o conservadorismo contábil condicional. Estes autores explicam que a avaliação de desempenho das lideranças regionais é baseada no desempenho econômico regional. Quando um chefe de província é transferido, as empresas perdem os benefícios da conexão política e ficam sujeitas a uma nova liderança regional, cujas decisões futuras são incertas. Assim as empresas locais têm incentivos para adotar práticas contábeis agressivas para aumentar os ganhos e reduzir as chances de mudanças políticas.

Para Bu et al. (2020), a adoção de práticas agressivas, como um reconhecimento de perdas tardio ou o reconhecimento de receitas acelerado, foram mais fortes nas empresas estatais do que nas empresas não estatais e mais fortes nas regiões não desenvolvidas do que nas regiões desenvolvidas.

Em síntese, é preciso aprofundar o conhecimento sobre os efeitos da incerteza sobre a política econômica nos números contábeis. No entanto, considerando a importância que valores baseados em estimativas têm ganhado na contabilidade, por vezes baseados em valores futuros e incertos, é possível sugerir que na presença de incerteza sobre a política econômica as empresas podem requerer graus mais elevados de verificação para reconhecer eventos bons do que para reconhecer eventos ruins em demonstrações financeiras, fazendo com que as perdas sejam reconhecidas mais rapidamente do que os ganhos, um comportamento condizente com o conservadorismo.

Neste sentido, considerando que o conservadorismo é uma das características que tem influenciado as práticas contábeis por séculos (Basu, 1997) e a importância e o amplo espaço



que se dá para as discussões envolvendo a política econômica na sociedade brasileira, a presente pesquisa buscou identificar a existência de uma relação estatisticamente significativa entre o conservadorismo e a incerteza política.

É importante citar que possíveis alterações no conservadorismo condicional relacionadas a incerteza sobre a política econômica podem ser de interesse de investidores, credores, governo e reguladores.

## **1.2. Problema de pesquisa**

Considerando o contexto apresentado, a presente pesquisa pretende contribuir para uma melhor compreensão dos fatores que influenciam o conservadorismo condicional das empresas.

Nesse sentido, o presente estudo pretende responder à seguinte pergunta de pesquisa: *Qual a relação entre a incerteza sobre a política econômica brasileira e a presença de conservadorismo nas empresas com ações negociadas na B<sup>3</sup>?*

## **1.3. Objetivos geral e específico**

Considerando a pergunta de pesquisa, o objetivo geral da pesquisa consiste em analisar a relação entre os níveis de incerteza sobre a política econômica no Brasil e a presença de conservadorismo contábil nas empresas brasileiras, buscando identificar se no Brasil se observa conservadorismo por parte das empresas diante de maiores níveis de incerteza política, o que Dai e Ngo (2020) se referem como hipótese de incerteza política.

Dessa forma, para alcançar o objetivo geral da pesquisa, foram definidos os seguintes objetivos específicos:

- analisar a existência ou não de conservadorismo condicional nas empresas brasileiras com ações negociadas na B<sup>3</sup>, por meio da utilização do modelo de Basu (1997);
- analisar a existência de relação estatisticamente significativa entre os níveis de incerteza sobre a política econômica e o conservadorismo condicional para este conjunto de empresas;
- analisar qual a relação entre a incerteza sobre a política econômica e o conservadorismo condicional para este conjunto de empresas.

#### 1.4. Justificativa e relevância

Uma fonte importante de incerteza para as empresas é a falta de previsibilidade sobre a política econômica, que pode afetar de forma aguda os fluxos de caixa das companhias, em decorrência, por exemplo, do aumento de despesas tributárias ou redução das receitas pela diminuição da demanda agregada como consequência direta da redução dos gastos do governo (Ferreira et al., 2019).

As consequências das perturbações políticas sobre a contabilidade é um campo fértil de pesquisa, com trabalhos documentando uma relação importante entre a incerteza sobre a política econômica e alterações nas características qualitativas das informações contábeis (Dai & Ngo, 2020; Lafond & Roychowdhury, 2008; El Ghouli et al., 2021; Haque et al., 2019 e Bu et al., 2020). A presente pesquisa vai nesta direção ao procurar aprofundar os conhecimentos sobre a relação entre o conservadorismo condicional e os níveis de incerteza sobre a política econômica no Brasil.

Entende-se que esta relação entre a incerteza política e o conservadorismo surge em decorrência de um aumento da assimetria de informação entre as partes interessadas e a administração das companhias, uma vez que os administradores, melhor informados sobre como as mudanças potenciais nas políticas econômicas afetam as posições das empresas, busquem maximizar sua função utilidade, distorcendo estimativas para mostrar ganhos, produzindo assim grandes pagamentos sob a forma de remuneração baseada em lucros (Dai & Ngo, 2020).

O conservadorismo, por sua vez, faz com que expectativas futuras de ganhos só sejam reconhecidas próximo da sua realização financeira, enquanto as perdas sejam antecipadas assim que subsistam indícios para o seu reconhecimento. Neste sentido, o conservadorismo contábil é visto como um instrumento de controle eficiente para a situação descrita no parágrafo anterior, pois reduz a capacidade dos administradores exagerarem as mudanças cumulativas no valor da empresa (Watts, 2003).

A melhor compreensão da relação entre a incerteza sobre a política econômicas e o conservadorismo pode ter utilidade adicional para países em desenvolvimento, pois estes apresentam níveis mais elevados de incerteza (Bloom, 2014), consequência direta da maior especialização em setores mais voláteis (Koren & Tenreyro, 2007). Tais países têm uma resposta mais contundente e duradoura a choques de incerteza do que os países desenvolvidos (Carrière-Swallow & Céspedes, 2013). Nestas situações em que a economia se encontra

fragilizada, é mais provável que ocorra mudanças nas políticas econômicas que, embora busquem elevar a proteção do mercado, eleva a incerteza sobre os resultados desta nova política (Pástor & Veronesi, 2013)

Além disso, foi realizada busca por assunto, utilizando os termos “incerteza sobre a política econômica” e “conservadorismo”, no portal de periódicos Capes (Capes, s.d.) e não foram encontradas pesquisas anteriores em língua portuguesa neste portal, um sinal de que há pouca pesquisa relacionando a incerteza sobre a política econômica e o conservadorismo nas empresas brasileiras.

Por outro lado, pesquisas realizadas em outros países mostram resultados promissores e são fontes importantes de informação para a presente pesquisa. Esses estudos, porém, apresentam algumas controvérsias. A título de exemplo, cabe mencionar o trabalho de Dai e Ngo (2020), que obtiveram resultados consistentes com a hipótese de incerteza política nos EUA. Os resultados do estudo indicaram que o conservadorismo contábil aumenta 17% no ano anterior à data da eleição. Em contrapartida, Bu et al. (2020) mostraram que a incerteza política, medida pela rotatividade dos altos funcionários provinciais da China, reduziu o conservadorismo contábil condicional de modo que as empresas se tornaram mais agressivas em termos contábeis, antecipando ganhos e postergando perdas.

Sobre as consequências do conservadorismo condicional propriamente dito, pesquisas relacionaram a presença de conservadorismo com uma gama abrangente de questões como níveis de investimento (Lara et al., 2016), composição dos membros da administração (Ahmed & Duellman, 2007), impactos nas taxas de financiamento (Zhang, 2008), subestimação do valor dos ativos, com impactos nos retornos dos mercados acionários e arrecadação de impostos (Watts, 2003) e desempenho das empresas nos investimentos, sendo que as mais conservadoras são mais eficientes (Lara et al., 2016). Embora não seja o foco da presente pesquisa avaliar os impactos do conservadorismo, os resultados destas pesquisas vão no sentido de complementar a importância de estudar a presença de conservadorismo nas empresas.

Espera-se que os resultados deste trabalho elevem a compreensão da relação entre a incerteza sobre a política econômica e a ocorrência de conservadorismo condicional. Esta melhor compreensão pode ser importante para investidores e credores, para que possam tomar decisões mais informadas. Também é útil para governos e reguladores, para que possam formular políticas que conduzam de forma mais eficiente para os resultados esperados, inclusive porque são fontes potenciais de incerteza política. Reguladores em especial, como mencionado por Watts (2003), podem encontrar utilidade nesse tema, uma vez que

provavelmente serão criticados se as empresas reduzirem o nível de conservadorismo e superestimarem seus ativos líquidos.

### **1.5. Limitações**

Após discutir as contribuições esperadas desta pesquisa, suas razões e destinatários, é necessário destacar as limitações deste estudo. Nesse sentido, as limitações identificadas nesta pesquisa incluem:

- Neste estudo foram avaliadas empresas brasileiras, com ações negociadas na B<sup>3</sup> há, ao menos, 5 anos. Portanto, ele se concentra exclusivamente em empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa, o que pode limitar a generalização dos resultados para outras empresas ou setores que não foram incluídos na amostra;
- O estudo tem como restrição o período de análise, abrangendo somente os anos de 2010 a 2022. Portanto, eventos ou mudanças significativas ocorridas em anos anteriores ou posteriores a esse período não foram considerados. Além disso, as condições socioeconômicas e políticas do país durante o período de análise podem ser diferentes em relação a outros períodos, o que pode afetar a aplicabilidade dos resultados para outros momentos históricos. É importante destacar que a escolha do período de análise pode impactar diretamente na generalização dos resultados e na capacidade de estender as conclusões deste estudo para outros períodos e contextos.
- Foram utilizados os índices de incerteza sobre a política econômica desenvolvidos pelos autores Ferreira et al. (2018) e Baker et al. (2016), não tendo sido testada a confiabilidade, precisão, parcialidade e consistência de tais índices.
- No estudo, não se aprofunda nas consequências do conservadorismo, embora se tenha indicado resultados de estudos que avaliaram este tema, tais demonstrações visaram apenas evidenciar a importância do fenômeno e chamar a atenção dos potenciais interessados para a existência de conservadorismo nas empresas brasileiras e na sua relação com a incerteza sobre a política econômica, que é tema recorrente na mídia nacional.

## **2. REFERENCIAL TEORICO**

O referencial teórico desta pesquisa se concentra em dois conceitos centrais: a incerteza sobre a política econômica e o conservadorismo condicional. A fim de proporcionar uma compreensão mais ampla desses conceitos, serão apresentados, nos próximos itens, definições mais detalhadas, acompanhadas de exemplos e ilustrações relevantes. Além disso, serão revisados os estudos mais recentes que tratam dessa temática, buscando uma análise atualizada do tema em estudo.

De forma sintética, pode-se descrever a primeira parte deste referencial teórico como a busca pelo entendimento de como a incerteza sobre a política econômica se traduz em mais incerteza para os negócios e de como isso pode elevar a assimetria de informação entre a administração e as demais partes interessadas. Além disso, introduz a técnica utilizada para a definição do nível geral de incerteza sobre a política econômica de um país.

A segunda parte busca uma maior familiaridade com o conceito de conservadorismo condicional e de como ele pode ser eficiente para conter a assimetria de informação entre a administração e as partes interessadas. Além disso, traz uma discussão sobre a importância do conservadorismo, o que ajuda a justificar a importância da presente pesquisa.

Na última parte deste referencial teórico, busca-se consolidar a relação entre as duas variáveis de interesse desta pesquisa. Além disso traz a síntese das contribuições de trabalhos que fizeram este esforço no passado, ajudando na formulação de hipóteses que servirão de guia para as investigações empenhadas na presente pesquisa.

### **2.1. Incerteza sobre a política econômica**

Knight (1921) define incerteza como a incapacidade de definir a probabilidade de eventos futuros. Embora ninguém possa prever exatamente o que acontecerá no futuro, muitas decisões econômicas cotidianas sobre trabalho, gastos, investimentos, educação, entre outros, são feitas com as informações disponíveis, que são usadas para formar julgamentos sobre o que pode acontecer.

Segundo Bloom (2014), as pesquisas relacionadas a incerteza e seu impacto sobre as atividades comerciais se intensificaram após os Estados Unidos da América e a União Europeia testemunharem uma recuperação mais lenta do que o esperado no pós-crise de 2008. Para

Bloom (2014), o salto nos níveis de incerteza observados em 2008 foi provavelmente um fator que exacerbou o tamanho da contração econômica.

Os autores Alexopoulos et al. (2009) avaliaram se choques de incerteza são uma fonte importante de flutuações do ciclo de negócios no pós-guerra. Para medir a incerteza, os autores fizeram uso de dois índices, um baseado na volatilidade do mercado de ações e outro no número de artigos do New York Times sobre incerteza e atividade econômica. Seus achados mostraram que a produção, o emprego, a produtividade, o consumo e o investimento diminuem em resposta a um aumento imprevisto da incerteza.

De um modo geral, os trabalhos analisados buscaram uma relação entre a incerteza e a atividade econômica, com o objetivo de identificar a incerteza como uma causa importante das flutuações na atividade econômica e assim propor medidas que reduzam a incerteza e aumentem a capacidade de mitigar os impactos e a intensidade das crises (Alexopoulos et al., 2009).

Os autores Haddow et al. (2013) fizeram um resumo das teorias que explicam como os choques de incerteza econômica afetam diferentes setores e quais os canais de transmissão (Quadro 1). Por exemplo, as famílias respondem a elevação da incerteza reduzindo o consumo e aumentando suas economias para se proteger em caso de desemprego temporário. As empresas reduzem seu apetite a risco, investem menos, adiam as contratações e podem se desfazer de determinados projetos para reduzir sua exposição a riscos.

Quadro 1 – linhas de influência entre a incerteza e a economia

<b>Setor</b>	<b>Canal</b>	<b>Descrição</b>	<b>Variável econômica afetada</b>
Famílias	Economias de precaução	As famílias não têm certeza sobre a renda do trabalho e adiam o consumo para se proteger de choques temporários na renda.	Consumo
Empresas	“Espere e veja”	As empresas incertas sobre vendas e lucros futuros adiam a produção e o investimento até que a incerteza seja resolvida.	Investimento e produtividade
	“Entrada e saída”	As empresas adiam a entrada em novos mercados, incluindo mercados de exportação.	Produtividade e exportações
	Distorções do mercado de trabalho	As famílias não estão dispostas a procurar empregos mais produtivos, as empresas não estão dispostas a contratar, de modo que o resultado é menos produtividade.	Produtividade
Todos os setores	Financeiro	A incerteza sobre a volatilidade futura dos preços dos ativos aumenta os prêmios de risco e o custo do crédito para famílias e empresas.	Crédito, consumo e investimento

Fonte: Haddow et al. (2013)

Uma importante fonte de incerteza é a política, o que inclui a incerteza sobre a política econômica que se refere a questões fiscais, monetárias e regulatórias. Conforme abordado por Pástor e Veronesi (2013), as notícias políticas têm dominado os mercados financeiros e os preços dos ativos parecem reagir às notícias sobre o que os governos de todo o mundo fizeram ou podem fazer, e a capacidade de interpretar o impacto das notícias políticas nos mercados financeiros é limitada pela falta de orientação teórica.

Neste sentido, os autores desenvolveram um modelo de equilíbrio geral de escolha de políticas governamentais no qual os preços das ações respondem às notícias políticas. Este modelo traz uma relação teórica entre a incerteza sobre a política econômica e a atividade empresarial, contribuindo para o entendimento das causas e efeitos descritos na tabela 1.

No modelo de Pástor e Veronesi (2013) existem duas perspectivas, por um lado é importante para o governo ter liberdade para agir diferente do planejado caso circunstâncias imprevistas surjam, mas por outro lado, a incerteza política tem efeito negativo ao reduzir a previsibilidade do rumo da economia. Por não ser diversificável, a incerteza política deprecia os preços dos ativos via aumento da taxa de desconto.

Ao tomar sua decisão política, o governo é motivado por objetivos econômicos e não econômicos associados à adoção de qualquer política. Uma política tem maior probabilidade de ser adotada se seu custo político for menor e se seu impacto na lucratividade for percebido como mais ou menos incerto. Com o tempo, os agentes do mercado aprendem observando os sinais e os resultados de vários eventos políticos passados, criando expectativas mais racionais sobre os eventos.

Como resultado dessa regra de decisão, uma mudança de política é mais provável em condições econômicas mais fracas, nas quais a política atual é normalmente percebida como prejudicial. Ao substituir políticas de baixo desempenho em tempos ruins, o governo efetivamente fornece proteção ao mercado. O valor dessa proteção é reduzido pelo efeito do aumento da taxa de desconto, decorrente da incerteza dos resultados da nova política.

Neste sentido, colocando em outras palavras, é possível tecer uma relação entre as condições econômicas atuais e a incerteza sobre a política econômica, uma vez que condições econômicas mais fracas podem levar a uma mudança de política importante com vistas a corrigir a situação. Entretanto, a incerteza quanto ao que se fará em termos de política econômica tem efeito negativo ao reduzir a previsibilidade do rumo da economia, tal efeito, por não ser diversificável, deprecia os preços dos ativos via aumento da taxa de desconto.

Com relação ao aumento da taxa de desconto, o princípio financeiro fundamental de toda empresa é oferecer um retorno de seus investimentos que cubra a expectativa mínima de ganho de seus proprietários de capital, dada pela taxa de desconto (NETO, 2008).

Para evidenciar esta dinâmica, Nunes e Medeiros (2016) analisaram o impacto da incerteza política no mercado de capitais de nove países, com dados mensais de 2003 a 2013, utilizando como *proxy* de incerteza política o índice desenvolvido por Baker et al. (2016). Os autores encontraram evidências de que a volatilidade do mercado acionário tende a ser maior na presença de incerteza política e a situação econômica atua como catalisador, de modo que quanto pior a situação econômica, maior o impacto da incerteza política na volatilidade das ações. Os resultados confirmaram também que a incerteza política influencia positivamente o risco de mercado, sendo que o prêmio de risco de mercado tende a ser maior quando as condições econômicas são desfavoráveis, resultados condizentes com o modelo de Pástor e Veronesi (2013).

Hassan et al. (2019) constataram que nas sessões de perguntas e respostas das teleconferências os analistas, na condição de representantes de investidores, tendem a gastar mais tempo perguntando aos gerentes questões relacionadas aos riscos políticos antes ou durante os trimestres de eleição. Outros autores, como Baloria e Mamo (2017) descobriram que a precisão das análises baseadas em previsão diminui durante os períodos eleitorais, em que a incerteza política é considerada elevada.

Goel e Nelson (2021), utilizando dados de cento e trinta e cinco países, estudaram os determinantes da introdução da inovação de processos, com foco nos impactos das incertezas econômicas e políticas. Segundo os autores, o aumento da incerteza, por um lado, pode diminuir os benefícios potenciais da introdução da inovação, enquanto, por outro lado, a introdução de inovações pode permitir que as empresas se protejam contra a incerteza. Empregando duas medidas diferentes de incerteza econômica e política, em diferentes intervalos de tempo, os resultados são consistentes com o *hedge*, maiores incertezas econômicas e políticas induzem as empresas a introduzir inovações de processo no mercado. No que diz respeito aos atributos das empresas, as empresas proprietárias únicas e as empresas com desempenho em pesquisa e desenvolvimento apresentaram maior probabilidade de introduzir inovações, enquanto as empresas localizadas nos países insulares eram menos propensas a fazê-lo. O tamanho e a safra das empresas não tiveram influência nos incentivos para a introdução de inovações.

Para as empresas que mantêm relações de dependência com o Estado, seja como fornecedoras, por possuírem participação acionária direta ou indireta, empresas privadas que



exploram atividades econômicas no regime de concessão ou empresas de setores altamente regulados, o entendimento é que estão mais sujeitas a mudanças significativas decorrentes do resultado eleitoral, como a troca no comando do governo, que podem afetar contratos e projetos de investimento (Dai & Ngo, 2020; Bu et al., 2020).

Em um contexto de incerteza política, os administradores detêm informações privilegiadas que lhes permitem avaliar de forma mais precisa como as mudanças nas políticas governamentais podem impactar receitas e custos da empresa (Dai & Ngo, 2020). A seguir são descritas, de forma não exaustiva, situações em a incerteza sobre o comportamento futuro de determinadas políticas econômicas pode afetar as empresas e levar a um aumento da assimetria de informação entre os gestores e outras partes interessadas.

(1) Empresas que dependem de concessões ou licenças governamentais para operar podem ser afetadas por mudanças políticas que alterem a regulamentação ou os requisitos para obter essas concessões ou licenças. (2) Empresas que dependem fortemente de contratos com o governo ou de licitações públicas podem estar expostas a atrasos na execução de projetos, por mudanças nas políticas de compras governamentais ou nas preferências dos tomadores de decisão. (3) Empresas que possuem propriedade intelectual ou patentes podem ser afetadas por mudanças nas políticas de proteção à propriedade intelectual ou pelos esforços do governo para incentivar a inovação. (4) Empresas que possuem dívida pública em seus balanços podem ser afetadas por mudanças nas políticas fiscais que afetam as taxas de juros ou as políticas de dívida pública. (5) Empresas que possuem operações internacionais podem ser afetadas por mudanças nas políticas comerciais ou nas relações diplomáticas entre países. (6) Empresas que operam em setores altamente regulados, como as indústrias farmacêutica, operadoras de planos de saúde, energia, entre outras, podem ser afetadas pelas mudanças nas políticas regulatórias.

Em todos os casos apresentados, os administradores das referidas empresas podem ter informações privilegiadas sobre como as mudanças na regulação afetarão a posição competitiva da empresa e seus resultados financeiros, existindo uma assimetria de informação entre os gestores e outros participantes do mercado.

De um modo geral, nos estudos apresentados analisam-se várias possibilidades de impacto da incerteza sobre a política nos mercados de capitais e nas atividades empresariais. Nos estudos, são mostrados que a incerteza política pode ser catalisada por condições econômicas desfavoráveis (Pástor & Veronesi, 2013), aumenta a volatilidade do mercado acionário e influencia positivamente no risco de mercado, com impactos diretos na taxa de desconto (Nunes & Medeiros, 2016), nas avaliações para aceitação de propostas de

investimentos pelas empresas (Neto, 2008) e na precisão das análises baseadas em previsão (Baloria & Mamo, 2017). Por outro lado, a introdução de inovações pode permitir que as empresas se protejam contra a incerteza, de modo que maiores incertezas econômicas e políticas podem levar as empresas a introduzir inovações de processo no mercado (Goel & Nelson, 2021).

A incerteza sobre a política pode afetar empresas de diferentes maneiras, e os administradores dessas empresas podem ter informações privilegiadas que lhes permitam avaliar melhor os riscos e oportunidades associados a essas mudanças políticas. Foram indicados exemplos de como essa assimetria pode ocorrer e todos esses exemplos implicam que a assimetria de informação entre gestores e outros participantes do mercado aumenta com a incerteza sobre a política econômica (Dai & Ngo, 2020).

Uma vez estabelecida uma ligação entre a incerteza política e a atividade empresarial e de como isso pode elevar a assimetria de informação entre administração e demais partes interessadas, cabe a introdução da problemática de como se pode medir a incerteza.

Haddow et al. (2013) fizeram um levantamento sobre os indicadores de incerteza econômica usualmente utilizados como *proxies* no Reino Unido (Quadro 2). Embora os autores se refiram diretamente ao Reino Unido, uma vez que o objetivo da pesquisa era avaliar os efeitos de choques de incerteza sobre as famílias e empresas deste país, estes indicadores podem ser vistos em trabalhos realizados em outras economias.

Quadro 2 – Indicadores de incerteza econômica para o Reino Unido

<b>Indicadores</b>	<b>Tipo de dado</b>	<b>Setor</b>
FTSE Volatilidade implícita das opções	Mercado financeiro	Toda a economia
Volatilidade implícita na opção da libra esterlina	Mercado financeiro	Toda a economia
Dispersão das previsões de lucros da empresa	Mercado financeiro/ Pesquisa	Empresas
Dispersão das previsões de crescimento anual do PIB	Mercado financeiro/ Pesquisa	Toda a economia
GfK saldo das expectativas de desemprego	Pesquisa	Famílias
CBI ‘incerteza da demanda limitando o investimento’	Pesquisa	Empresas
Número de artigos de imprensa citando “incerteza econômica”	Mídia	Toda a economia

Fonte: Haddow et al. (2013)

Entre os indicadores, os autores Haddow et al. (2013) citam o número de artigos citando “incerteza econômica” divulgados pela imprensa. Segundo eles, na medida em que os jornais refletem e influenciam o humor do público, essa medida pode fornecer um barômetro para a incerteza na economia. Para os autores, todas as medidas utilizadas têm imperfeições,

mais especificamente eles indicam que o número de artigos citando incerteza na imprensa pode ser influenciado por tendências estruturais da indústria jornalística, lançando assim dívidas com relação a causalidade.

Outros pesquisadores, como Doms e Morin (2004) e Ferreira et al. (2019), também utilizaram o número de citação em jornais para efetuar medições em suas pesquisas. Portanto, embora se possa considerar o método pouco convencional, a literatura mostra que ele é utilizado.

Embora alguns estudos levantem preocupações quanto à causalidade, ou seja, se os artigos de jornal aumentam o nível de incerteza entre a população ou se simplesmente refletem o humor da época, para os propósitos da presente pesquisa, essa questão é irrelevante. O objetivo é obter uma representação do grau de incerteza sentido pela sociedade em geral, independentemente da relação de causalidade.

Seguindo a mesma linha, Baker et al. (2016) desenvolveram um índice de incerteza sobre a política econômica baseado na frequência de artigos nos dez principais jornais dos EUA que contêm o seguinte triplo: “econômico” ou “economia”; “incerto” ou “incerteza”; e um ou mais dos seguintes termos: “congresso”, “déficit”, “*Federal Reserve*”, “legislação”, “regulamentação” ou “Casa Branca”. Seu índice atinge níveis elevados com o advento de eleições presidenciais apertadas, com as Guerras do Golfo I e II, com os ataques de 11 de setembro, a disputa do teto da dívida de 2011 e as outras grandes batalhas sobre a política fiscal.

Ainda com relação ao método de construção de um índice baseado em notícias, Ciarelli e Ávila (2009) evidenciam que a maneira e a frequência que a mídia noticia certos assuntos pode influenciar o julgamento das pessoas. Esta influência se dá pela chamada heurística da disponibilidade. Os autores explicam que, no seu dia a dia, as pessoas fazem uso de atalhos mentais, assim chamadas heurísticas, que, embora facilitem e tornem mais rápido o processo de decisão, algumas vezes podem produzir resultados indesejados.

Uma vez que a maioria das pessoas tem pouco ou nenhum acesso direto a evidências estatísticas sobre determinado assunto ou evento, julgam em função da facilidade com que eles podem ser lembrados, ou seja, sua disponibilidade na memória. Desse modo, se os veículos de notícia evidenciam que há elevada incerteza quanto à política econômica, os agentes tenderão a tomar decisões baseados nesta informação, mesmo que não sejam capazes de indicar evidências claras desta realidade em seu cotidiano, denotando um potencial viés em suas decisões que não encontra justificativa prática.

Em síntese, o que se depreende desta seção é que a incerteza sobre a política econômica tem uma relação forte com as flutuações econômicas, levando ao aumento da assimetria de informação entre administradores e demais partes interessadas. Para as próximas seções buscar-se-á definir o conservadorismo contábil e as suas possíveis causas, sendo que a assimetria de informação entre administradores e demais partes interessadas, decorrente das flutuações econômicas, se constituem em uma causa importante.

## 2.2. Conservadorismo contábil

O conservadorismo é considerado uma das características que tem influenciado as práticas contábeis por séculos, várias foram as propostas para sua medição, sendo a medida de oportunidade assimétrica de Basu (1997) a mais proeminente.

Para Basu (1997), o conservadorismo contábil é o reconhecimento mais oportuno de más notícias do que de boas notícias em relação aos fluxos de caixa futuros. Uma das consequências da tendência de se requerer graus mais elevados de verificação para reconhecer eventos bons do que para reconhecer eventos ruins em demonstrações financeiras é que as perdas são reconhecidas mais rapidamente do que os ganhos.

Beaver e Ryan (2005) indicaram que o conservadorismo pode se manifestar de duas formas distintas, incondicional (*ex ante* ou independente de notícias) e condicional (*ex post* ou dependente de notícias). O conservadorismo incondicional (*ex ante* ou independente de notícias) está relacionado a aspectos do processo contábil determinados no reconhecimento inicial dos ativos e passivos, como por exemplo uma depreciação do imobilizado mais acelerada do que a depreciação econômica e a contabilização por custo histórico para projetos de valor presente líquido positivo.

A segunda forma, o conservadorismo condicional (*ex post* ou dependente de notícias), é caracterizada pela existência de uma assimetria entre o reconhecimento de ganhos e perdas, que é causada por circunstâncias suficientemente adversas. Esta assimetria é justamente a tendência de se requerer graus mais elevados de verificação para reconhecer eventos bons quando comparados aos eventos ruins. Exemplos a este respeito são os passivos contingentes e a perda por imparidade.

Tendo em vista que o conservadorismo incondicional é independente de notícias, a presente pesquisa se concentrará no conservadorismo condicional, que se supõe possuir uma relação importante com a incerteza sobre a política econômica.

Chi et al. (2009) acrescentam duas características importantes da contabilidade conservadora, a pontualidade assimétrica no reconhecimento dos ganhos contábeis e perdas e a subavaliação sistemática dos ativos líquidos. Esses dois recursos resultam da predisposição dos contadores para exigir maior grau de verificação e segurança para o estabelecimento de ativos em comparação com os passivos.

O resultado prático do conservadorismo é que o reconhecimento dos ganhos ocorre quase tão oportunamente quanto a sua realização financeira (entrada de dinheiro em caixa), sendo o seu impacto nos períodos subsequentes pequeno. Por outro lado, o reconhecimento de más notícias ocorre de forma mais oportuna e condizente com o regime de competência, com impactos mais significativos em períodos futuros, possibilitando aos investidores reavaliarem suas posições e reduzindo a possibilidade de litígio. A relação entre o aumento do conservadorismo e o crescimento do risco de litígios é citado como uma relação importante por Basu (1997) e Lobo e Zhou (2006).

Essa assimetria é condizente também com uma evidenciação inoportuna, uma vez que a evidenciação de ganhos futuros prováveis, mas ainda incertos, torna-se difícil de ocorrer. Além disso, o conservadorismo não é uma exigência das normas, pelo contrário, a Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro (CPC, 2019) cita a neutralidade e desincentiva a assimetria, onde se exige evidência mais convincente para dar suporte ao reconhecimento de ativos ou receitas do que ao reconhecimento de passivos ou despesas. Essa assimetria, segundo a norma, não é característica qualitativa de informações financeiras úteis.

Entretanto, Watts (2003) traz várias explicações teóricas para as causas do conservadorismo, uma delas é que o conservadorismo surge como uma resposta organizacional aos contratos com credores e administradores (explicação da contratação ou contratualista). De acordo com essa explicação, a contabilidade conservadora é um meio de resolver problemas relacionados às partes da empresa terem informações e *payoffs* assimétricos e responsabilidades limitadas.

Na explicação da contratação tem-se que as partes, credores, acionistas e administradores, têm ordens distintas de recebimento em caso de liquidação. Os administradores, que tem melhores informações sobre os fluxos de caixa futuros, na ausência do requisito de verificação, podem distorcer as estimativas com vistas a maximizar sua função utilidade, produzindo grandes pagamentos sob a forma de planos de remuneração baseados em lucros.

Entretanto, tais distorções podem levar a investimentos de valor presente líquido negativo. Mesmo com uma decisão judicial favorável a uma indenização por danos, a devolução dos pagamentos em excesso normalmente não pode ser totalmente recuperada, não apenas porque o prejuízo do investimento tende a ser superior à soma que o executivo recebeu, mas também porque os indivíduos têm responsabilidade legal limitada.

Para medir o conservadorismo, Basu (1997) propôs uma metodologia que faz uso da hipótese de mercados eficientes de Fama (1970). De acordo com tal hipótese, em mercados que possuem eficiência em sua forma semiforte, os preços das ações refletem todas as informações publicamente disponíveis. Em decorrência disto, para Basu (1997), pode-se utilizar os retornos para medir o impacto das notícias.

Sua análise concentra-se em avaliar como a receita econômica, medida pelos retornos do mercado, é assimetricamente associada aos ganhos contábeis. Ao regredir os ganhos das empresas (lucro por ação) com o retorno das ações (valorização das ações), seus resultados mostram que o coeficiente dos retornos das ações será maior quando as empresas tiverem “más notícias”, ou seja, retornos negativos, do que quando tiverem “boas notícias”, ou seja, retornos positivos.

Os testes realizados por Basu (1997) mostraram que a sensibilidade dos ganhos a retornos negativos são duas a seis vezes maiores que a sensibilidade simultânea dos ganhos a retornos positivos e que a sensibilidade dos ganhos a retornos negativos simultâneos havia aumentado nas últimas três décadas, sugerindo que o conservadorismo aumentou ao longo do tempo. Tal aumento coincide com a maior exposição à responsabilidade legal dos auditores.

Autores como Ahmed e Duellman (2007), Lara et al. (2016), LaFond e Watts (2008) e Hui et al. (2012), relacionam o conservadorismo a consequências positivas de uma gestão. Mesmo Watts (2003) parece ser contra as tentativas do normatizador norte americano de banir o conservadorismo a fim de alcançar a neutralidade, ao indicar que a eliminação do conservadorismo poderá trazer custos significativos aos investidores e a economia em geral via introdução de fluxos de caixa futuros não verificáveis nos relatórios financeiros.

Ahmed e Duellman (2007) documentaram que a porcentagem de diretores “*insider*” é negativamente relacionada com o conservadorismo, e o percentual de diretores “*outsider*” é positivamente relacionado com o conservadorismo. Este resultado é consistente com a utilização do conservadorismo para reduzir o custo de agência nas firmas, pois o

conservadorismo pode conter o comportamento oportunista da administração ao requerer maior grau de verificação para as informações levadas ao conselho.

Os autores elencam uma série de benefícios da adoção de uma contabilidade conservadora, com a redução dos incentivos *ex ante* para assumir projetos de VPL negativo e melhora do monitoramento *ex post* dos investimentos. Os autores indicam que empresas que usam uma contabilidade conservadora tem maior lucratividade futura e recebem menos e menores cobranças de itens especiais no futuro em relação às empresas que usam uma contabilidade menos conservadora.

Ahmed e Duellman (2013) investigaram os efeitos do excesso de confiança gerencial no conservadorismo contábil e encontraram evidências consistentes de um efeito negativo do excesso de confiança do CEO no conservadorismo contábil condicional e incondicional. Para os autores, o excesso de confiança é danoso para a empresa, pois retarda o reconhecimento de perdas e antecipa os ganhos. Com relação ao potencial efeito atenuante do monitoramento externo, os autores não encontraram evidências de que a relação entre conservadorismo e excesso de confiança enfraquece para empresas com maior monitoramento externo.

LaFond e Watts (2008) trazem uma visão adicional ao mencionar a estrutura de incentivos dos administradores, uma vez que o seu bem-estar, a permanência no cargo e seu resultado financeiro são afetados pelas informações privadas que detém. O conservadorismo reduz os incentivos e a capacidade do gestor de manipular os números contábeis e, assim, reduz a assimetria informacional e os custos que a assimetria informacional gera. Isso aumenta o valor da empresa e do patrimônio. Os testes empíricos são consistentes com a proposição de que a assimetria de informação é positiva e significativamente relacionada ao conservadorismo após o controle de outras demandas de conservadorismo.

Lara et al. (2016) descobriram que as empresas mais conservadoras investem mais e emitem mais dívidas em ambientes propensos ao subinvestimento. O conservadorismo, na visão dos autores, facilita o acesso de uma empresa ao financiamento da dívida, uma vez que tais empresas limitam a seleção gerencial de projetos com valor presente líquido negativo (VPL), desencadeando o abandono precoce de projetos de baixo desempenho, e criam incentivos para o descarte de projetos com VPL positivo de alto risco.

Hui et al. (2012) argumentam que os fornecedores e clientes de uma empresa preferem que a contabilidade seja mais conservadora devido à assimetria de informações e aos ganhos assimétricos dessas partes interessadas com relação ao desempenho da empresa. Os autores

indicam que quanto maior o poder de barganha de clientes e fornecedores, mais propensa será a firma a reconhecer perdas mais rapidamente.

Bu et al. (2020) mostraram que a incerteza política, medida pela rotatividade dos altos funcionários provinciais da China, reduziu o conservadorismo contábil condicional. Os autores explicam que as mudanças nas políticas do governo afetam projetos e ativos de investimento das empresas na medida em que um chefe de província é transferido, fazendo-as perder os benefícios da conexão política criada durante um espaço de tempo e deixando-as sujeitas a uma nova liderança regional, cujas decisões futuras são incertas.

Watts (2003) indicou como consequência importante do conservadorismo a subavaliação persistente dos valores dos ativos líquidos. Essa subavaliação no período atual, consequência do tratamento assimétrico entre ganhos e perdas, pode levar a uma superavaliação dos lucros em períodos futuros, com impactos no valor das empresas.

De um modo geral, os efeitos de se adotar o conservadorismo são diversos, com um farto número de pesquisas apontando para as utilidades de se adotar este comportamento, sendo que os beneficiários, de forma geral, são as partes menos informadas. Apesar das críticas, o conservadorismo sobreviveu na contabilidade por ao menos 500 anos e parece ter aumentado nos últimos 30 anos (Watts, 2003), considerando a perspectiva do pesquisador que foi o ano de 2003.

Embora existam indícios de consequências ruins do conservadorismo contábil, como a subavaliação dos ativos e uma possível transferência de riqueza intertemporal entre acionistas, uma vez que a subavaliação atual forçará uma superavaliação no futuro, a explicação contratualista mostra que a contabilidade conservadora é um meio poderoso de abordar o risco moral causado por partes com informações, *payoffs* e horizontes temporais assimétricos e responsabilidade limitada.

### **2.3. Incerteza Política e Conservadorismo Contábil**

Como discutido anteriormente, a incerteza sobre a política econômica traz perturbações importantes nos negócios (Haddow et al., 2013), o que eleva a assimetria de informação e gera oportunidades para elevação do risco moral da administração. Também foi indicado que o conservadorismo é uma ferramenta poderosa para mitigar o risco moral causado por partes com informações, *payoffs*, horizontes temporais assimétricos e responsabilidade limitada.



Considerando esta relação, estudos apontam para uma assimetria na maneira como ganhos e perdas são reconhecidos diante da incerteza política, especialmente em empresas que dependem fortemente de programas de compras do Estado e em empresas com baixo nível de propriedade gerencial (Dai & Ngo, 2020; Lafond & Roychowdhury, 2008 e Bu et al., 2020).

Conforme citado anteriormente, existem alguns exemplos de como a incerteza política pode afetar a assimetria de informação entre os gestores e outros participantes do mercado. Por exemplo, mudanças nas regras de regulação de setores importantes, mudanças potenciais nas regras tributárias, alterações nas políticas de compras governamentais, nas preferências dos tomadores de decisão que afetem as receitas das empresas, entre outros (Ferreira et al., 2019).

A incerteza sobre a política econômica pode ter impactos diversos nas empresas e os gestores podem possuir informações privilegiadas que lhes permitam avaliar melhor os riscos e oportunidades associados a essas mudanças. Esse fato aumenta a assimetria de informações entre a administração e outros participantes do mercado em cenários de incerteza política.

Dessa forma, é possível observar que a incerteza em relação à política econômica pode aumentar a assimetria de informações entre gestores, credores e acionistas, uma vez que os gestores têm informações privilegiadas sobre como as mudanças potenciais nas políticas econômicas afetam a posição das empresas. Isso pode levar a distorções nas estimativas de fluxos de caixa futuros, o que pode influenciar na maximização da função utilidade dos gestores e produzir grandes pagamentos sob a forma de planos de remuneração baseados em lucros (Watts, 2003).

Em empresas nas quais existe uma separação de propriedade e controle das operações, embora não seja comum no Brasil essa é a característica da grande maioria das empresas norte-americanas, os administradores têm incentivos para transferir riqueza para si próprios (Lafond & Roychowdhury, 2008). Cabe citar que os esforços dos administradores para transferir riqueza para si também desvia sua atenção da criação de valor para os acionistas e gera custos para a empresa.

A literatura sobre a teoria da agência tem mostrado que reparações futuras pelos malfeitos da administração não compensam os prejuízos causados. Neste sentido, Watts (2003) propõe que a contabilidade conservadora ajuda nas questões de responsabilidade limitada, pois os padrões de verificação assimétrica implicam que o valor contábil subestima o valor dos recursos disponíveis para distribuições intermediárias.

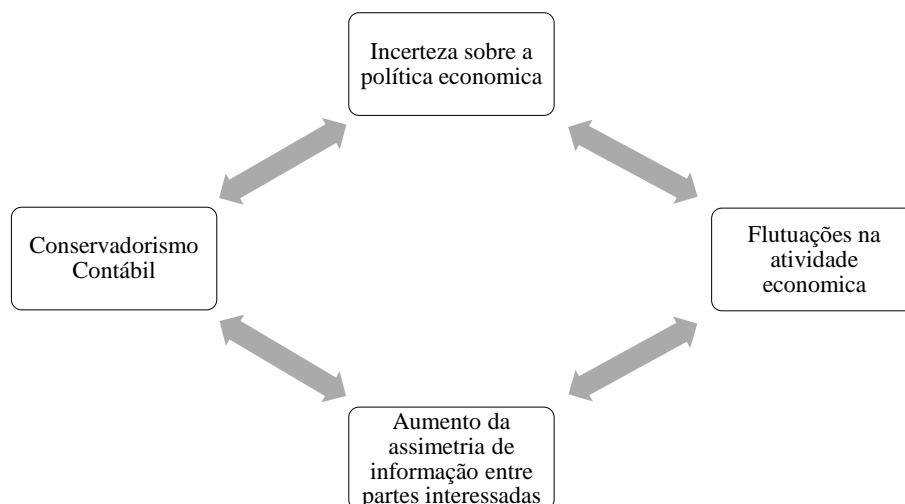
Ou seja, relatórios conservadores penalizam os gerentes por suas ações de redução de valor e adiam sua compensação até que os benefícios sejam realizados. Isso reduz a capacidade dos administradores exagerarem as mudanças cumulativas no valor da empresa e evita os custos associados aos atos de transferência de riqueza em detrimento do gerenciamento otimizado e eficiente.

Além disso, tendo em vista que uma das principais formas das partes acompanharem o desempenho das empresas são as medidas contábeis dos relatórios financeiros, que informam aos interessados sobre o desempenho gerencial e afetam as decisões de alocação de recursos, não é surpresa que a exigência de maior grau de verificação nos números contábeis seja um meio importante para conter o comportamento oportunista da administração, além de um mecanismo eficiente para reduzir as assimetrias.

Considerando que o conservadorismo contábil é uma tecnologia de contratação eficiente, que pode aliviar problemas de informação entre as partes contratantes, espera-se um aumento na demanda por conservadorismo condicional de partes menos informadas durante períodos de maior incerteza política (Watts, 2003). Dai e Ngo (2020) referem-se a esta conjectura como hipótese da incerteza política.

Uma vez indicada a relação esperada entre a incerteza sobre a política econômica e o conservadorismo condicional, pode-se expressar visualmente esta relação na Figura 1 a seguir.

Figura 1 - Relação entre EPU, flutuações econômicas e conservadorismo



Fonte: elaboração própria

A quantidade de estudos que relacionam as variáveis de conservadorismo condicional e incerteza sobre a política econômica é limitada, e aqueles que foram identificados apresentam resultados importantes para a presente pesquisa e são descritos nos próximos parágrafos.

Bu et al. (2020) avaliaram os efeitos da incerteza política induzida pela rotatividade de funcionários do governo no conservadorismo contábil em um mercado emergente e avaliaram como esses efeitos interagem com vários fatores institucionais na China. Os resultados demonstraram que a incerteza política reduz o conservadorismo contábil condicional com base no modelo de Basu (1997) e na medida C-Score desenvolvida pelos autores Khan e Watts (2009).

Os autores explicam que as mudanças nas políticas do governo afetam projetos e ativos de investimento das empresas na medida em que um chefe de província é transferido, fazendo-as perder os benefícios da conexão política criada durante um espaço de tempo e deixando-as sujeitas a uma nova liderança regional, cujas decisões futuras são incertas.

Cabe mencionar que no sistema hierárquico e burocrático da China, a promoção política é baseada principalmente no desempenho econômico regional, de modo que as empresas locais têm incentivos para adotar práticas contábeis agressivas para aumentar os ganhos, como o reconhecimento de perdas tardio ou o reconhecimento de receita acelerado, reduzindo o conservadorismo contábil, com o objetivo de reduzir interferências políticas na sua província, como a troca do chefe regional. Estes efeitos são mais fortes nas empresas estatais do que nas empresas não estatais e mais fortes nas regiões não desenvolvidas do que nas regiões desenvolvidas.

Dai e Ngo (2020) buscaram avaliar se o nível de incerteza política pode alterar a natureza do conservadorismo contábil. Os autores focaram nos impactos das eleições sobre o conservadorismo condicional nas decisões dos administradores, uma vez que estudos mostram que eleições são associadas com aumento de incerteza política e que o conservadorismo está positivamente associado à assimetria de informação.

Em sua avaliação, Dai e Ngo (2020) exploraram a variação exógena da incerteza política, induzida pelo ciclo eleitoral dos EUA, para investigar se as empresas são mais conservadoras com os relatórios financeiros em períodos associados a maior incerteza. Consistente com a hipótese de incerteza política, os autores descobriram que o conservadorismo contábil aumenta 17% no ano anterior à data da eleição.

Suas conclusões são que o efeito da incerteza política é mais pronunciado para empresas de estados com menor participação eleitoral (levando a uma maior assimetria de informação), para empresas com maior exposição do setor às necessidades de contratação, para empresas com maior alavancagem e menor propriedade gerencial (controle acionário é pulverizado) e para empresas com mecanismos internos de governança mais fortes.

Os resultados de Dai e Ngo (2020) e Bu et al. (2020) mostram como duas grandes economias podem reagir de formas distintas na presença de elevada incerteza política. Os resultados mostraram que a incerteza sobre a política econômica pode provocar, a depender da forma como a economia está organizada, um aumento ou redução do conservadorismo das empresas.

Outros trabalhos que tangenciaram o assunto foram os de El Ghouli et al. (2021) e Haque et al. (2019). Os primeiros, usando dados de 19 países no período de 1990-2015, examinaram como a EPU afeta a qualidade das informações contábeis. Descobriram que a qualidade das informações contábeis, medida com base no modelo de Nikolaev (2018), aumenta durante períodos de alta incerteza política. Também descobriram que a relação positiva entre incerteza sobre a política econômica e a qualidade das informações contábeis é mais pronunciada para empresas dependentes do governo e empresas com maior risco político.

Haque et al. (2019) trabalharam com três variáveis para investigar se o conservadorismo contábil pode reduzir o gerenciamento de resultados na esteira da incerteza. A hipótese é que o relato conservador durante a incerteza pode reduzir o gerenciamento de resultados e aumentar o valor da empresa. Usando 5.354 observações empresa/ano, de 2005-2018, e utilizando o modelo Khan e Watts (2009), forneceram evidências de que o conservadorismo contábil é uma forma de colocar limites no gerenciamento de resultados para empresas que enfrentam incertezas.

Foi realizada busca por assunto, utilizando os termos “incerteza sobre a política econômica” e “conservadorismo”, no portal de periódicos Capes (Capes, s.d.) e não foram encontradas pesquisas anteriores em língua portuguesa neste portal, um sinal de que há pouca pesquisa relacionando a incerteza sobre a política econômica e o conservadorismo nas empresas brasileiras, embora exista um conjunto interessante de pesquisas deste tipo em economias estrangeiras. Neste sentido, o presente estudo visa preencher essa lacuna na literatura sobre o tema, ao relacionar a incerteza sobre a política econômica e o conservadorismo contábil no Brasil.

### 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção serão apresentadas as características da pesquisa, incluindo uma descrição detalhada da metodologia adotada no estudo, que está dividida em seis seções.

Na primeira seção, é apresentada a tipologia do estudo considerando a metodologia e os objetivos da pesquisa. Em seguida, são abordadas as características dos dados utilizados no estudo.

Posteriormente, são apresentadas as hipóteses de pesquisa, seguidas pela especificação dos modelos utilizados nas análises econométricas. Por fim, são descritos os testes de validação dos modelos, bem como os testes de robustez.

#### 3.1. Tipologia

A tipologia de um estudo é uma classificação baseada nos objetivos e metodologia utilizada. Segundo Creswell (2013), cada tipologia possui suas próprias características únicas e é importante selecionar a tipologia adequada a fim de atender à pergunta de pesquisa e objetivos específicos da investigação. As classificações utilizadas foram elaboradas seguindo as diretrizes propostas por Gil (2002).

O presente estudo tem a natureza descritiva, pois objetiva o estabelecimento de relação entre dois fenômenos, mais especificamente, identificar a existência de uma relação estatística entre a incerteza sobre a política econômica e o conservadorismo condicional de empresas brasileiras com ações negociadas na B<sup>3</sup>.

Em relação à metodologia da pesquisa, o presente trabalho é de natureza *ex-post facto*. Isso significa que neste tipo de pesquisa o estudo foi realizado após a ocorrência de variações na variável dependente no curso natural dos acontecimentos. Portanto, o investigador não tem controle sobre a variável dependente, já que ela constitui o fator presumível do fenômeno. Em vez disso, o investigador formula hipóteses para avaliar quais fatores determinaram o fenômeno.

#### 3.2. Amostra e período de análise

Para composição da amostra, foram excluídas as companhias com menos de cinco anos de negociação e as empresas do setor financeiro, conforme classificação de setores da

Economática, cuja estrutura de capital, características operacionais e de investimento, assim como toda a estrutura contábil, divergem das demais empresas (Moreira et al., 2010).

Com relação a adoção do prazo mínimo de cinco anos de negociação como critério para amostra, tal escolha se deve ao fato de ser mais complexa a precificação de empresas sem histórico de negociação por parte dos investidores, uma vez que o beta ou desvio padrão de retornos de ações são frequentemente usados como medidas de risco de ações (Damodaran, 2009). Neste sentido, a ausência desta referência histórica pode causar uma maior variância dos preços nos primeiros anos de negociação. Desse modo, embora não haja unanimidade sobre a duração ideal do período de estimativa para uma medida de risco confiável, cinco anos é a escolha mais comum dos analistas (Groenewald & Fraser, 2000).

Quadro 3 - Descrição da Amostra de Empresas

Setores conforme classificação Economática	Qde. de empresas	Ano	Empresas a cada ano	Observações (dados contábeis trimestrais)
Outros	61	2010	196	746
Alimentos e Bebidas	11	2011	205	790
Energia Elétrica	34	2012	205	799
Agro e Pesca	3	2013	212	823
Textil	15	2014	217	850
Comércio	15	2015	224	860
Telecomunicações	5	2016	223	853
Construção	18	2017	233	890
Transporte Serviços	12	2018	234	907
Máquinas Industriais	5	2019	237	924
Veículos e peças	14	2020	237	934
Química	7	2021	237	930
Petróleo e Gás	9	2022 (q1-q3)	231	677
Software e Dados	4	Total		10.983
Siderur & Metalur	17			
Minerais não metálicos	2			
Eletroeletrônicos	3			
Papel e Celulose	4			
Mineração	2			
Total	241			

Fonte: Elaboração própria

Após as referidas exclusões, a amostra final permaneceu com um total de 241 empresas (Quadro 3). O estudo compreende informações financeiras trimestrais a partir de 2010, perfazendo os dados mais recentes disponíveis no momento da elaboração da presente pesquisa,

ou seja, até o terceiro trimestre de 2022. A escolha pelo período inicial se deu pelo fato de que a partir de 2010 o Brasil começou a adotar completamente as normas internacionais de Contabilidade – IFRS, com alterações importantes nos processos contábeis (Santos et al., 2014), de modo que a utilização de dados anteriores a 2010 poderia distorcer os resultados.

Os dados financeiros foram coletados no banco de dados Economatica, tendo sido obtidos os relatórios contábeis das companhias abertas e as informações referentes ao preço das ações. Foram utilizados os dados consolidados com periodicidade trimestral, uma vez que as companhias abertas do Brasil devem divulgar informações contábeis com esta frequência.

Como *proxies* de incerteza sobre a política econômica foram utilizados dois índices, o primeiro denominado *Economic Policy Uncertainty Index* (EPU) desenvolvido por Baker et al. (2016) e o outro desenvolvido por Ferreira et al. (2019). Os dois índices medem a incerteza sobre a política econômica com base na frequência de artigos divulgados na imprensa que tratam do assunto. O índice elaborado pelos autores Baker et al. (2016) será denominado EPU, e o índice desenvolvido pelos autores Ferreira et al. (2019), denominado EPU 2. Embora Ferreira et al. (2019) também tenham construído seu índice a partir da frequência de artigos sobre o tema publicados nos principais jornais brasileiros, eles incluíram um componente adicional relacionado ao grau de dispersão entre as previsões dos especialistas em variáveis macroeconômicas divulgadas no relatório Focus do Banco Central do Brasil.

O índice EPU seguiu o método elaborado pelos autores Baker, Bloom e Davis. Os autores utilizaram artigos publicados pelo jornal Folha de São Paulo de 1991 em diante. Em cada mês, contaram o número de artigos que continham os termos "incerto" ou "incerteza", "econômico" ou "economia" e um ou mais dos seguintes termos relevantes para a política: regulação, déficit, orçamento, imposto, banco central, alvorada, planalto, congresso, senado, câmara dos deputados, legislação, lei, tarifa. Para obter o EPU, escalaram as contagens brutas de artigos que continham os termos mencionados pelo número total de artigos publicados no mesmo jornal e mês. Redimensionaram multiplicativamente a série resultante para uma média de 100 de janeiro de 1991 a dezembro de 2011.

Por sua vez, o índice EPU 2, desenvolvido pelos autores Ferreira et al. (2019), consulta seis jornais diferentes: Valor Econômico, Folha de São Paulo, Correio Brasiliense, Estadão, O Globo e Zero Hora. Os autores buscam notícias com combinação de dois grupos de termos para fins de classificação: um relacionado ao tema "economia", para o qual foi utilizado o termo "economia", e outro diretamente relacionado à incerteza, que consistia nos termos "incerteza", "instabilidade" e "crise". Os autores incluem em seu índice, além da frequência de notícias

relacionadas a incerteza, o grau de discrepância nas previsões de 12 meses à frente para a taxa de câmbio, Selic e IPCA produzida pelo Banco Central e publicada no Relatório Focus. A ponderação final entre estes dois componentes para a construção do índice é realizada de forma que o indicador principal preserve o maior número de picos de incerteza presentes em seus componentes entre janeiro de 2008 e dezembro de 2017.

As duas séries de dados estão disponíveis no site [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com), compreendendo medições iniciadas em janeiro de 1991 até o período atual. É importante destacar que, devido à natureza trimestral dos dados contábeis utilizados neste estudo e considerando que a frequência dos dados relacionados ao índice de incerteza política (EPU) são mensais, foi adotada a média trimestral dos valores do EPU. Assim, em cada ponto que coincide com o final de um trimestre, é representada a média dos valores do EPU nos últimos três meses.

### 3.3. Especificação do conservadorismo condicional

O conservadorismo condicional foi medido com base no modelo de Basu (1997), que também é conhecido como o Modelo Reverso de Lucros Associados a Retornos. Este modelo permite avaliar o reconhecimento assimétrico de boas e más notícias, bem como a forma como o lucro incorpora o retorno econômico. O modelo de Basu pode ser descrito da seguinte maneira:

$$\frac{LL_{i,t}}{P_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} + \beta_3 R_{i,t} D_{i,t} + \varepsilon_i \quad (1)$$

Em que:

$LL_{i,t}$  = lucro líquido da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$P_{i,t-1}$  = preço de fechamento, ajustado por dividendos, das ações da empresa  $i$  no período  $t-1$ ;

$\beta_j$  = parâmetros da regressão a serem estimados;

$D_{i,t}$  = *dummy* de retorno negativo, assume 1 para valores de  $R_{i,t}$  negativos e zero nos demais casos;

$R_{i,t}$  = retorno das ações da empresa  $i$  no período  $t$ , ou seja:  $R_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1$ ;



$R_{i,t}D_{i,t}$  = variável de interação entre a *dummy* de retorno negativo e o retorno das ações da empresa  $i$  no período  $t$ ,

$\varepsilon_t$  = erro da regressão ( $\sim N(0, \sigma^2)$ ).

Nesta especificação a variável *dummy* ( $D_{i,t}$ ) isolada e em conjunto com a variável de retorno  $R_{i,t}$  são utilizadas para avaliar se o lucro contábil é mais sensível aos resultados negativos que aos positivos, enquanto o coeficiente  $\beta_2$  reflete o reconhecimento do retorno econômico pelo lucro.

Os parâmetros  $\beta_1$  e  $\beta_3$  são os coeficientes que refletem o reconhecimento assimétrico do retorno econômico pelo lucro contábil, indicando a presença de conservadorismo. O parâmetro  $\beta_1$  mensura a diferença entre o reconhecimento contábil de boas e más notícias já absorvidas pelo preço de mercado, enquanto o coeficiente  $\beta_3$  mensura a intensidade desse reconhecimento entre boas e más notícias. O coeficiente  $\beta_0$ , por sua vez, não possui relação com o conservadorismo condicional e apresenta sinal positivo.

Basu (1997) previu que o coeficiente de inclinação para retornos negativos  $\beta_3$  deve ser maior do que o coeficiente de inclinação para retornos positivos  $\beta_2$ . Isso porque as perdas não realizadas (más notícias) têm maior probabilidade de serem reconhecidas imediatamente na contabilidade conservadora do que os ganhos não realizados (boas notícias).

Para o autor, alguns ganhos não realizados atuais serão reconhecidos em períodos futuros quando forem realizados financeiramente (recebimento do caixa). Segundo Basu (1997), como as notícias, por definição, não estão correlacionadas ao longo do tempo, esses ganhos não realizados atuais não estarão correlacionados com as notícias e retornos do período de reconhecimento. Esses ganhos realizados refletindo boas notícias anteriores resultarão em um intercepto positivo na regressão ‘reversa’. Em contraste, como a maioria das perdas não realizadas é capturada imediatamente, poucas notícias ruins são adiadas para períodos futuros.

Para reduzir possíveis problemas estatísticos associados às características específicas de cada empresa na amostra e controlar a heterocedasticidade, Basu (1997) dividiu a variável  $LL_{i,t}$  pelo preço da ação ao final do ano anterior,  $P_{i,t-1}$ . Como resultado, tanto o retorno do período quanto o lucro são apresentados em escala percentual em relação ao período anterior, proporcionando uma medida de retorno.

### 3.4. Relação entre o conservadorismo contábil e a incerteza sobre a política econômica (EPU)

Para avaliar a relação entre a incerteza sobre a política econômica e o conservadorismo condicional são propostas adaptações ao modelo de Basu (1997), adaptações estas semelhantes as realizadas por pesquisadores como Ramalingegowda e Yu (2012), Bu et al. (2020) e Dai e Ngo (2020).

A seguir é evidenciado o modelo com as adaptações realizadas:

$$\frac{LL_{i,t}}{P_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} R_{i,t} + \beta_4 EUP_t + \beta_5 R_{i,t} EUP_t + \beta_6 D_{i,t} EUP_t + \beta_7 D_{i,t} R_{i,t} EUP_t + \varepsilon \quad (2)$$

Em que:

$EUP_t$  = média do índice mensal de incerteza sobre a política econômica para o período  $t$ ;

Após as modificações, são incluídas outras variáveis de interesse cujos coeficientes de inclinação são  $\beta_4, \beta_5, \beta_6$  e  $\beta_7$  que tem interação com as variáveis de incerteza sobre a política econômica (EPU). Os coeficientes  $\beta_6$  e  $\beta_7$  trazem a interação entre as variáveis relacionadas ao conservadorismo condicional,  $D_{i,t}$  e  $D_{i,t} R_{i,t}$ , e a variável de incerteza  $EUP_t$ , neste sentido, se um destes coeficientes for significativo ficará estabelecida uma relação estatística entre a incerteza política e o conservadorismo condicional.

Em seguida, propõem-se uma nova alteração por meio da inclusão de variáveis que relacionam o conservadorismo e os aumentos de incerteza sobre a política econômica. Neste sentido, foi proposto um terceiro modelo, conforme segue:

$$\frac{LL_{i,t}}{P_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} R_{i,t} + \beta_4 EUP_t + \beta_5 R_{i,t} EUP_t + \beta_6 D_{i,t} EUP_t + \beta_7 D_{i,t} R_{i,t} EUP_t + \beta_8 D_{i,t} R_{i,t} De_{i,t} EUP_t + \varepsilon \quad (3)$$

Em que:

$De_{i,t}$  = *dummy* de aumento da incerteza sobre a política econômica, assume 1 para variações positivas do EPU e zero nos demais casos;

A variável *dummy*  $De_{i,t}$  dessa relação assumirá 1 apenas quando a variação do índice EPU no intervalo for positiva, o que indica um aumento do nível de incerteza neste intervalo. Após a modificação, o coeficiente de interesse é  $\beta_8$ , uma vez que relaciona o conservadorismo, dado pelo polinômio bivariado  $D_{i,t}R_{i,t}$ , com as variáveis de incremento de incerteza sobre a política econômica (EPU), por sua vez dado pelo polinômio bivariado  $De_{i,t}EPU$ .

Caso o coeficiente  $\beta_8$  seja significativo poder-se-á considerar a hipótese da incerteza política de Dai e Ngo, (2020), tendo em vista que estará constatada a relação estatística entre os aumentos dos níveis de incerteza sobre a política econômica e o conservadorismo condicional.

### 3.5. Hipóteses de pesquisa

Considerando que o objetivo da pesquisa é analisar a relação entre os níveis de incerteza sobre a política econômica no Brasil e a presença de conservadorismo contábil nas empresas brasileiras, buscando identificar se no Brasil se observa conservadorismo por parte das empresas diante de maiores níveis de incerteza política, o primeiro passo da pesquisa é avaliar a existência ou não de conservadorismo nas empresas que compõem a amostra no período analisado, pois se inexistir conservadorismo não será possível fazer a análise da associação com os níveis de incerteza sobre a política econômica.

Dessa forma, a primeira hipótese testada pode ser assim enunciada:

***H<sub>1</sub> – As empresas da amostra apresentam conservadorismo condicional no período de análise***

Para tanto, se procederá com a avaliação dos resultados do modelo clássico de Basu (1997) sem adaptações (Equação 1). Para que esta hipótese seja aceita, será necessário que o resultado da análise estatística indique pela significância estatística dos coeficientes associados ao conservadorismo  $\beta_1$  e/ou  $\beta_3$ .

Uma avaliação adicional é verificar se o coeficiente  $\beta_3$  é maior que  $\beta_2$ . Este resultado corroboraria os achados de Basu (1997), que prevê que o coeficiente de inclinação para retornos negativos seja maior do que o coeficiente de inclinação para retornos positivos. Isso ocorre porque as perdas não realizadas (más notícias) têm maior probabilidade de serem reconhecidas imediatamente na contabilidade conservadora em comparação aos ganhos não realizados (boas notícias).

Conforme indicado no referencial teórico, o conservadorismo é considerado uma das características que tem influenciado as práticas contábeis por séculos (Basu, 1997), neste sentido, é esperado que os resultados corroborem a hipótese de conservadorismo nas empresas da amostra, portanto que  $\beta_1$  e/ou  $\beta_3$  sejam significativos e que  $\beta_3$  seja maior que  $\beta_2$ .

Caso se confirme a existência de conservadorismo nas empresas da amostra, será aplicado o modelo de Basu (1997) adaptado, incluindo as variáveis relacionadas à incerteza econômica (Equações 2 e 3), para testar as demais hipóteses.

***H<sub>2</sub> – Há relação estatística entre os índices de incerteza sobre a política econômica avaliados e o conservadorismo condicional.***

Esta hipótese será analisada por meio dos resultados obtidos com a equação 2. A análise visa verificar se as variáveis relacionadas ao conservadorismo continuam com coeficientes estatisticamente significativos, portanto se  $\beta_1$  e/ou  $\beta_3$  permanecem significativos mesmo com as modificações no modelo clássico, e se as variáveis relacionadas à incerteza sobre a política econômica apresentam coeficientes estatisticamente significativos,  $\beta_6$  e  $\beta_7$  que relacionam a incerteza sobre a política econômica (EPU) com as variáveis relacionadas ao conservadorismo,  $D_{i,t}$  ou  $D_{i,t}R_{i,t}$ . Dessa forma, busca-se verificar se há uma associação estatística entre a incerteza sobre a política econômica e o conservadorismo nas empresas da amostra investigada.

O resultado esperado, conforme análise dos estudos apresentados no referencial teórico, é que exista uma relação importante entre a incerteza sobre a política econômica e o conservadorismo e, portanto, que ao menos um dos coeficientes relacionados ao conservadorismo apresente significância estatística ( $\beta_1$  ou  $\beta_3$ ), e ao menos um dos coeficientes que relaciona conservadorismo condicional e incerteza sobre a política econômica também apresente significância estatística ( $\beta_6$  ou  $\beta_7$ ), demonstrando a existência de uma relação importante entre estes dois fenômenos.

Caso se obtenha o resultado esperado, esta constatação ainda não descreve a direção da relação entre as variáveis, ou seja, não se pode afirmar que aumentos no nível de incerteza estão associados ao conservadorismo, mas apenas que existe uma relação estatística entre elas. Cabe citar o resultado obtido por Bu et al. (2020) que descreve uma contabilidade mais arrojada por parte das empresas chinesas em momentos de elevada incerteza sobre a política econômica,

de modo que em períodos de menor incerteza tais empresas devem ser menos arrojadas. Esta direção, do qual se quer inferir, é avaliada no âmbito da hipótese 3 com o uso da equação 3.

***H<sub>3</sub> – Variações positivas no índice de incerteza estão associadas a existência de conservadorismo nas empresas da amostra.***

Para avaliar esta hipótese serão analisados os resultados obtidos com a equação 3. Na referida equação o coeficiente  $\beta_8$  deve obrigatoriamente apresentar significância estatística. Isto porque este coeficiente relaciona o conservadorismo, dado pelo polinômio bivariado  $D_{i,t}R_{i,t}$ , com as variáveis de incremento de incerteza sobre a política econômica (EPU) por sua vez dado pelo polinômio bivariado  $De_{i,t}EPU$ .

Conforme os estudos apresentados no referencial teórico, considerando que o aumento da incerteza sobre a política econômica eleva a assimetria de informação entre administradores e demais partes interessadas, provocando um aumento na demanda por conservadorismo destes últimos, é esperado que aumentos de incerteza relacionados a política econômica levem ao conservadorismo condicional e, portanto, a confirmação da hipótese 3.

Das hipóteses apresentadas a terceira é a que corroborar a hipótese da incerteza política, uma vez que avalia a significância do coeficiente diretamente ligado aos aumentos de incerteza sobre a política econômica. Assim, se validada esta hipótese, poder-se-á considerar validada a hipótese da incerteza política de Dai e Ngo, (2020).

Além da aplicação e da análise dos modelos apresentados, de forma complementar, a relação entre conservadorismo e incerteza sobre a política econômica será apresentada e analisada de forma gráfica, ou seja, demonstrando visualmente os anos em que o conservadorismo é verificado e a evolução do índice de incerteza ao longo destes anos.

### **3.6. Abordagem de dados em painel e testes econométricos**

O modelo de Basu (1997) adota a abordagem de estimação por dados em painel que, conforme descrito por Brooks (2014), consiste em conjuntos de dados que compreende elementos transversais sobre um mesmo indivíduo ao longo do tempo, neste sentido um painel de dados incorporará informações no tempo e no espaço.

A análise de dados em painel apresenta vantagens sobre modelos de corte transversal ou de séries temporais. Esta abordagem permite controlar problemas estatísticos como a

heterogeneidade dos dados entre indivíduos, aumentar o número de graus de liberdade e reduzir a colinearidade entre as variáveis explicativas (Moreira et al., 2010).

Além disso, conforme Gujarati (2011), a análise de dados em painel proporciona informações mais ricas e uma medição mais adequada em estudos que incluem mudanças significativas na amostra, como crises econômicas, mudanças estratégicas ou mudanças nos valores e práticas no processo decisório, uma vez que não concentra a análise sobre uma empresa em particular ou sobre um período específico.

As abordagens mais comuns para análise de dados em painel incluem:

- Modelos agrupados “Pooled”, que estimam parâmetros  $\beta$  comuns para todos os indivíduos;
- Modelos com efeitos fixos (EF), que captam a heterogeneidade dos indivíduos na parte constante, que pode ser diferente entre cada indivíduo, captando assim diferenças invariantes no tempo;
- Modelos com efeitos aleatórios (EA), que introduzem a heterogeneidade dos indivíduos no termo de erro, considerando a constante como um parâmetro aleatório não observável.

Conforme descrito por Moreira et al. (2010), devem ser realizados testes específicos para identificar a melhor estratégia de estimação dos modelos, uma vez que o comportamento dos dados das empresas da amostra não é conhecido previamente. Seguindo a sugestão de Silva e Cruz Jr. (2004), serão realizadas três etapas de testes (Quadro 4).

Quadro 4 – Etapas para escolha da abordagem de dados em painel

<b><i>1º Teste: Teste de Chow</i></b>	<b><i>Comparação entre o Modelo Restrito (Polled) e Efeitos Fixos (EF)</i></b>
Hipótese Nula:	Interceptos comuns (Polled)
Hipótese Alternativa:	Interceptos distintos para cada seção cruzada (EF)
<b><i>2º Teste: Teste LM-Breusch-Pagan</i></b>	<b><i>Comparação entre o Modelo Restrito (Polled) e Efeitos Aleatórios (EA)</i></b>
Hipótese Nula:	Interceptos comuns (Polled)
Hipótese Alternativa:	Interceptos distintos para cada seção cruzada (EA)
<b><i>3º Teste: Teste de Hausman</i></b>	<b><i>Comparação entre Efeitos Fixos (EF) e Efeitos Aleatórios (EA)</i></b>
Hipótese Nula:	Resíduos não correlacionados com a variável explicativa (EF).
Hipótese Alternativa:	Resíduos correlacionados com a variável explicativa (EA).

Fonte: Elaboração própria com base nos trabalhos de Moreira et al. (2010) e Silva e Cruz Jr. (2004)

Espera-se que as empresas da amostra apresentem características individuais que influenciam o comportamento das variáveis dependentes e que essas características permaneçam constantes ao longo do tempo. Dessa forma, do ponto de vista da dinâmica esperada, a utilização da abordagem de efeitos fixos (EF) tende a ser a mais adequada, uma vez que permite controlar as heterogeneidades entre as empresas, proporcionando resultados mais precisos e confiáveis, aumentando a confiabilidade das análises realizadas.

Além das avaliações para selecionar a melhor abordagem para estimar regressões em painel, foram realizados testes nas séries de dados e regressões calculadas, a fim de avaliar se os resultados estão em conformidade com os pressupostos do modelo utilizado. Esses testes são importantes para garantir a validade e a confiabilidade dos resultados obtidos na pesquisa. A seguir serão elencados os testes realizados, acompanhados de sua descrição e resultados esperados.

**Normalidade dos resíduos:** embora a normalidade dos resíduos não seja um requisito obrigatório para a obtenção dos estimadores de mínimos quadrados, ela é importante para avaliar a confiabilidade dos resultados e realizar testes de significância. Quando não há normalidade dos resíduos, os estimadores ainda são precisos, mas os testes tornam-se inválidos, especialmente em amostras pequenas.

O teste de Jarque-Bera é uma das ferramentas utilizadas para verificar se os erros dos modelos de regressão possuem distribuição normal. Caso a normalidade dos resíduos não seja corroborada é importante verificar o tamanho da amostra ou a existência de *outliers* nas séries que podem estar causando a não normalidade. Para tamanhos de amostra suficientemente grandes, a violação da suposição de normalidade é virtualmente inconsequente (Brooks, 2014).

**Teste de Heterocedasticidade:** o *Panel Period Heteroskedasticity LR Test* (Teste de Qui-Quadrado para Heterocedasticidade por Período em Painel) é um teste estatístico disponível no software Eviews usado para verificar se existe heterocedasticidade condicional nos resíduos de um modelo de regressão em painel.

O teste utiliza o modelo de regressão com efeitos fixos ou aleatórios para calcular os resíduos e, em seguida, testa a hipótese nula de que os erros têm a mesma variância para todos os períodos e indivíduos do painel. A hipótese alternativa é que a variância dos erros não é constante ao longo do tempo, o que pode resultar em erros padrões incorretos e, por consequência, em inferências enganosas (Brooks, 2014).

O teste calcula uma estatística baseada no teste de Qui-Quadrado que compara a soma dos quadrados dos resíduos padronizados para cada período com a soma total dos quadrados dos resíduos padronizados em todo o período do painel.

**Teste de Autocorrelação de Durbin-Watson:** visa avaliar a presença de autocorrelação de primeira ordem nos resíduos do modelo de regressão. A autocorrelação pode resultar em erros padrões incorretos, afetando negativamente a confiabilidade dos resultados dos testes  $t$  dos parâmetros do modelo (Brooks, 2014).

**Análise da Matriz de Correlação das Variáveis do Modelo:** foi realizada a análise da matriz de correlação entre as variáveis explicativas presentes nos modelos de regressão com o objetivo de identificar a possibilidade de ocorrência de multicolinearidade entre os regressores. A presença de multicolinearidade pode resultar em valores artificialmente elevados do  $R^2$ , além de comprometer a significância dos regressores (Brooks, 2014).

**Teste de Estacionariedade Augmented Dickey-Fuller (ADF):** este teste avalia o nível de integração de uma variável. Conforme Gujarati (2011) o nível de integração indica quantas diferenciações foram necessárias para que a série se tornasse estacionária. Variáveis  $i(0)$  pertencem a séries estacionárias em nível,  $i(1)$  séries estacionárias com a primeira diferença, e assim por diante. O teste de raiz unitária Dickey-Fuller (DF) estima uma regressão do tipo:

$$Y_t = \alpha Y_{t-1} + \mu_t \quad (4)$$

Ainda de acordo com Gujarati (2011), o coeficiente  $\alpha$  estimado é dividido por seu erro-padrão para calcular a estatística tau ( $\tau$ ) de Dickey-Fuller. O valor obtido é comparado com o valor tabelado de Dickey-Fuller para confirmar uma das seguintes hipóteses:

Hipótese nula,  $H_0: \alpha = 0$  (há uma raiz unitária ou a série temporal é não estacionária, ou ela possui uma tendência estocástica).

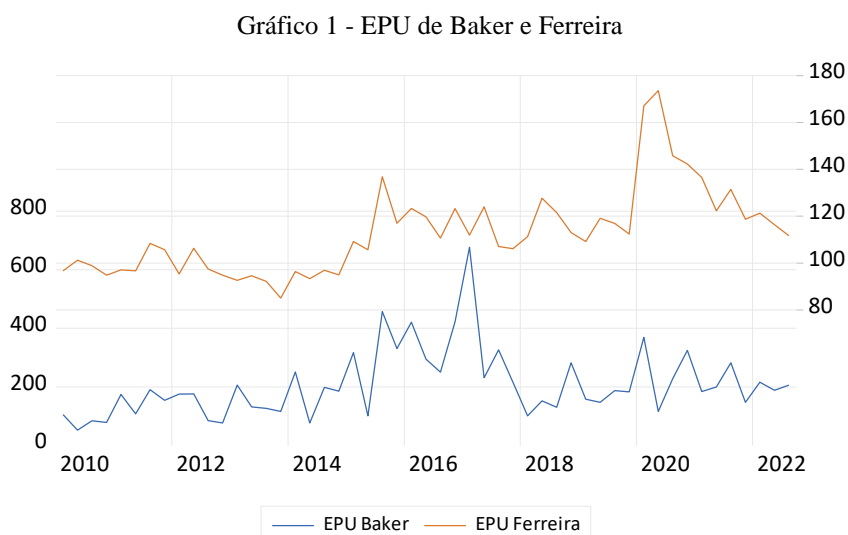
Hipótese alternativa,  $H_1: \alpha < 0$  (a série temporal é estacionária, possivelmente em torno de uma tendência determinística)

Como resultado espera-se que a hipótese nula seja rejeitada, indicando que a série é estacionária. Uma série temporal estacionária é uma série cujas médias, variância e função de autocovariância não variam com o tempo.



Com relação aos problemas relacionados a autocorrelação e a heterocedasticidade, o modelo *Seemingly Unrelated Regression* (SUR) pode ser utilizado para corrigir estes problemas, uma vez que permite a estimação de múltiplas equações simultaneamente, considerando a correlação entre as variáveis dependentes dessas equações, tornando os termos de erro não correlacionados (Brooks, 2014). Essa correlação entre as variáveis dependentes pode ser representada por uma matriz de covariância que é incluída no modelo, ajudando a corrigir a autocorrelação residual. Além destas vantagens, o modelo SUR também pode corrigir outros problemas que surgem em modelos de regressão, como a heterocedasticidade e a colinearidade entre as variáveis independentes.

Por fim, foi realizada uma avaliação adicional, com o objetivo de verificar se existem diferenças significativas nos resultados da análise a depender o índice de incerteza utilizado, uma vez que seria possível que a mudança do índice de incerteza pudesse levar a diferenças significativas nos resultados e análises. Neste sentido, a presente pesquisa avalia os índices desenvolvidos pelos autores Baker et al. (2016) e Ferreira et al. (2019). O Gráfico 1 traz os dois índices utilizados na avaliação de forma sobreposta para uma análise visual do seu comportamento conjunto no intervalo de análise proposto na presente pesquisa.



É importante notar que os índices utilizados possuem uma correlação relativamente baixa, de cerca de 35,65%, conforme evidencia o Gráfico 1, neste sentido não se pode descartar a possibilidade de que tais diferenças possam ser relevantes para a interpretação dos resultados. Portanto, a realização dessa avaliação adicional é necessária para trazer robustez aos resultados do modelo e garantir a confiabilidade das conclusões alcançadas no estudo.

O Quadro 5 a seguir apresenta um resumo detalhado dos testes realizados durante a pesquisa, indicando os objetivos específicos de cada teste e os resultados esperados. Por meio dessa análise, busca-se obter uma compreensão mais aprofundada sobre a adequação do modelo econométrico utilizado.

Quadro 5 – Síntese dos procedimentos estatísticos realizados

Teste	Objetivo	Resultado esperado	Referência
Escolha da abordagem de dados em painel			
Chow	Descrever a melhor abordagem, se Polled ou Efeitos Fixos	Rejeição da $H_0$ , indicativo para utilização de Efeitos Fixos	Moreira et al. (2010) e Silva e Cruz Jr. (2004)
LM-Breusch-Pagan	Descrever a melhor abordagem, se Polled ou Efeitos variáveis	Rejeição da $H_0$ , indicativo para utilização de Efeitos Aleatórios	Moreira et al. (2010) e Silva e Cruz Jr. (2004)
Hausman	Descrever a melhor abordagem, se Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios	Não rejeição da $H_0$ , indicativo para utilização de Efeitos Fixos	Moreira et al. (2010) e Silva e Cruz Jr. (2004)
Testes de validade do modelo			
Jarque-Bera	Investigar se os resíduos estão normalmente distribuídos	Não rejeição da $H_0$ , indicativo normalidade dos resíduos	Brooks (2014)
Bresch-Pagan-Godfrey	Investigar a presença de Heterocedasticidade	Não rejeição de $H_0$ , indicando que há homoscedasticidade	Brooks (2014)
Durbin-Watson	Investigar a presença de Autocorrelação residual	Resultado acima do limite inferior indicando ausência de autocorrelação.	Brooks (2014)
Augmented Dickey-Fuller	Avaliar o nível de integração das variáveis	Rejeição da $H_0$ , indicativo a inexistência de raiz unitária	Brooks (2014)

Fonte: Moreira et al. (2010), Silva e Cruz Jr. (2004) e Brooks (2014)

Cabe citar que este trabalho estimou os modelos estatísticos utilizando o Software Eviews® versão 12.

## 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção serão abordados os resultados obtidos com o estudo econométrico e sua interpretação a partir das hipóteses formuladas. Preliminarmente, serão indicados os tratamentos dados às variáveis. Em seguida, serão apresentados os resultados dos testes para escolha da melhor abordagem para dados em painel, além dos testes de validade do modelo e os tratamentos realizados, conforme o caso.

Posteriormente, serão discutidos os resultados dos modelos econométricos a luz das hipóteses levantadas, indicando as principais contribuições deste trabalho em relação às investigações realizadas na literatura contábil.

### 4.1. Os dados e os tratamentos

Neste trabalho foram utilizados três conjuntos de dados, sendo eles o lucro das empresas, os preços das ações, e o índice de incerteza sobre a política econômica, do qual se fez uso de duas fontes distintas, dos pesquisadores Baker et al. (2016) e Ferreira et al. (2019), EPU e EPU2, respectivamente, além de combinações de tais variáveis com variáveis *dummy*. É importante citar que em decorrência dos dados contábeis utilizados na presente avaliação serem trimestrais e do índice EPU ser mensal, utilizou-se a média do trimestre para os valores de EPU, de modo que em cada vértice que coincide com o fim do trimestre se tem a média do EPU dos últimos três meses.

Basu (1997) divide Lucro pelo preço da ação do final do ano anterior ( $P_{i,t-1}$ ) diminuindo possíveis problemas estatísticos referentes a características de cada empresa da amostra. Com relação ao retorno das ações, inicialmente este valor foi obtido pela variação percentual dos preços, ou retorno bruto simples, sendo este procedimento substituído pelo log-retorno, com os motivos para este tratamento sendo aprofundados a seguir.

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis não categóricas utilizadas na pesquisa.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis

	$\frac{LL}{P}$	R	EPU	EPU2
Min.	-62,818	-0,868	0,000	0,000
Max.	19,285	117,607	676,955	173,600
Range	82,103	118,475	676,955	173,600
Mediana	0,023	0,008	184,384	109,200
Média	-0,298	0,060	199,223	108,697
Erro padrão	0,022	0,011	0,983	0,231
Variância	5,673	1,576	13.278,740	730,233
Desvio padrão	2,382	1,255	115,233	27,023
Coefficiente de variação	-8,003	20,905	0,578	0,249
Range/ Desvio Padrão	34,468	94,402	5,874	6,424

Fonte: elaboração própria

A análise dos valores presentes da Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis revelou que as variáveis  $\frac{LL}{P}$  e R apresentam uma grande variação, como indicado pelas estatísticas de range e desvio-padrão. Essa variação excessiva sugere a presença de anomalias. Para investigar essa possibilidade, procedeu-se com a avaliação visual das referidas variáveis por meio de gráfico (Gráfico 2), no qual se observou a ocorrência de *outliers*.

Embora nenhum critério específico tenha sido definido para identificar a presença de valores discrepantes na amostra, a análise do intervalo de variação (range) em relação ao desvio padrão dessas variáveis reforçou a percepção da necessidade de tratar essas discrepâncias.

Com relação aos tratamentos, para a variável que mede o retorno R optou-se pelo uso de retorno composto continuamente, ou simplesmente log-retorno, descrito abaixo. Segundo Morettin (2011), na prática, é preferível trabalhar com log-retornos, que são livres de escala e possuem propriedades estatísticas mais interessantes, como estacionariedade e ergodicidade.

$$r = \log_e \frac{P_t}{P_{t-1}} \quad (5)$$

Para corrigir as distorções de  $\frac{LL}{P}$  optou-se pelo protocolo de *trimming*. Conforme descrito por Lusk et al. (2011) as formas de eliminação de *outliers* consistem no corte (*trimming*) ou na substituição dos *outliers* por outros valores (*winsorizing*). Existem vários

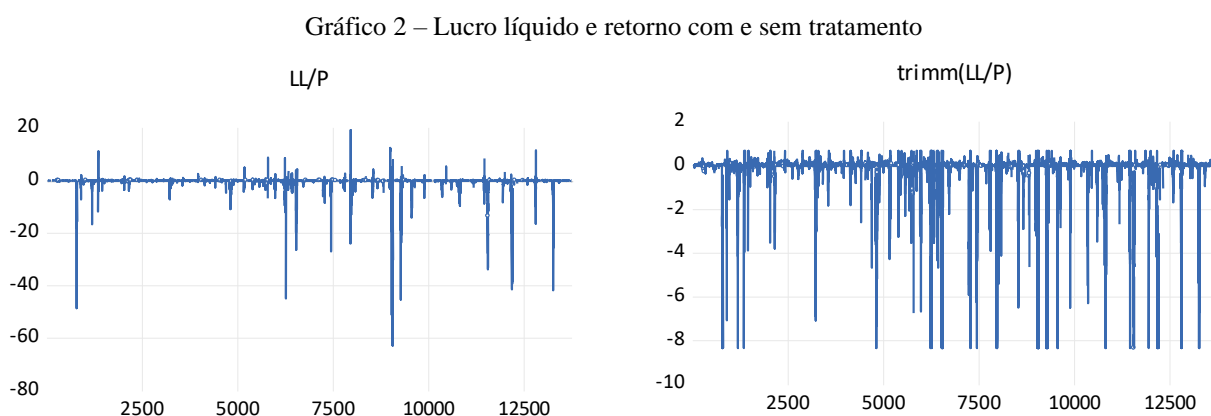
protocolos para realizar o corte dos *outliers*, suscitando a questão do julgamento do pesquisador com relação a qual protocolo utilizar.

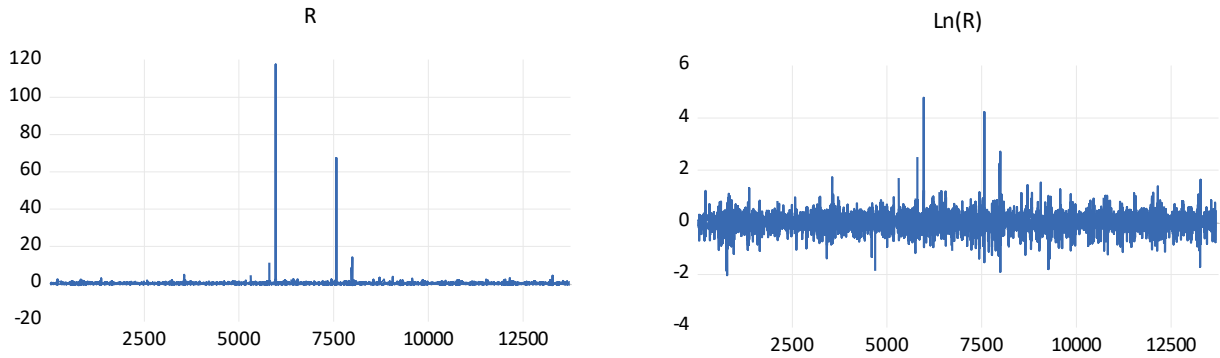
No caso da presente pesquisa, o procedimento consistiu na eliminação dos valores extremos por um determinado percentil (o mínimo e o máximo aparados) dos dados, a fim de suavizar o impacto de valores *outliers*. O percentil a ser recortado da amostra depende da distribuição dos dados, da questão de pesquisa e do objetivo da análise, na presente avaliação foi utilizado 1%, buscando minimizar as perdas potenciais decorrentes da redução da amostra. As perdas foram de 220 observações, ou 2% dos dados da amostra.

Adicionalmente, cabe citar a observação realizada por Lusk et al. (2011) sobre o *trimming* em séries de dados, pois simultaneamente a perda provocada pela redução da amostra, ocorrem ganhos decorrentes da eliminados de *outliers* que, por definição, são responsáveis por uma variância mais elevada dos dados.

Neste sentido, para a presente pesquisa, considerando que o tamanho da amostra é relativamente alto e a natureza *ex-post facto* da pesquisa, considera-se que o protocolo não altera a tendencia da variável, isto porque o corte ocorre nos 1° e 99° percentis mais próximos dos *outliers*, reduzindo em 2% o tamanho da amostra, com ganhos significativos de robustez para o modelo econométrico.

O Gráfico 2 a seguir demonstram as variáveis antes e depois do tratamento, com as ranges significativamente menores.





Fonte: elaboração própria com uso do pacote estatístico Eviews.

Outra questão que pode surgir é sobre a necessidade de proceder com a corte dos *outliers* de todas as variáveis. A escolha pela realização ou não do protocolo “*trimming*” numa variável depende da análise individual de cada uma e da presença ou não de *outliers*. Em alguns casos, o corte dos *outliers* apenas de uma variável pode ser suficiente para solucionar o problema. No entanto, em algumas análises, pode ser necessário realizar o protocolo em mais de uma variável. Em geral, cada caso deve ser avaliado de forma individual.

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis não categóricas utilizadas na pesquisa após as modificações indicadas nos parágrafos anteriores nas variáveis  $\frac{LL}{P}$  e R.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis após ajustes

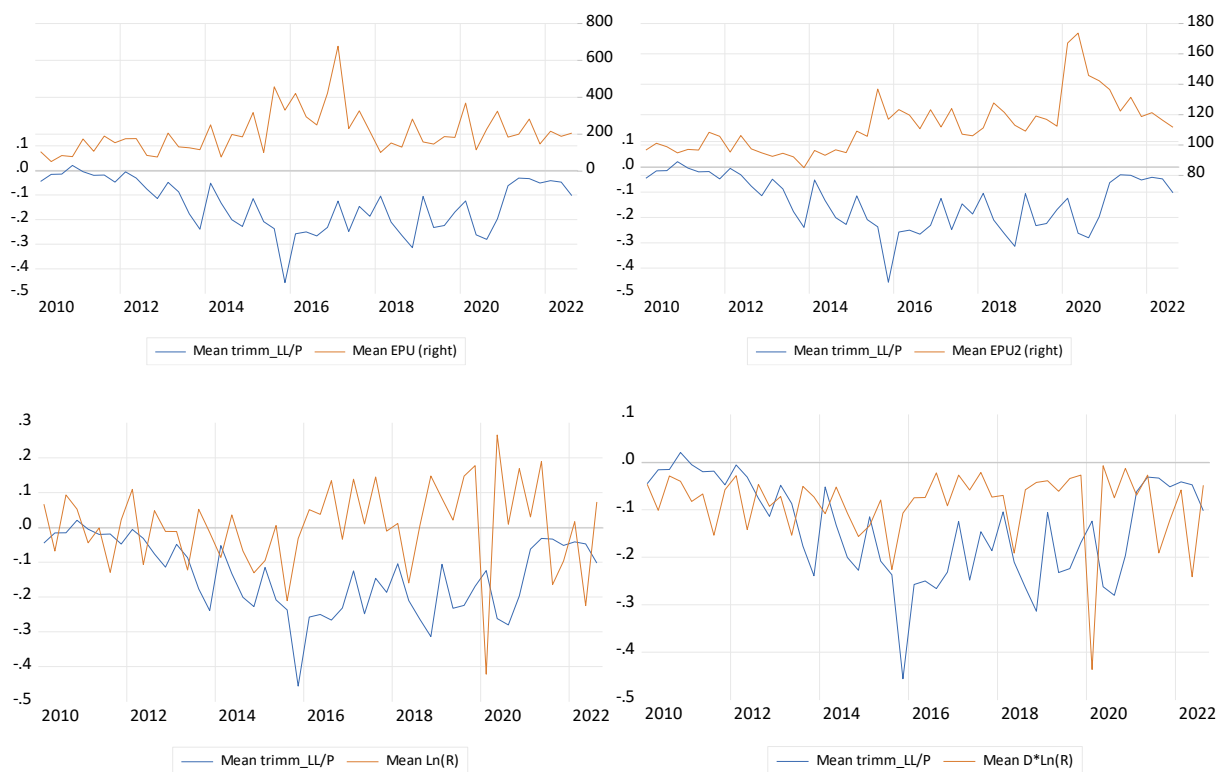
	<i>Trim</i> $(\frac{LL}{P})$	Ln(R)	EPU	EPU2
Min.	<b>-8,624</b>	<b>-2,023</b>	0,000	0,000
Max.	<b>0,689</b>	<b>4,776</b>	676,955	173,600
Range	<b>9,313</b>	<b>6,799</b>	676,955	173,600
Mediana	<b>0,022</b>	<b>0,008</b>	184,384	109,200
Média	<b>-0,145</b>	<b>0,010</b>	199,223	108,697
Erro padrão	<b>0,008</b>	<b>0,002</b>	0,983	0,231
Variância	<b>0,607</b>	<b>0,071</b>	13.278,740	730,233
Desvio padrão	<b>0,779</b>	<b>0,266</b>	115,233	27,023
Coefficiente de variação	<b>-5,368</b>	<b>26,733</b>	0,578	0,249
Range/ Desvio Padrão	<b>11,951</b>	<b>25,546</b>	5,874	6,424

Fonte: elaboração própria

Também foi realizada uma análise gráfica da relação entre as variáveis explicativas e a variável dependente. Visualmente, a relação entre a incerteza sobre a política econômica (EPU) e o lucro líquido ( $\frac{LL}{P}$ ) corrobora a hipótese de incerteza, ou seja, quanto maior a incerteza,

menores serão os retornos. Cabe reforçar que no conservadorismo ocorre a antecipação das perdas e postergação dos ganhos até que a realização financeira seja inequívoca, o que leva a uma subestimação do lucro. Tal situação pode ser catalisada na presença de maiores incertezas com relação à política econômica, descrita na hipótese da incerteza política. Na análise do Gráfico 3 esta relação fica clara principalmente a partir do ano de 2014, com a eclosão do escândalo da Petrobras, seguido da Lava Jato, protestos, impeachment da presidente Dilma Rousseff e pandemia da covid-19.

Gráfico 3 – Relação entre as variáveis dependente e explicativas



Fonte: elaboração própria com uso do pacote estatístico Eviews.

Com relação aos log-retornos, o comportamento esperado foi corroborado pela análise gráfica, no qual os retornos das ações e os lucros das companhias não possuem necessariamente uma relação direta, dado que outros fenômenos podem contribuir para o retorno, que não apenas o desempenho contábil do lucro, a exemplo das expectativas com relação ao desempenho da empresa e da incerteza quanto a sua concretização.

Entretanto, quando se considera apenas os retornos negativos, mostrado na legenda como Mean D\*Ln(R), que equivale a variável  $R_{i,t}D_{i,t}$  do modelo, conforme(1) (2), o comportamento conjunto das variáveis parece possuir melhor ajustamento, denotando que pode haver conservadorismo, ou seja, notícias ruins são reconhecidas de forma mais rápida do que

as notícias boas, de modo que a redução do valor das ações é geralmente sucedida por resultados ruins, enquanto o contrário, aumento do valor das ações sucedido por resultados bons, não ocorre com o mesmo nível de frequência.

O Quadro 6 a seguir sintetiza as variáveis utilizadas, sua representação, descrição, manipulação e relação com a pergunta de pesquisa.

Quadro 6 - Variáveis, tratamento e relação com a pergunta de pesquisa

Representação	Descrição	Manipulação	Relação com a pergunta de pesquisa
$\frac{LL_{i,t}}{P_{i,t-1}}$	Variável dependente, lucro líquido deflacionado do preço do início do período	<i>trimming</i> à 1%	Variável dependente na medição do conservadorismo.
$D_{i,t}$	Variável independente, Dummy assume 1 para valores de R negativos e zero para os demais casos	não há	Mensura a diferença entre reconhecimento contábil de boas e más notícias já absorvidas pelo preço de mercado
$De_{i,t}$	Variável independente, Dummy assume 1 se o índice EPU variou positivamente no intervalo e zero para os demais casos	não há	Mensura a importância do aumento da incerteza sobre a política econômica (EPU) na explicação do resultado das companhias.
$R_{i,t}$	Variável independente, retorno da ação da empresa no intervalo	$Ln(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}})$	Reflete o reconhecimento do retorno econômico pelo lucro.
$EPU_t$	Variável independente, Índice de incerteza da política econômica	média trimestral	Reflete a influência da incerteza da política econômica pelo lucro.
$D_{i,t}R_{i,t}$	Variável independente, apenas retornos negativos	não há	Mensura a intensidade desse reconhecimento entre de boas e más notícias
$De_{i,t}EPU_t$	Variável independente, apenas aumento de incerteza	não há	Variável que indica o impacto do aumento da incerteza sobre a política econômica na explicação dos resultados do período

Fonte: elaboração própria

## 4.2. Testes de validação do modelo

Conforme indicado anteriormente, foram realizados dois conjuntos de testes, o primeiro conjunto serviu para estabelecer a melhor abordagem para dados em painel, que podem ser agrupados (Pooled), efeitos fixos (EF) ou efeitos aleatórios (EA), e o segundo conjunto de testes foi para avaliar a validade do modelo, indicando a confirmação ou não dos pressupostos do modelo.

Foram testados cinco modelos diferentes, o modelo clássico de Basu (1997) e os modelos adaptados (equações 2 e 3) que incluem variáveis de incerteza sobre a política econômica denominados EPU e EPU2, representando respectivamente os modelos adaptados que contém o índice de incerteza de Baker et al. (2016) e o que contém o índice desenvolvido



por Ferreira et al. (2019). Em resumo, foram rodados cinco modelos, conforme demonstrado na Tabela 3.

Tabela 3 - Descrição dos modelos

	Basu	Equação 1	Equação 2
--	modelo 1	--	--
EPU 1	--	modelo 2	modelo 4
EPU 2	--	modelo 3	modelo 5

Fonte: elaboração própria.

Dando início ao primeiro grupo de testes, foi realizada a comparação entre o Modelo agrupado (Polled) e Efeitos Fixos (EF) por meio da utilização do Teste de Chow. Os resultados estão apresentados na Tabela 4.

Tabela 4 - Resultado do Teste de Chow

	Basu (modelo 1)	EPU (modelo 2)	EPU2 (modelo 3)	EPU (modelo 4)	EPU2 (modelo 5)
Cross-section F statistic	20.800948	21.297891	21.059915	21.240717	21.010996
d.f.	(239,10382)	(239,10378)	(239,10378)	(239,10377)	(239,10377)
Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Fonte: elaboração própria com uso do pacote estatístico Eviews.

O teste indicou que o modelo de efeitos fixos é mais apropriado do que o modelo agrupado, uma vez que a hipótese nula do Teste de Chow, que sugere a existência de interceptos comuns e a escolha do modelo agrupado, foi rejeitada.

Em seguida realizou-se a comparação entre o Modelo Restrito e Efeitos Aleatórios pelo Teste LM-Breusch-Pagan, estando os resultados apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 - Resultado do Teste LM-Breusch-Pagan

Testes de hipótese	Basu (modelo 1)	EPU (modelo 2)	EPU2 (modelo 3)	EPU (modelo 4)	EPU2 (modelo 5)
Cross-section	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Time	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Both	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)

Fonte: elaboração própria com uso do pacote estatístico Eviews.

O resultado para cada um dos testes aponta a rejeição da hipótese de interceptos comuns e indicação para um melhor ajustamento com uso de interceptos distintos para cada seção cruzada via utilização de efeitos aleatórios.

O próximo passo é escolher entre efeito aleatório ou efeito fixos pelo uso do teste de Hausman, cujos resultados estão apresentados na Tabela 6.

Tabela 6 - Resultado do Teste Hausman

	Basu (modelo 1)	EPU (modelo 2)	EPU2 (modelo 3)	EPU (modelo 4)	EPU2 (modelo 5)
Chi-Sq. Statistic	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Chi-Sq. d.f.	3	7	7	8	8
Prob.	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000

Fonte: elaboração própria com uso do pacote estatístico Eviews.

Os resultados indicaram a não rejeição da hipótese de resíduos não correlacionados com a variável explicativa, ou seja, pela adoção de modelo com Efeitos Fixos. A Tabela 7 a seguir sintetiza os resultados dos testes.

Tabela 7 - Síntese dos testes para escolha da abordagem de dados em painel

	Basu (modelo 1)	EPU (modelo 2)	EPU2 (modelo 3)	EPU (modelo 4)	EPU2 (modelo 5)
Polled ou EF	EF	EF	EF	EF	EF
Polled ou EA	EA	EA	EA	EA	EA
<b>EF ou EA</b>	<b>EF</b>	<b>EF</b>	<b>EF</b>	<b>EF</b>	<b>EF</b>

Fonte: elaboração própria.

Uma vez determinada a abordagem mais adequada, foram realizados os testes relacionados aos pressupostos do modelo. A primeira verificação foi a partir da matriz de Correlação das Variáveis dos Modelos. A maior correlação observada foi entre as variáveis EPU e EPU 2. Embora sejam duas variáveis importantes neste estudo, estarão presentes em modelos distintos, de modo que esta correlação não terá impacto nos resultados. As demais variáveis permaneceram com correlação abaixo de 0,1.

Tabela 8 - Matriz de correlação

	R	EPU (média trimestral)	EPU2 (média trimestral)	LL (trimming)
R	1.000000			
EPU (média trimestral)	0.044791	1.000000		
EPU2 (média trimestral)	0.081846	0.438367	1.000000	
LL (trimming)	0.063243	-0.064079	-0.046007	1.000000

Fonte: elaboração própria com uso do pacote estatístico Eviews.

O próximo passo foi avaliar o nível de integração das variáveis (Tabela 9). Todas as variáveis mostraram-se estacionárias em nível, ou seja, as variáveis oscilam no tempo ao redor de uma média constante, com uma variância também constante (Morretin, 2011).

Tabela 9 – Resultado do teste ADF das variáveis

Variáveis	Nível de Integração	ADF	P-valor
R	i(0)	-493.382	0.0000
EPU (média trimestral)	i(0)	-230.270	0.0000
EPU2 (média trimestral)	i(0)	-184.771	0.0000
LL (trimming)	i(0)	-212.163	0.0000

Fonte: elaboração própria com uso do pacote estatístico Eviews.

Ademais, a Tabela 10 apresenta os resultados dos testes de normalidade dos resíduos para os cinco modelos utilizados, que indicam a rejeição da hipótese nula. Lembrando que a hipótese nula para o teste Jarque-Bera é de que a distribuição analisada é normal, enquanto a hipótese alternativa é de que a distribuição não segue uma distribuição normal.

Entretanto, cabe evocar o Teorema do Limite Central. Tal teorema estabelece que à medida que o tamanho da amostra cresce, a distribuição das médias amostrais de uma população tende para uma distribuição normal, mesmo que originalmente a população não seja normalmente distribuída. Assim, para amostras relativamente grandes, os estimadores obtidos usando MQO serão assintoticamente normais, de modo que a violação da suposição de normalidade é virtualmente inconsequente (Brooks, 2014).

Tabela 10 – Teste de normalidade Jarque-Bera

Modelo	Média	Desv. Padrão	Assimetria	Curtose	Jarque-Bera	Prob.
Basu (modelo 1)	0.0000	0.635374	-4.838266	44.58259	806948.5	0.0000
EPU (modelo 2)	0.0000	0.631200	-4.786069	44.11324	788872.7	0.0000
EPU2 (modelo 3)	0.0000	0.633420	-4.826017	44.52082	804463.3	0.0000
EPU (modelo 4)	0.0000	0.629387	-4.772479	44.14643	789851.5	0.0000
EPU2 (modelo 5)	0.0000	0.632055	-4.824859	44.73122	812198.0	0.0000

Fonte: elaboração própria com uso do pacote estatístico Eviews.

De acordo com Freund (2006), não é possível descrever o quão grande a amostra deve ser para que se possa aplicar o teorema do limite central, entretanto, a menos que a distribuição da população tenha um formato muito raro, em geral um N de 10 mil observações, que é o caso concreto da presente pesquisa, é considerado suficientemente grande. Neste sentido é possível relaxar o pressuposto de normalidade em favor do Teorema do Limite Central.

O próximo teste realizado foi a avaliação das estatísticas Durbin-Watson para verificar a presença de autocorrelação nos erros do modelo de regressão. A autocorrelação ocorre quando os erros de observações adjacentes estão correlacionados, o que pode subestimar o erro padrão dos coeficientes e resultar em preditores que parecem significativos, quando na verdade não são. Dessa forma, a avaliação das estatísticas Durbin-Watson é fundamental para garantir a confiabilidade dos resultados da regressão.

Tabela 11 - Teste de Durbin-Watson

Modelo	Número de termos (incluindo o intercepto)	$D_L$	$D_U$	Estatística DW
Basu (modelo 1)	4	1.73815	1.79901	0.848257
EPU (modelo 2)	8	1,69663	1,84133	0.875880
EPU2 (modelo 3)	8	1,69663	1,84133	0.854101
EPU (modelo 4)	9	1,68607	1,85219	0.871517
EPU2 (modelo 5)	9	1,68607	1,85219	0.852968

Fonte: Minitab (2021) e elaboração própria com uso do pacote estatístico Eviews.

Para obter a conclusão do teste é necessário comparar os valores exibidos para a estatística de Durbin-Watson com os limites superior e inferior, elaborada por Savin e White (1977). Se a estatística DW for maior que  $D_U$ , não existe correlação; se estatística DW for menor que  $D_L$ , existe uma correlação positiva, se estatística DW estiver entre os dois limites, o teste é inconclusivo. O nível de significância do teste é de 0,05, e se destina a modelos com intercepto. Conforme os resultados evidenciados na Tabela 11, todas as regressões tiveram valores abaixo de  $D_L$ , denotando a presença de correlação positiva.

Por fim, os testes de heterocedasticidade indicaram que os resíduos são heterocedásticos, conforme demonstra a Tabela 12, uma vez que a hipótese nula é rejeitada. Ou seja, as variâncias condicionais dos erros não são constantes, variando ao longo do tempo. Lembrando que na presença de heterocedasticidade dos resíduos, os erros padrões podem estar incorretos e, por consequência, pode-se realizar inferências enganosas (Brooks, 2014).

Tabela 12 - Teste de heterocedasticidade

Modelo	Panel Cross-section Heteroskedasticity LR Test		Panel Period Heteroskedasticity LR Test	
	Value	Probability	Value	Probability
Basu (modelo 1)	38223.40	0.0000	4530.648	0.0000
EPU (modelo 2)	38207.91	0.0000	4553.087	0.0000
EPU2 (modelo 3)	38253.28	0.0000	4539.689	0.0000
EPU (modelo 4)	38137.79	0.0000	4551.261	0.0000
EPU2 (modelo 5)	38201.03	0.0000	4525.209	0.0000

Fonte: elaboração própria com uso do pacote estatístico Eviews.

Tendo em vista os problemas encontrados, deve-se considerar a utilização de métodos alternativos para lidar com a heterocedasticidade e a autocorrelação dos resíduos e melhorar a precisão das estimativas do modelo.

Neste sentido, visando corrigir os referidos problemas, as regressões serão realizadas pelo uso de abordagem SUR (Seemingly Unrelated Regression), usualmente utilizado para modelar os movimentos de várias variáveis dependentes altamente relacionadas. Esta

abordagem permite a estimação de múltiplas equações simultaneamente, considerando a correlação entre as variáveis dependentes dessas equações, tornando os termos de erro não correlacionados (Brooks, 2014). Essa correlação entre as variáveis dependentes pode ser representada por uma matriz de covariância que é incluída no modelo, ajudando a corrigir a autocorrelação residual. Além destas vantagens, o modelo SUR também pode corrigir outros problemas que surgem em modelos de regressão, como a heterocedasticidade e a colinearidade entre as variáveis independentes, melhorando assim a eficiência da estimação (Brooks, 2014).

### 4.3. Interpretação dos resultados

Nesta seção serão evidenciados os resultados dos modelos e a análise e avaliação destes resultados à luz das hipóteses levantadas. Conforme indicado anteriormente, foram elaborados cinco modelos, o primeiro descreverá se existe conservadorismo nas empresas brasileiras com ações negociadas na B<sup>3</sup>. Os outros quatro fazem o mesmo, mas incluem variáveis que refletem a incerteza sobre a política econômica, com vistas a verificar a hipótese da incerteza política.

Conforme demonstrado em Procedimentos Metodológicos, foram utilizadas três equações, a primeira é o modelo de Basu (1997), a segunda traz modificações no modelo inicial para contemplar o EPU e demonstrar uma relação estatística entre o conservadorismo e a incerteza sobre a política econômica. A terceira traz uma nova modificação com o intuito de evidenciar a direção desta relação, ou seja, averiguar se mais incerteza contribui para a existência de conservadorismo condicional.

Neste sentido, com o objetivo de organizar os próximos passos da análise, o passo inicial será avaliar os resultados obtidos com o modelo de Basu (1997), depois analisar os resultados obtidos com o uso do índice de Baker et al. (2016) e por fim com o uso do índice de Ferreira et al. (2019). A seguir a descrição mais detalhada da ordem que se seguirá nas análises.

**Primeiro passo:** avaliar o resultado do modelo 1 baseado na equação clássica de Basu (1997);

**Segundo passo:** avaliar o resultado do modelo 2, que fez uso do índice EPU de Baker et al. (2016), baseado na equação 2 e que está associado a hipótese 2;

**Terceiro passo:** avaliar o resultado do modelo 4, que fez uso do índice EPU de Baker et al. (2016), baseado na equação 3 e que está associado a hipótese 3;

**Quarto passo:** análise da relação entre conservadorismo e incerteza, medida pelo índice EPU de Baker et al. (2016), apresentada de forma gráfica.

**Quinto passo:** avaliar o resultado do modelo 3, que fez uso do índice EPU de Ferreira et al. (2019), baseado na equação 2 e que está associado a hipótese 2;

**Sexto passo:** avaliar o resultado do modelo 5, que fez uso do índice EPU de Ferreira et al. (2019), baseado na equação 3 e que está associado a hipótese 3; e

**Sétimo passo:** análise da relação entre conservadorismo e incerteza, medida pelo índice EPU de índice EPU de Ferreira et al. (2019), apresentada de forma gráfica.;

A regressão fez uso de dados em painel e nas avaliações relacionadas a escolha do melhor ajustamento concluiu-se que a utilização de efeitos fixos é a mais adequada. Além disso, tendo em vista a presença de autocorrelação e heterocedasticidade nos resíduos, os modelos foram estimados por meio da abordagem SUR. A Tabela 13 apresenta os resultados obtidos.

Tabela 13 - Resultados dos modelos de Basu (1997) e relacionados a equação 2

Variável	Coef.	Basu (modelo 1)		EPU (modelo 2)		EPU2 (modelo 3)	
		Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
C	$\beta_0$	<b>-0.106636</b>	<b>0.0000*</b>	<b>-0.081856</b>	<b>0.0380**</b>	<b>0.199688</b>	<b>0.0265**</b>
$D_{i,t}$	$\beta_1$	0.001750	0.9374	<b>0.131367</b>	<b>0.0322**</b>	0.092182	0.5352
$R_{i,t}$	$\beta_2$	<b>-0.189050</b>	<b>0.0242**</b>	0.355661	0.1226	-0.537712	0.2096
$D_{i,t} * R_{i,t}$	$\beta_3$	<b>0.472685</b>	<b>0.0005*</b>	-0.316276	0.4330	0.687544	0.4694
$EPU_t$	$\beta_4$			-0.000110	0.5409		
$R_{i,t} * EPU_t$	$\beta_5$			<b>-0.002747</b>	<b>0.0161**</b>		
$D_{i,t} * EPU_t$	$\beta_6$			<b>-0.000736</b>	<b>0.0163**</b>		
$D_{i,t} * R_{i,t} * EPU_t$	$\beta_7$			<b>0.003851</b>	<b>0.0520***</b>		
$EPU_t$	$\beta_4$					<b>-0.002764</b>	<b>0.0004*</b>
$R_{i,t} * EPU2_t$	$\beta_5$					0.003323	0.3656
$D_{i,t} * EPU2_t$	$\beta_6$					-0.000862	0.5126
$D_{i,t} * R_{i,t} * EPU2_t$	$\beta_7$					-0.002494	0.7609
Durbin-Watson stat.		0.848257		0.875880		0.854101	
Adjusted R-squared		0.328229		0.336772		0.332186	
Amostra:				2010-1 - 2022Q3			
Períodos incluídos:				51			
Cross-sections incluídos:				240			
Observações totais do painel (desbalanceado):				10625			

\*significativo à 1%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo à 10%

Fonte: elaboração própria com uso do pacote estatístico Eviews.

Iniciando pelo modelo de Basu, baseado no estudo original realizado em 1997, este modelo foi descrito nas sessões anteriores e na Tabela 13 como modelo 1. Os principais

parâmetros da análise são  $\beta_1$  e  $\beta_3$ , que são os coeficientes que refletem o reconhecimento assimétrico do retorno econômico pelo lucro contábil, indicando a presença de conservadorismo.

O parâmetro  $\beta_1$  mensura a diferença entre reconhecimento contábil de boas e más notícias já absorvidas pelo preço de mercado, enquanto o coeficiente  $\beta_3$  mensura a intensidade desse reconhecimento entre boas e más notícias. O coeficiente  $\beta_0$ , por sua vez, não possui relação com o conservadorismo condicional.

Embora o coeficiente  $\beta_0$  tenha apresentado significância estatística, seu papel no modelo não possui implicações explicativas relevantes. Por outro lado, o coeficiente  $\beta_1$  apresentou um p-valor que indica insignificância estatística. Já o coeficiente  $\beta_2$  mostrou significância estatística a 5%, enquanto  $\beta_3$  apresentou significância estatística a 1%.

Neste sentido, a primeira constatação importante, baseada nos resultados obtidos com o modelo de Basu, foi que durante o período analisado os retornos negativos  $\beta_3$  apresentaram uma relação significativa com os lucros das empresas, o que confirma a existência do conservadorismo condicional. Isso significa que os agentes têm uma propensão maior a reconhecer as más notícias de forma mais oportuna do que as boas notícias.

Outro resultado importante obtido com o modelo de Basu foi que o coeficiente  $\beta_3$  foi maior do que o coeficiente  $\beta_2$ . Este resultado está em linha com os achados de Basu (1997), que previu que o coeficiente de inclinação para retornos negativos fosse maior do que o coeficiente de inclinação para retornos positivos. Isso pode ser explicado pelo fato de que na contabilidade conservadora as perdas não realizadas (más notícias) têm probabilidade de serem reconhecidas mais rapidamente do que os ganhos não realizados (boas notícias).

De fato, os resultados indicaram que o coeficiente  $\beta_3$  (0,473) é duas vezes maior que o coeficiente  $\beta_2$  (0,189). Outra explicação para um coeficiente menor para  $\beta_2$ , coeficiente que reflete o reconhecimento do retorno econômico pelo lucro, pode estar associada ao uso do lucro líquido como variável dependente pois, como evidenciou os autores Sales et al. (2012), embora o lucro seja a principal ferramenta de análise para investidores e credores, omite informações importantes sobre sua qualidade. Sob esta perspectiva, em condições normais, as boas notícias não interferem de forma contundente nos retornos das ações.

Estes resultados acabam por validar a hipótese número um ( $H_1$ ) que sugeriu a presença de conservadorismo para as empresas da amostra no período de análise. Além disso, cabe indicar que as regressões tiveram desempenho superior ao obtido por Basu em seu estudo em

1997, cujos coeficientes de determinação ajustado ficaram em torno de 12,48%. Os resultados obtidos a partir dos dados do mercado acionário brasileiro foi de 32,82%.

Feita as considerações a respeito do modelo de Basu e sobre a  $H_1$ , encaminha-se para a análise dos modelos que incluem a variável de incerteza sobre a política econômica. O modelo 2, descrito também como EPU na Tabela 13, fez uso do índice de incerteza sobre a política econômica desenvolvido pelos autores Baker et al. (2016). Nesse modelo, conforme descrito pela equação 2, são incluídos os coeficientes  $\beta_4$ ,  $\beta_5$ ,  $\beta_6$  e  $\beta_7$ .

Inicialmente, cabe destacar que neste modelo foi possível descrever a existência de conservadorismo, uma vez que o coeficiente  $\beta_1$ , associado a variável *dummy*  $D_{i,t}$ , foi significativo ao nível de 5%. Neste sentido, a inclusão das variáveis associadas à incerteza sobre a política econômica não alterou a constatação da existência de conservadorismo condicional na amostra.

Em continuidade as análises, embora os coeficientes  $\beta_4$  e  $\beta_5$  não tragam nenhuma contribuição prática e substancial para as análises, pode-se extrair algumas considerações sobre os resultados. O coeficiente  $\beta_4$  é responsável pelo reflexo do reconhecimento da incerteza sobre a política econômica pelo lucro, ou seja, demonstra a importância do índice de incerteza sobre a política econômica para explicação dos lucros, e foi insignificante. O coeficiente  $\beta_5$ , por sua vez, apresentou significância estatística ao nível de 5%, mostrando que associação entre os termos de incerteza e retorno tem alguma contribuição na explicação dos lucros das empresas.

O coeficiente  $\beta_6$  associa o termo  $D_{i,t}$ , que se trata de variável *dummy* que apresenta valor unitário quando o índice de incerteza varia positivamente e zero em todas as outras situações, estando diretamente relacionado ao conservadorismo condicional. Este termo interage com o índice de incerteza sobre a política econômica e apresentou coeficiente angular com significância estatística ao nível de 5%, demonstrando que existe uma associação estatística importante entre a incerteza e o conservadorismo condicional.

Por fim,  $\beta_7$  mostrou-se significativo ao nível de 5%. Este coeficiente é responsável pela interação entre os retornos negativos e o índice de incerteza EPU. Outra constatação importante é que este coeficiente foi superior ao  $\beta_5$ , que associa apenas os retornos positivos ao comportamento dos lucros das empresas. Esta constatação é importante porque mostra, apesar das modificações feitas no modelo de Basu (1997), que a Equação 2 ainda exhibe a dinâmica descrita por Basu (1997) no seu modelo original, na qual as perdas não realizadas



(más notícias) têm probabilidade de serem reconhecidas mais rapidamente do que os ganhos não realizados (boas notícias), que no seu modelo é demonstrado com um  $\beta_3$  maior que o  $\beta_2$ .

Cabe citar que a inclusão das variáveis de incerteza acabou por alterar as estatísticas t dos coeficientes  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  e  $\beta_3$ , mas não modificou a constatação da existência de conservadorismo condicional. Portanto, os resultados continuam alinhados com os obtidos através do modelo clássico de Basu (1997). Com relação ao coeficiente de determinação ajustado, houve um leve incremento em relação ao modelo de Basu (1997), alcançando 33,68%, mostrando que houve uma leve melhora no ajustamento do modelo com a inclusão das variáveis de incerteza.

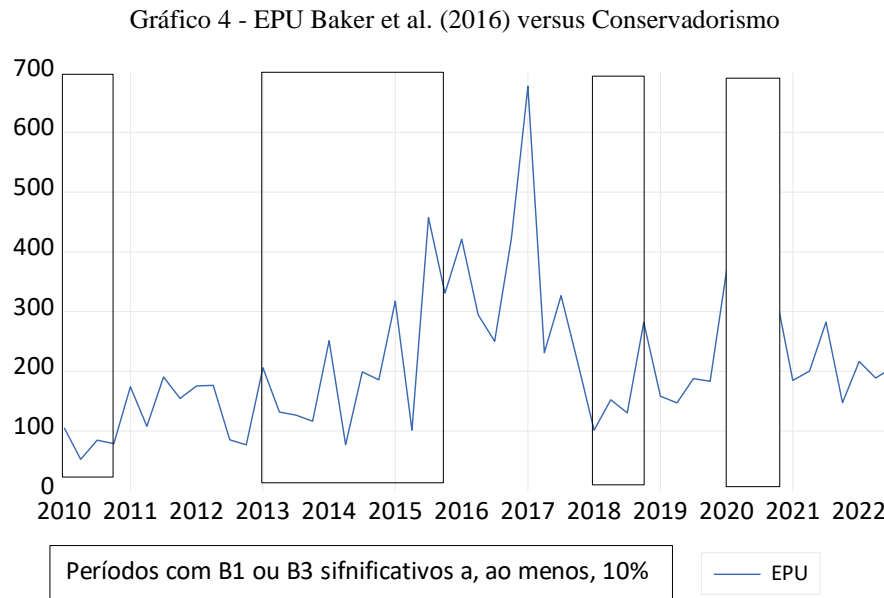
De modo geral, a inclusão do índice EPU de Baker et al. (2016), além de não modificar o resultado da análise inicial acerca da existência de conservadorismo nas empresas da amostra, corrobora a hipótese dois ( $H_2$ ) ao indicar que o índice EPU, associado os retornos negativos, é significativo para explicação dos lucros com a constatação de significância para o coeficiente  $\beta_7$ , que associa os termos relacionados ao conservadorismo com o EPU. Com relação aos valores dos coeficientes, os resultados mostraram que foi mantida a dinâmica prevista por Basu (1997), que previa um coeficiente maior para os parâmetros associados a retornos negativos, no caso  $\beta_7$  em relação a  $\beta_5$ , com valores de 0,004 e 0,003, respectivamente.

Feitas as considerações acerca do modelo 2, prosseguisse com a análise dos resultados relacionados ao modelo 4, que faz uso da equação 3 e do índice de incerteza desenvolvido pelos autores Baker et al. (2016). Este modelo foi elaborado para avaliar a hipótese 3, cujo resultado está evidenciado na Tabela 14. De início pode-se verificar que o coeficiente  $\beta_1$  é significativo a 10%, mostrando que houve alteração significativa com relação aos modelos 1 e 2, mas sendo ainda possível indicar a presença de conservadorismo na amostra. Com relação aos  $\beta_6$  e  $\beta_7$ , que associam o índice EPU as variáveis relacionadas ao conservadorismo, eles permanecem significativos, com p-valor inferior ao do modelo 2, mostrando significância ao nível de 1%.

Já com relação coeficiente  $\beta_8$ , que é chave para a presente análise, este apresentou significância ao nível de 1%, confirmando a hipótese três ( $H_3$ ), dado que este coeficiente está associado apenas à incrementos de incerteza. Este resultado corrobora a hipótese de incerteza dos autores Dai e Ngo (2020) e demonstra a importância dos incrementos de incerteza para explicação do conservadorismo.

Com relação ao coeficiente de determinação ajustado, houve um leve incremento em relação ao modelo de Basu (1997), alcançando 34,05%, portanto mostrou leve melhora inclusive com relação ao modelo 2 (33,68%).

Conforme sugerido na elaboração da hipótese três (H<sub>3</sub>), para evidenciar de forma visual a relação estatística encontrada, o Gráfico 4 mostra a evolução do índice EPU durante todo o período de análise versus a evidenciação dos períodos em que se observou significância estatística para os coeficientes de incerteza, marcados com retângulos.



Fonte: elaboração própria com uso do pacote estatístico Eviews.

A análise gráfica não sugere um ajustamento perfeito entre os eventos de conservadorismo e aumentos de incerteza, isto porque alguns picos de incerteza não foram cobertos pelo conservadorismo, como 2017Q1, indicado pelos autores como período em que ocorreu o “escândalo de carne contaminada” e 2021Q3, do qual não há menção sobre o evento por parte dos autores Baker et al. (2016).

Entretanto, cabe citar que houve ajustamentos importantes, ou seja, pontos em que coexistiu elevação da incerteza sobre a política econômica e conservadorismo condicional. Iniciando pelo ano de 2010, no qual houve eleições presidenciais que, conforme Dai e Ngo (2020), são eventos que trazem incertezas políticas importantes.

Outros pontos de confluência importantes estão no intervalo de 2013 a 2015. Junho de 2013 marcou o início de uma série de protestos que levaram mais de um milhão de pessoas às ruas, em quase 150 cidades do Brasil. Tais protestos foram evoluindo para manifestações de indignação generalizada com os serviços públicos e o sistema político. O ano de 2014 foi marcado por eleição presidenciais com resultado apertado, diferentemente da tradição das eleições passadas, desde 1989. Não houve aceitação pelo lado derrotado, que questionou o resultado perante o Tribunal Superior Eleitoral. Já o ano de 2015 foi marcado por manifestações

nas ruas de movimentos anti e pró impeachment, que culminaram, em 31 de agosto de 2016, com o impeachment da presidente (Costa, 2019).

Já o ano de 2018, outro ponto de confluência entre aumento de incerteza política e o advento de conservadorismo, foi outro ano marcado por eleições presidenciais, que resultou na eleição de Jair Bolsonaro. Por fim, o ano de 2020 foi marcado por eventos como BREXIT e a declaração, pela OMS, de pandemia de Covid-19, que derrubou as bolsas de valores do mundo inteiro.

Portanto, de um modo geral, os períodos de eleição presidencial são claramente importantes do ponto de vista do conservadorismo contábil, de modo que no período analisado, em todos os anos que tiveram eleições presidenciais, com exceção de 2022 do qual não se obteve dados do ano completo, houve o advento de conservadorismo nas empresas da amostra. Este resultado acaba corroborando uma importante relação encontrada por Dai e Ngo (2020) nos EUA, os autores concluíram que em anos que antecedem uma eleição, o conservadorismo contábil, representado pela pontualidade assimétrica dos ganhos, aumenta em 17% em relação aos outros anos.

Em prosseguimento a análise, conforme mencionado anteriormente, foi realizada uma avaliação adicional com outro índice de incerteza com o objetivo de trazer robustez aos resultados e as análises. Neste sentido, procedeu-se com a avaliação do modelo que faz uso do índice de incerteza sobre a política econômica desenvolvido pelos autores Ferreira et al. (2019).

Analisando diretamente os coeficientes, o que se observou foi que apenas  $\beta_4$  foi significativo, com os demais coeficientes não apresentando significância estatística. Com relação aos coeficientes relacionados ao modelo clássico de Basu, a inclusão do índice alterou de forma aguda os resultados da análise, nenhum dos coeficientes angulares foram significativos, com exceção de  $\beta_0$ , que não guarda relação nenhuma com o conservadorismo condicional.

Tabela 14 - Resultados dos modelos elaborados a partir da equação 3

Variável	Coef.	EPU (modelo 4)		EPU2 (modelo 5)	
		Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
C	$\beta_0$	<b>-0.081471</b>	<b>0.0363**</b>	0.199364	<b>0.0266**</b>
$D_{i,t}$	$\beta_1$	<b>0.113300</b>	<b>0.0634***</b>	0.000348	0.9981
$R_{i,t}$	$\beta_2$	0.355766	0.1180	-0.535697	0.2132
$D_{i,t} * R_{i,t}$	$\beta_3$	-0.605677	0.1380	-0.081824	0.9350
$EPU_t$	$\beta_4$	-0.000106	0.5534		
$R_{i,t} * EPU_t$	$\beta_5$	<b>-0.002769</b>	<b>0.0141**</b>		
$D_{i,t} * EPU_t$	$\beta_6$	<b>-0.000610</b>	<b>0.0457**</b>		
$D_{i,t} * R_{i,t} * EPU_t$	$\beta_7$	<b>0.007354</b>	<b>0.0013*</b>		
$D_{i,t} * R_{i,t} * De_{i,t} * EPU_t$	$\beta_8$	<b>-0.002884</b>	<b>0.0047*</b>		
$EPU_t$	$\beta_4$			<b>-0.002755</b>	<b>0.0004*</b>
$R_{i,t} * EPU2_t$	$\beta_5$			0.003282	0.3742
$D_{i,t} * EPU2_t$	$\beta_6$			0.000044	0.9736
$D_{i,t} * R_{i,t} * EPU2_t$	$\beta_7$			0.007308	0.4266
$D_{i,t} * R_{i,t} * De_{i,t} * EPU2_t$	$\beta_8$			<b>-0.004407</b>	<b>0.0169**</b>
Durbin-Watson stat.			0.871517		0.852968
Adjusted R-squared			0.340513		0.334909
Amostra:	2010-1 - 2022Q3				
Períodos incluídos:	51				
Cross-sections incluídos:	240				
Observações totais do painel (desbalanceado):	10625				

\*significativo à 1%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo à 10%

Fonte: elaboração própria com uso do pacote estatístico Eviews.

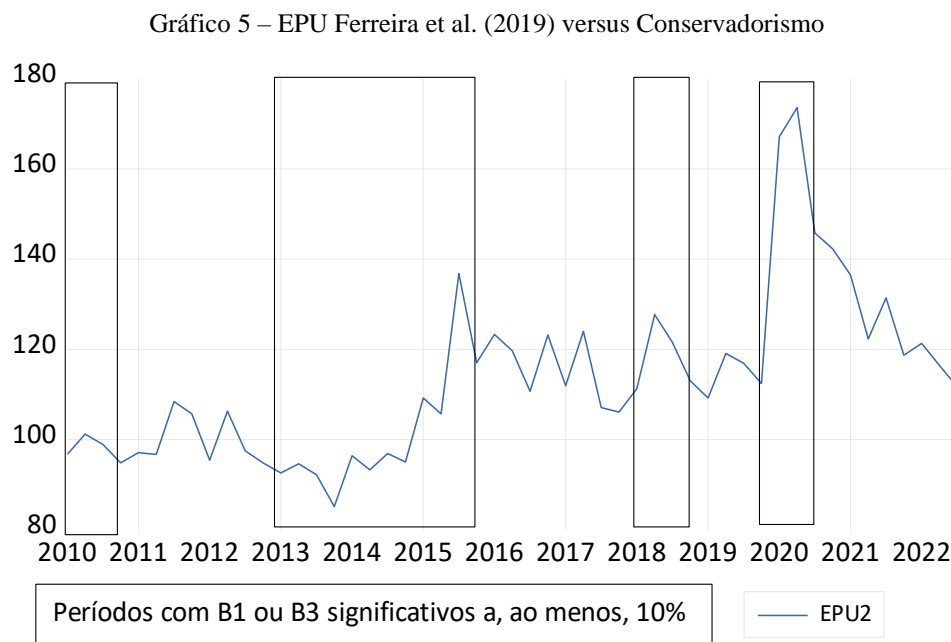
Após obtenção dos resultados, foram avaliadas as hipóteses levantadas para este estudo. A hipótese 2 foi rejeitada, demonstrando que com a utilização do índice EPU de Ferreira et al. (2019) não foi possível descrever uma relação estatisticamente significativa entre o conservadorismo e o índice de incerteza sobre a política econômica. Mais especificamente, o coeficiente  $\beta_6$  e  $\beta_7$  não apresentaram significância estatística ao nível de 10%, mostrando que o índice de incerteza utilizado não está associado ao conservadorismo condicional das empresas da amostra.

Desse modo, os resultados a partir do índice de Ferreira et al. (2019) não robustecem os achados provenientes dos modelos que fizeram uso do índice de incerteza de Baker et al. (2016), lançando luz sobre a importância que diferentes métodos para construção dos indicadores de incerteza podem ter nas análises envolvendo as hipóteses dois e três.

No entanto, a hipótese 3 ( $H_3$ ) não pôde ser rejeitada pelos resultados. Esta hipótese afirma que incremento do índice de incerteza estariam associados ao conservadorismo condicional. Os resultados mostraram que o coeficiente  $\beta_8$  do modelo 5, que evidenciava

apenas os incrementos de incerteza, foi estatisticamente significativo ao nível de 5%. Entretanto, dado todo o contexto das análises envolvendo os modelos 3 e 5, que fazem uso do índice de Ferreira et al. (2019), pode-se considerar este resultado específico como inconclusivo e rejeitar a hipótese 3.

Com relação ao coeficiente de determinação ajustado, o resultado ficou alinhado com os outros modelos. Em relação ao modelo de Basu ( $R^2 = 32,82\%$ ), os modelos 3 e 5, que fizeram uso do EPU de Ferreira et al. (2019), alcançaram 33,22% e 33,49%, respectivamente.



Fonte: elaboração própria com uso do pacote estatístico Eviews.

Assim como no índice EPU de Baker et al. (2016), foi realizada a avaliação gráfica do segundo índice, evidenciado no Gráfico 5, que apresentou um ajustamento satisfatório, com praticamente todos os intervalos nos quais houve um aumento de incerteza cobertos, especialmente a partir de 2014, o que é contraditório considerando os resultados obtidos a partir dos modelos que fizeram uso deste indicador. Cabe citar que esta avaliação é complementar a relação estatística apresentada.

Com relação a avaliação de robustez, que tem por objetivo verificar se há diferenças importantes no resultado da análise a depender do índice de incerteza utilizado, os resultados estatísticos mostraram diferenças significativas, sendo que com a utilização do índice de Baker et al. (2016) obteve-se significância estatística para  $\beta_1$ ,  $\beta_6$ ,  $\beta_7$  e  $\beta_8$ , que são chave para demonstrar a relação entre os fenômenos, isto considerando o modelo 4 que é mais completo e não difere na sua essência dos resultados obtidos no modelo 2. Entretanto, com o uso do índice

desenvolvido por EPU Ferreira et al. (2019) não foi possível descrever qualquer relação, de modo que se rejeitou as hipóteses 2 e 3.

Por fim, cabe mencionar que as diferenças nos resultados podem encontrar explicação nos diferentes métodos utilizados na construção de cada índice de incerteza sobre a política econômica (EPU). Os índices desenvolvidos pelos autores Ferreira et al. (2018) e Baker et al. (2016) apresentaram uma correlação de 36% e possuem diferenças metodológicas na sua construção.

Ferreira et al. (2019), embora também tenham construído seu índice a partir da frequência de artigos sobre o tema incerteza nos principais jornais brasileiros, adotou um componente adicional relacionado ao grau de dispersão entre as previsões dos especialistas em variáveis macroeconômicas divulgadas no relatório Focus do Banco Central do Brasil. Esta diferença metodológica pode ter contribuído para que os índices tenham uma baixa correlação, e pode ter contribuído para as divergências encontradas nos resultados quando se compara os modelos.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nos últimos anos o Brasil enfrentou importantes instabilidades no campo político com eventos que vão desde a investigação e prisão de políticos, até o impeachment de um presidente. As consequências das perturbações políticas sobre a contabilidade não tem sido o foco usual dos trabalhos na área contábil do Brasil.

Em pesquisa textual, foram achados trabalhos internacionais que mostraram uma relação importante entre a incerteza política e alterações nas características qualitativas das informações contábeis (Dai & Ngo ,2020; Lafond & Roychowdhury, 2008; Bu et al., 2020)

A presente pesquisa analisou a relação entre a incerteza sobre a política econômica (EPU) e o conservadorismo condicional. Para isso, foi realizada uma análise da literatura com o intuito de identificar os pontos de contato entre esses dois fenômenos, a fim de estabelecer constructos que permitam formular hipóteses consistentes.

De um modo resumido, espera-se que a condução da política econômica pelos governantes afete os fluxos de caixa das companhias de várias formas, por exemplo, mudanças nas regras de regulação de setores importantes, mudanças nas regras tributárias, alterações nas políticas de compras governamentais ou nas preferências dos tomadores de decisão que afetem as receitas das empresas, entre outros (Ferreira et al., 2019).

Neste sentido, a incerteza sobre a política econômica leva ao aumento da assimetria de informação entre a administração e outras partes interessadas, como credores e acionistas, uma vez que os administradores têm informações privadas sobre como as mudanças potenciais nas políticas econômicas afetam as posições das empresas.

Nestas situações, principalmente nos casos em que existe uma separação entre a propriedade e o controle, administradores têm incentivos para transferir riqueza para si próprios (Lafond & Roychowdhury, 2008). Cabe citar que os esforços dos administradores para transferir riqueza para si também desvia sua atenção da criação de valor para os acionistas e gera peso morto para a empresa.

Watts (2003) propõe que a contabilidade conservadora ajuda a controlar as assimetrias, pois relatórios conservadores penalizam os gerentes ao adiar sua compensação até que os benefícios potenciais sejam realizados financeiramente. Isso reduz a capacidade dos administradores exagerarem as mudanças cumulativas no valor da empresa e evitar o peso

morto dos custos associados aos atos de transferência de riqueza em detrimento do gerenciamento otimizado e eficiente.

Desse modo, considerando que o conservadorismo condicional tem um papel importante na relação entre as partes que constituem a empresa, que pode aliviar problemas de informação entre estas partes contratantes, espera-se um aumento na demanda por conservadorismo condicional de partes menos informadas durante períodos de maior incerteza política (Watts, 2003). Dai e Ngo, (2020) referem-se a esta conjectura como hipótese da incerteza política.

Pouco se sabe sobre os efeitos da incerteza sobre os números contábeis das empresas brasileiras, mas ao considerar a importância que valores baseados em estimativas têm ganhado na contabilidade, por vezes baseados em valores futuros e incertos, é sugerido que a incerteza sobre a política econômica pode levar as empresas a requerer graus elevados de verificação para reconhecer eventos bons do que para eventos ruins em demonstrações financeiras, fazendo com que perdas sejam reconhecidas mais rapidamente do que os ganhos, um comportamento condizente com o conservadorismo e alinhado com a hipótese de incerteza política.

Os resultados obtidos a partir dos modelos criados nesta pesquisa, modelos estes baseados no estudo seminal de Basu (1997), confirmaram a existência de conservadorismo nas empresas da amostra no intervalo avaliado, iniciado em 2010 e se encerrando no terceiro trimestre de 2022. Os resultados indicaram a significância do coeficiente  $\beta_3$ , associado aos retornos negativos, com significância a 1%.

Além disso, o coeficiente  $\beta_3$  foi maior do que o coeficiente  $\beta_2$ , que reflete o reconhecimento do retorno econômico pelo lucro. Este resultado está em linha com os achados de Basu (1997), que previu que o coeficiente de inclinação para retornos negativos fosse maior do que o coeficiente de inclinação para retornos positivos. Dado que as perdas não realizadas (más notícias) têm maior probabilidade de serem reconhecidas imediatamente na contabilidade conservadora do que os ganhos não realizados (boas notícias).

Em continuidade às avaliações, foram propostas modificações no modelo de Basu (1997) para acrescentar variáveis que refletem de forma sintética o nível geral de incerteza, os chamados índices de incerteza sobre a política econômica (EPU). As alterações realizadas no modelo original de Basu seguiram o racional utilizado pelos autores Dai e Ngo (2020), LaFond e Roychowdhury (2008) e Bu et al. (2020).



Foram analisados dois conjuntos de índices de incerteza diferentes, o primeiro foi desenvolvido pelos autores Baker et al. (2016) e o segundo índice foi desenvolvido pelos autores Ferreira et al. (2019). Os resultados das avaliações sofreram diferenças importantes a depender do índice utilizado. Os modelos que fizeram uso do índice de Baker et al. (2016) corroboram a hipótese 2, que trata da relação estatística entre os fenômenos incerteza e conservadorismo condicional, bem como corroboram a hipótese 3, que pode ser chamada da hipótese da incerteza política e que relaciona os incrementos de incerteza ao advento de conservadorismo condicional. Entretanto, a partir dos resultados dos modelos que fizeram uso do índice de Ferreira et al. (2022) as hipóteses 2 e 3 foram rejeitadas.

É importante mencionar que os índices de incerteza desenvolvidos pelos autores Ferreira et al. (2019) e Baker et al. (2016) apresentam uma correlação 36%, este nível de correlação pode ser explicado por diferenças metodológicas na construção dos índices. Ferreira et al. (2019), embora utilize a frequência de artigos sobre o tema de incerteza nos principais jornais brasileiros, adicionou um componente relacionado ao grau de dispersão entre as previsões dos especialistas em variáveis macroeconômicas divulgadas no relatório Focus do Banco Central do Brasil. Essa diferença metodológica pode explicar a baixa correlação entre os índices e as divergências encontradas nos resultados ao comparar os dois modelos.

De um modo geral, embora os resultados obtidos por meio dos modelos que fizeram uso do índice de incerteza de Baker et al. (2016) tenham indicado que aumentos na incerteza sobre a política econômica tem uma relação importante com o conservadorismo condicional, os resultados a partir do índice de Ferreira et al. (2019) não robustecem estes achados, lançando luz sobre a importância que diferentes métodos para construção dos indicadores de incerteza podem ter nas análises envolvendo as hipóteses lançadas.

Em uma avaliação complementar, foi evidenciada de forma gráfica a relação entre as variáveis de incerteza e os anos em que se observou a presença de conservadorismo. De um modo geral foi possível observar um ajustamento satisfatório entre os fenômenos, sendo que os períodos de eleição presidencial são claramente importantes para o conservadorismo contábil, de modo que em todos os anos que tiveram eleições presidenciais, considerando o período analisado e com exceção de 2022 do qual não se obteve dados do ano completo, houve o advento de conservadorismo nas empresas da amostra. Este resultado é condizente com a relação encontrada por Dai e Ngo (2020) nos EUA, os autores concluíram que em anos que antecedem uma eleição, o conservadorismo contábil, representado pela pontualidade assimétrica dos ganhos, aumenta em 17% em relação aos outros anos.

Esta percepção se manteve mesmo com a utilização do índice de Ferreira et al. (2019), que mostrou um ajustamento forte entre os períodos em que se observou conservadorismo e elevação do índice de incerteza. Portanto, os resultados da análise gráfica foram convergentes com as hipóteses dois e três, com momentos de pico de incerteza sendo cobertos por conservadorismo condicional nas empresas avaliadas.

Além dos resultados apresentados nesta pesquisa, há diversas outras possibilidades de estudo para ampliar a compreensão sobre os efeitos da incerteza política sobre os números contábeis das empresas brasileiras.

Para tanto, recomenda-se para pesquisas futuras: (a) explorar a qualidade da informação contábil a partir de outros atributos, além do conservadorismo, para verificar se há outras características que possam ser influenciadas pela incerteza sobre a política econômica; (b) tendo em vista as discrepâncias nos resultados, recomenda-se a elaboração de um índice próprio para avaliar a relação entre conservadorismo e incerteza, considerando as particularidades do contexto brasileiro e controles desejados pelo pesquisador; (c) explorar outras medidas de resultado além do lucro líquido, como o lucro operacional e o EBITDA, para verificar se os resultados obtidos se mantêm; (d) incluir variáveis de controle que possam diferenciar grupos de empresas com maior influência governamental, como empresas estatais e aquelas diretamente dependentes do setor público; e (e) aumentar o período de análise, embora haja restrição em relação aos períodos anteriores a 2010, nos quais não existia obrigatoriedade quanto a convergência com as normas internacionais, tais limitação podem ser superadas por meio de adequações. Essas sugestões podem contribuir para o avanço do conhecimento sobre o tema e trazer *insights* importantes para a tomada de decisão dos agentes econômicos.

## REFERÊNCIAS

- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2007). Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of accounting and economics*, 43(2-3), 411-437.
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of accounting research*, 51(1), 1-30.
- Alexopoulos, M., & Cohen, J. (2009). Uncertain times, uncertain measures. University of Toronto Department of Economics Working Paper, 352(7), 8.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593-1636.
- Baloria, V. P., & Mamo, K. (2017). Policy uncertainty and analyst performance. 2015 Canadian Academic Accounting Association (CAAA) Annual Conference.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 3-37.
- Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2005). Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling. *Review of accounting studies*, 10(2), 269-309.
- Bloom, N. (2014). Fluctuations in uncertainty. *The Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 153-175.
- Brooks, C. (2014). *Introductory econometrics for finance*. Cambridge university press.
- Bu, D., Zhang, C., Lin, P. T., & Hu, F. (2020). Political uncertainty, institutions and accounting conservatism: evidence from the provincial leader turnover in China. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 49(4), 395-426.
- Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes). (s.d.). Portal de Periódicos Capes. Recuperado de <https://www.periodicos.capes.gov.br/>
- Carrière-Swallow, Y., & Céspedes, L. F. (2013). The impact of uncertainty shocks in emerging economies. *Journal of International Economics*, 90(2), 316-325.
- Chi, W., Liu, C., & Wang, T. (2009). What affects accounting conservatism: A corporate governance perspective. *Journal of contemporary accounting & economics*, 5(1), 47-59.
- Ciarelli, G., & Ávila, M. (2009). A influência da mídia e da heurística da disponibilidade na percepção da realidade: um estudo experimental. *Revista de Administração Pública*, 43(3), 541-562.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2019). CPC 00 R2: Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Recuperado de [https://www.cpc.org.br/Arquivos/Documentos/573\\_CPC00\(R2\).pdf](https://www.cpc.org.br/Arquivos/Documentos/573_CPC00(R2).pdf)
- Costa, A. L. V. (2019). Crise de Representação, Cultura Política e Participação no Brasil: Das Jornadas de Junho ao Impeachment de Dilma Rousseff (2013-2016) (Doctoral dissertation, Universidade de Lisboa (Portugal)).

- Creswell, J. W. (2013). *Research design: qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (4th ed.). Sage Publications, Inc.
- Damodaran, A. (2009). *Valuing young, start-up and growth companies: estimation issues and valuation challenges*. Available at SSRN 1418687.
- Dai, L. & Ngo, P. (2020) Political Uncertainty and Accounting Conservatism, *European Accounting Review*, 30:2, 277-307.
- Doms, M. and Morin, N. (2004). *Consumer sentiment, the economy, and the news media*, Working Papers in Applied Economic Theory 2004-09, Federal Reserve Bank of San Francisco
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kim, Y., & Yoon, H. J. (2021). Policy uncertainty and accounting quality. *The Accounting Review*, 96(4), 233-260.
- Freund, J. E. (2006). *Estatística aplicada: Economia, administração e contabilidade* (11ª ed.) Bookman Editora.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Ferreira, P. C., Vieira, R. M. B., da Silva, F. B., & de Oliveira, I. C. (2019). Measuring Brazilian Economic Uncertainty. *Journal of Business Cycle Research*, 15(1), 25-40.
- Gil, A. C. (2002). *Como elaborar projetos de pesquisa* (4ª ed.). Atlas.
- Goel, R. K., & Nelson, M. A. (2021). How do firms use innovations to hedge against economic and political uncertainty? Evidence from a large sample of nations. *The Journal of Technology Transfer*, 46(2), 407-430.
- Groenewald, N., & Fraser, P. (2000). Forecasting beta: How well does the ‘five-year rule of thumb’ do?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 27(7-8), 953-982.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica* (5ª ed.). AMGH.
- Hobolt, S. B. (2016). The Brexit vote: a divided nation, a divided continent. *Journal of European Public Policy*, 23(9), 1259-1277.
- Haddow, A., Hare, C., Hooley, J., & Shakir, T. (2013). *Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?* Bank of England Quarterly Bulletin.
- Haque, A., Fatima, H., Abid, A., & Qamar, M. A. J. (2019). Impact of firm-level uncertainty on earnings management and role of accounting conservatism. *Quantitative Finance and Economics*, 3(4), 772-794.
- Hassan, T. A., Hollander, S., Van Lent, L., & Tahoun, A. (2019). Firm-level political risk: Measurement and effects. *The Quarterly Journal of Economics*, 134(4), 2135-2202.
- Hui, K. W., Klasa, S., & Yeung, P. E. (2012). Corporate suppliers and customers and accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), 115-135.
- Khan, M., & Watts, R. L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 132-150.

- Knight, F. H. (1921). Risk, uncertainty and profit. New York: Hart, Schafner and Marx.
- Koren, M., & Tenreyro, S. (2007). Volatility and development. *The Quarterly Journal of Economics*, 122(1), 243–287.
- Lafond, R., & Roychowdhury, S. (2008). Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of accounting research*, 46(1), 101-135.
- LaFond, R., & Watts, R. L. (2008). The information role of conservatism. *The accounting review*, 83(2), 447-478.
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 221-238.
- Levitsky, S., & Ziblatt, D. (2018). *Como as democracias morrem*. Editora Schwarcz-Companhia das Letras.
- Lobo, G. J., & Zhou, J. (2006). Did conservatism in financial reporting increase after the Sarbanes-Oxley Act? Initial evidence. *Accounting horizons*, 20(1), 57-73.
- Lusk, E. J., Halperin, M., & Heilig, F. (2011). A note on power differentials in data preparation between trimming and winsorizing. *Business Management Dynamics*, 1(2), 23.
- Moreira, R. D. L., Colauto, R. D., & Amaral, H. F. (2010). Conservadorismo condicional: estudo a partir de variáveis econômicas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 21, 64-84.
- Morettin, P. A. (2011). *Econometria financeira: um curso em séries temporais financeiras* (2a ed.). São Paulo: Blucher.
- Ministério Público Federal. (2023). Entenda o caso da Lava Jato. <https://www.mpf.mp.br/grandes-casos/lava-jato/entenda-o-caso>
- Minitab. (2021). Test for Autocorrelation by Using the Durbin-Watson Statistic. Minitab. <https://support.minitab.com/pt-br/minitab/20/help-and-how-to/statistical-modeling/regression/supporting-topics/model-assumptions/test-for-autocorrelation-by-using-the-durbin-watson-statistic/>
- Neto, A. A., Lima, F. G., & de Araújo, A. M. P. (2008). Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. *Revista de Administração-RAUSP*, 43(1), 72-83.
- Nikolaev, V. V. (2018). Identifying accounting quality. Chicago Booth Research Paper, (14-28).
- Nunes, D. M. S., & de Medeiros, O. R. (2016). Incerteza política: Análise do impacto da incerteza política no prêmio de risco. *Journal of Globalization, Competitiveness & Governability/Revista de Globalización, Competitividad y Gobernabilidad/Revista de Globalização, Competitividade e Governabilidade*, 10(2), 16-32.
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of financial Economics*, 110(3), 520-545.
- Pinhoni, M. (2022, 30 de outubro). Brasil tem a eleição mais apertada para presidente desde a redemocratização. G1 Eleições em números. <https://g1.globo.com/politica/eleicoes/2022/eleicao-em->

numeros/noticia/2022/10/30/brasil-tem-a-eleicao-mais-apertada-para-presidente-desde-a-redemocratizacao.ghml

- Ramalingegowda, S., & Yu, Y. (2012). Institutional ownership and conservatism. *Journal of accounting and economics*, 53(1-2), 98-114.
- Sales, I. C. H., Oliveira, P. H. D., Ikuno, L. M., Miranda, R. F. D. A., & Rodrigues, J. M. (2012). Earnings quality: análise empírica dos accruals contábeis aplicada ao mercado de capitais brasileiro. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 17(1), 50-64.
- Santos, E. S., Ponte, V. M. R., & Mapurunga, P. V. R. (2014). Adoção obrigatória do IFRS no Brasil (2010): índice de conformidade das empresas com a divulgação requerida e alguns fatores explicativos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25, 161-176.
- Savin, N. E. & White, K. J. (1977). The Durbin-Watson test for serial correlation with extreme sample sizes or many regressors. *Econometrica*, 45(8), 1989-1996.
- Silva, O. M. D., & Cruz Jr, J. C. (2004). Dados em painel: uma análise do modelo estático. *Métodos quantitativos em economia*.
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting, Part I: explanations and implications. *Accounting Horizons* 17 (3, September), 207–221.
- Zhang, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of accounting and economics*, 45(1), 27-54.