



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Suavização de resultados e o valor de mercado das empresas durante a Covid-19

LUCIANA DE SOUSA SANTOS

Universidade Federal de Goiás

CARLOS HENRIQUE SILVA DO CARMO

Universidade Federal de Goiás

ILIRIO JOSÉ RECH

Universidade Federal de Goiás

Resumo

O objetivo da pesquisa foi investigar o impacto da Covid-19 na prática de suavização intencional de resultados sobre o valor de mercado das empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores do Brasil (B3). Foram investigadas 99 empresas pertencentes ao segmento do novo mercado. A coleta dos dados para as variáveis de estudo se deu através dos demonstrativos financeiros disponíveis na base de dados Economática® no período de 2017 a 2021. Na operacionalização da pesquisa, utilizou-se o coeficiente de variação de Eckel, para classificar as empresas em suavizadoras e não suavizadoras; para medir o nível de suavização de resultados adotou-se as métricas dos autores Leuz et al. (2003). Em busca de atender ao objetivo pesquisa, que tem interesse sobre a suavização intencional de resultados, utilizou-se também o modelo de Lang et. al. (2012). E por último, foi utilizado um modelo empírico que considera o valor de mercado como variável dependente defasada (VM_{it-1}) como sendo uma das variáveis explicativas. Para tanto a estimação dos modelos foram feitas por meio de painel dinâmico usando estimador generalizado de momentos System (GMM). Os resultados demonstraram que o valor de mercado das empresas é afetado pela prática de suavização de resultados, mas que, quando o mercado apresenta um maior risco, aqui caracterizado pela pandemia do Covid-19, o impacto da suavização no valor de mercado torna-se menos intenso. Os achados da pesquisa apontaram que as empresas classificadas como suavizadoras, apresentaram queda significativa no valor de mercado. Um outro achado do estudo foi que a Covid-19 impactou negativamente o valor de mercado. Por outro lado, ao criar uma interação entre a suavização intencional de resultados e a Covid-19, o impacto passa a ser positivo, ou seja, em um momento de incerteza econômica, a prática de suavização exerce influência positiva sobre o valor de mercado.

Palavras-chave: Suavização de resultados, Covid-19, Valor de mercado, Suavização intencional



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

1. INTRODUÇÃO

Desde que a Organização Mundial de Saúde (OMS) foi alertada sobre a constatação de diversos casos de pneumonia em Wuhan, com a identificação de um novo tipo de coronavírus, a situação a nível mundial só se agravou (Wu et al., 2020). Esse fato levou a OMS a declarar estado de Emergência de Saúde Pública de Importância Internacional (ESPII), considerando a pandemia de Covid-19 um evento extraordinário de risco para a saúde pública para outros Estados, devido a propagação internacional de doença e que, potencialmente exigiria uma resposta internacional coordenada (Brasil, 2020; Wu et al., 2020).

No Brasil, o primeiro caso identificado foi no final de fevereiro, com a primeira morte em março de 2020, quando ocorreu a declaração de transmissão comunitária. Diante desse contexto pandêmico, os países, a fim de reduzir a propagação do novo coronavírus, tiveram que adotar medidas de contenção, entre elas o fechamento dos estabelecimentos comerciais, o chamado lockdown. De acordo com Gomes et al. (2021) os impactos econômico-financeiros e sociais gerados pelos lockdowns são graves, dessa forma percebe-se que os gestores das mais diversas organizações buscam diferentes estratégias para superá-los, no intuito de promover e manter o bom desempenho destas empresas.

O valor de mercado de uma empresa de capital aberto depende de uma série de fatores, entre eles, a forma como a informação contábil é apresentada ao mercado. No sentido de avaliar a performance de uma organização, os usuários da informação contábil utilizam os resultados evidenciados pelos gestores por meio das demonstrações financeiras, em especial, o lucro apresentado, visando tomar decisões de investimentos mais assertivas (Nicoleta-Cornelia et al., 2012). Os gestores, pelo seu poder discricionário e a subjetividade encontrada na aplicação das normas contábeis, utilizam o gerenciamento de resultados com a intenção de obter algum ganho, no sentido de evidenciar um resultado que pode não refletir a realidade da organização (Healy & Wahlen, 1999). Essa prática pode se associar à perspectiva oportunística da manipulação de informações contábeis resultando na atuação do gestor que procura maximizar o valor de mercado de sua empresa, em detrimento dos interesses dos investidores (Watts & Zimmerman, 1986; Subramanyam, 1996; Beneish, 2001; Paulo, 2007).

De acordo com Paulo e Mota (2019), os gestores utilizam seu poder discricionário para gerenciar os resultados das empresas em períodos de crise. Dessa forma, os autores apontaram evidências de que em um momento de desaceleração econômica, os gestores tendem a aumentar o nível dos *accruals*, ao passo que na fase de recuperação, esse gerenciamento é feito no sentido de reduzir os *accruals*. E ainda consideraram que em outras fases, os gestores se utilizam das atividades operacionais para reduzir o nível de gerenciamento. Um dos principais motivos dos gestores realizarem o gerenciamento de seus resultados é para torná-los mais suaves à análise dos investidores.

A literatura traz algumas definições para a suavização de resultado e seus propósitos. Gordon (1964) afirma que os administradores suavizam o resultado contábil das empresas e que os investidores se sentem mais confortáveis em investir em empresas que apresentam mais estabilidade. Copeland (1968) argumenta que a suavização de resultados está relacionada às escolhas contábeis dos administradores, com intuito de modificar a variação dos lucros, no sentido de torná-los mais estáveis ao longo do tempo. Baioco et al. (2013) consideram como finalidade da suavização a redução na variabilidade dos lucros revelados para o mercado, além de refletir maior consistência nos resultados, promovida pelo amortecimento intencional dos resultados (Meli, 2015). Neste sentido, tem-se o entendimento que a suavização permite que gestores das organizações diminuam a variabilidade dos lucros ao longo do tempo, buscando um equilíbrio entre lucros muito altos ou muito baixos, com o propósito de apontar para o mercado uma situação de estabilidade, logo, de baixo risco para os acionistas.



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

De que forma a suavização de resultados foi utilizada para influir sobre o valor de mercado das empresas durante a pandemia por COVID-19? O objetivo foi investigar se ocorreram mudanças na prática de suavização de resultados para influir sobre valor de mercado das empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores Brasileira, a B3, durante a COVID-19. De forma específica, buscou-se identificar a prática da suavização de resultados como forma de influir sobre o valor de mercado das organizações, verificar se a suavização de resultados se intensifica durante períodos de incertezas no cenário de negócios e mensurar o impacto da suavização de resultados nas empresas não financeiras que operam na B3.

Presume-se que o valor de mercado das organizações seja afetado em momentos de instabilidade econômica e amenizados pela prática de suavização intencional de resultados. Assim, parece ser previsível que durante a pandemia por covid-19 tenha ocorrido alterações na prática de suavização de resultados nas empresas não financeiras brasileiras. Em cenários de incertezas, espera-se que as empresas atuem para garantir o valor de mercado de seus ativos, valendo-se dos instrumentos gerenciais disponíveis, entre eles a suavização de resultados.

Ao considerar a relevância do valor de mercado das organizações, justifica-se esta pesquisa pelo impacto social e econômico-financeiro causado pela pandemia do Covid-19 e a necessidade de evidenciar aspectos contábeis do valor de mercado das empresas em relação a suavização intencional de resultados, avaliando os impactos da pandemia, tendo em vista que a transparência dos relatórios financeiros seja um ponto positivo no mercado de capitais, principalmente para o investidor. O estudo é relevante para a sociedade uma vez que o valor de mercado das organizações impacta o preço e a disponibilidade de bens e serviços oferecidos ao consumidor.

Há estudos que investigaram os momentos de instabilidade econômico-financeira e o gerenciamento de resultados (Silva et. al. 2014; Agrawal & Chatterjee, 2015; Fiehn & Struck, 2011). E ainda outros que discutiram sobre o impacto do Covid-19 em relação ao desempenho das organizações (Shen et al., 2020). Portanto, a análise desta pesquisa intenta contribuir com a literatura existente, no sentido de avaliar a suavização intencional de resultados sobre o valor de mercado das empresas, influenciado pela pandemia do Covid-19. A principal contribuição da presente pesquisa é concentrar-se nas empresas não financeiras brasileiras, o que pode contribuir para a percepção do gerenciamento de crises em tempos de instabilidade.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Impactos provocados pela pandemia do Covid-19

Desde dezembro de 2019, quando houve o surto do novo coronavírus na China, provocando um estado de emergência a nível mundial, vários estudos têm sido realizados acerca do Covid-19 e seus impactos sociais e econômico-financeiros. A pandemia do Covid-19 foi declarada pela OMS, segundo Agência Brasil, em 11 de março de 2020, o que agravou fortemente o risco e a incerteza inerentes ao mercado de capitais de forma global (Zhang et al, 2020). Dentro deste contexto pandêmico, o Brasil foi inserido entre os 25 países mais afetados pela pandemia do Covid-19 (Phan & Narayan, 2020), e ainda apontado entre os 10 principais mercado de ações que apresentaram o pior desempenho, com uma queda de 48% (Fernandes, 2020).

Coelho e Rodrigues (2021) apontam que a pandemia forçou as empresas a usarem o patrimônio líquido como base para tomada de decisão. Com isso, o valor de mercado das empresas foi afetado de forma negativa. Por outro lado, houve uma melhoria na qualidade da informação divulgada por meio dos demonstrativos contábeis. Os resultados encontrados por Shen et al., (2020), apontam que o surto da pandemia do Covid-19 teve impacto negativo



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

significativo quando avaliada a performance das organizações chinesas, o que surtiu um efeito de diminuição de investimentos, afetando a receita.

O estudo desenvolvido por Ramelli e Wagner (2020), apresentou uma análise de como os agentes econômicos, em particular os investidores, avaliaram os riscos e as consequências causadas pela Covid-19, apontando que o mercado reagiu de acordo com a evolução e consequências que vinham sendo evidenciadas. Suas descobertas apontaram que o valor corporativo foi afetado de acordo com a situação de cada país. Conforme os países conseguiram reduzir a disseminação do vírus, os mercados iam se corrigindo, embora os investidores mantivessem suas preocupações com questões sobre alto endividamento e a importância da posição financeira das empresas, que se destacavam por disponibilidades de recursos que sustentassem o valor da empresa.

O estudo de Avelar et al. (2021) mostrou que a sustentabilidade econômico-financeira das organizações foi afetada pela pandemia, constatando ainda que as medidas de contenção da propagação do vírus, principalmente o isolamento social, provocaram perdas relevantes de valor no mercado de capitais, queda sistemática nos mais variados indicadores econômico-financeiros, além de ter causado um aumento considerável na captação de recursos de terceiros durante o período. De acordo ainda com o estudo supracitado, os gestores apresentaram posturas, durante o cenário de pandemia, que tendem a exercer influência sobre a perspectiva de risco das partes interessadas, com intuito de evitar uma maior queda no valor de mercado das organizações. O que parece corroborar com estudos que apontam que gestores tendem a apresentar um comportamento oportunista com a intenção de evitar divulgação de perdas tendo em vista que o mercado responde rapidamente à evidenciação de um resultado adverso, provocando quedas no preço de ações, conseqüentemente, no seu valor de mercado (Walker, 2013; Paulo, 2007).

Conforme resultado apontado na pesquisa realizada por Silva et al. (2014), há uma mudança de comportamento por parte dos gestores, durante períodos de instabilidade econômica, tendendo a adotar e/ou intensificar práticas de gerenciamento de resultados.

2.2 Relação entre a suavização de resultados e o valor de mercado das empresas

O conceito de gerenciamento de resultados é amplo e controverso. Autores como Healy e Whalen (1999), que seguem a linha de Schipper (1989) defendem que esta prática é usada no sentido de manipular a informação contábil para “enganar” os usuários externos. Por outro lado, Dechow e Skinner (2000), entendem que as escolhas contábeis estão ligadas às especificidades de cada tipo de negócio, o que conduz o gestor a diferentes motivações, e não necessariamente a intenção de enganar as partes interessadas. Dentre as práticas de gerenciamento de resultados apresentadas pela literatura, têm-se que a suavização de resultados, *income smoothing*, é uma das mais utilizadas (Martinez, 2013). Como observado, as pesquisas sobre suavização de resultados, geralmente, visam relacionar o comportamento oportunista dos gestores com outro aspecto da organização no sentido de medir os impactos de sua utilização.

Estudos como de Ronen e Yaari (2008), demonstram que o gerenciamento de resultados por meio da prática de suavização de resultados está relacionado ao fato do usuário externo, a exemplo dos investidores, apresentarem aversão aos riscos de um negócio. Neste sentido, como a prática busca diminuir a variação dos lucros ao longo do tempo, evitando evidenciar discrepâncias extremas no comportamento de resultados (Martinez, 2001; Ronen & Yaari, 2008), é provável que gestores se valham de sua utilização fazendo com que os investidores se sintam mais seguros quanto a realização de seus investimentos na organização, uma vez que a prática permite uma visualização de resultados mais consistentes (Meli, 2015).

De acordo com Eckel (1981), a suavização de resultados pode ser dividida em duas modalidades, a suavização natural e a intencional. Complementando, Martinez (2001) e

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Martinez (2006) dizem que a suavização intencional, ainda se subdivide em real e artificial. Um ponto destacado pela literatura é que uma parte da suavização ocorre de maneira natural, tendo em vista que as organizações utilizam o regime de competência, mas a questão é quando os gestores utilizam de seu poder de discricionariedade para manipular os resultados, no intuito de não revelar os resultados reais da empresa, o que se torna prejudicial (Eckel, 1981). Segundo Almeida et al. (2011) ao considerar incentivos como reportar lucros próximos das previsões dos analistas sobre o lucro por ação, sustentar um desempenho recente ou suavizar resultados, divulgar lucros positivos, tem-se que as empresas buscam manter seu valor de mercado maior que seu valor contábil, na tentativa de apresentar resultados para criar expectativas de fluxo de caixa futuro aos seus acionistas e agentes com algum interesse nos resultados apresentados. Os achados deste estudo indicaram que as empresas com índice de *market-to-book* acima de 1 possuem incentivos do mercado para gerenciar os resultados e manter o valor de mercado.

De acordo com Avelar et al. (2021) os gestores apresentaram posturas, durante o cenário de pandemia, com tendência a exercer influência sobre a perspectiva de risco das partes interessadas, com intuito de evitar uma maior queda no valor de mercado das organizações. Estudos apontam que gestores tendem a apresentar um comportamento oportunista com a intenção de evitar a divulgação de perdas, tendo em vista que o mercado responde rapidamente à evidenciação de um resultado adverso, provocando quedas no preço de ações (Walker, 2013; Paulo, 2007). Neste sentido, a pesquisa realizada por Silva et al. (2014), que teve por objetivo verificar se durante as crises econômicas as empresas brasileiras listadas na bolsa de valores tendiam a adotar práticas de gerenciamento de resultados, apontou que há uma mudança de comportamento por parte dos gestores durante os períodos de crise.

O estudo de Avelar et al. (2021) mostrou que a sustentabilidade econômico-financeira das organizações foi afetada pela pandemia causada pelo Covid-19. Constataram que as medidas de contenção da propagação do vírus, principalmente o isolamento social e a mudança nos hábitos de consumo, provocaram perdas relevantes de valor no mercado de capitais, queda sistemática nos indicadores econômico-financeiros, além de ter causado um aumento na captação de recursos de terceiros durante o período. A pandemia gerou incertezas que impactaram diretamente os resultados das empresas, aumentando os riscos e gerando cautela por parte dos investidores, principalmente os mais conservadores e aversos ao risco.

Michelson et al. (1995) desenvolveram um estudo com objetivo de testar se a suavização de resultados possui associação com o valor de mercado. Os resultados mostraram que as organizações suavizadoras apresentam um retorno médio significativamente inferior quando comparado com as não suavizadoras. Que o valor de mercado patrimonial das empresas que suavizam seus resultados é mais alto em relação àquelas que não suavizam. Outras evidências apontadas no estudo é que o nível de suavização é mais percebido nas empresas maiores, que apresentam retornos mais baixos e menores riscos, indicando que sua prática diminui o risco de ativo, melhorando a percepção do investidor em relação à empresa.

A literatura apresenta estudos que se empenharam na discussão do gerenciamento de resultados e períodos de crises financeiras em relação ao valor de mercado das empresas. Agrawal e Chatterjee (2015) analisaram, de forma empírica, a relação entre as dificuldades financeiras e o gerenciamento de resultados em 150 empresas da Índia, obtendo como descobertas que os incentivos para gerenciar resultados estão atrelados ao nível de dificuldade financeira da organização e que em momentos de recessão econômica, a avaliação de empresa exige muito mais cautela por parte de investidores e credores, haja vista que nestes momentos os gestores estão mais propensos a não divulgar a real situação financeira da organização, o que impacta na confiabilidade da informação contábil.

Silva et al. (2014), estudaram o impacto de crises econômicas sobre as empresas brasileiras listadas na bolsa de valores para verificar se tendiam a adotar práticas de gerenciamento de resultados. O foco da pesquisa foi o efeito de crises mundiais recentes na



São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

época, como o rompimento da bolha imobiliária americana. Constataram que há uma mudança de comportamento por parte dos gestores, durante os períodos de crise econômica. No trabalho, os autores utilizaram duas abordagens, selecionando uma amostra de 445 empresas listadas na BM&FBOVESPA considerando os anos de 1997 a 2009, obtendo então 3941 observações a partir de dados em painel. Dentre os achados da pesquisa, os autores também apresentaram por meio de testes estatísticos, uma relação significativa entre momentos de crise econômica e as práticas de gerenciamento de resultados em um panorama estampado pelas empresas brasileiras analisadas.

Abogun et al. (2021) realizaram uma pesquisa em empresas listadas na bolsa de valores nigeriana sobre a influência da suavização de resultados e do risco de mercado sobre o valor de mercado. Em seus achados, constataram que a maioria das empresas analisadas suavizavam seus resultados, e que a utilização desta prática reduz significativamente o valor de mercado das empresas. O estudo também apontou evidências de que o risco de mercado afeta o valor de mercado. E por fim, os autores concluíram que quando o mercado é regulamentado, como é o caso do mercado nigeriano, o valor das empresas é afetado de forma negativa quando da utilização da suavização de resultados, uma vez que a suavização é percebida como tentativa de induzir o investidor ao erro de avaliação do valor das empresas. De acordo com os autores, o preço das ações serviu de base para a mensuração do valor de mercado.

Observa-se que a literatura consultada apresenta resultados diferentes em função do tipo de crise enfrentada pelas empresas no período em estudo. Outro fator que influencia os resultados dos estudos é o grau de regulamentação do mercado e o nível de confiança dos investidores em cada cenário. No entanto, para fins desta pesquisa, considera-se que o período de pandemia da Covid-19 tenha afetado o valor de mercado das empresas de forma incomum, uma vez que a pandemia vem sendo considerada a maior crise sanitária, social e econômica da história. O impacto da pandemia se intensificou pelas características do mundo contemporâneo, em função da globalização das interações sociais, comunicação e integração dos mercados (Souto & Silva, 2021). E com base nesta expectativa, formulou-se a hipótese de que a suavização intencional de resultados, intensificada pela incerteza de mercado causada pela Covid-19, tenha afetado de forma negativa o valor de mercado das empresas.

3. DESENHO DA PESQUISA

A população utilizada neste estudo consistiu nas 414 empresas listadas na B3. O escopo da pesquisa se restringiu às empresas do Novo Mercado, pelo fato dessa categoria ter como uma de suas principais regras, maior transparência em suas contas.

Conforme Srour (2005) as empresas listadas nesta categoria apresentam, em períodos de crise, maiores retornos e maiores volume de lucros distribuídos na forma de dividendos. Além disso, não foram consideradas como parte da amostra, as instituições financeiras, haja vista a particularidade do setor, tendo seus demonstrativos, forma e conteúdo, regulamentados pelo Banco Central, pois isso limita a possibilidade de atuar sobre os relatórios contábeis realizando a suavização de resultados. Ademais, a fim de garantir a consistência dos dados da amostra, foram excluídas também, as empresas que apresentaram dados faltantes para construção das variáveis, em qualquer um dos períodos. Dessa forma, obteve-se uma amostra final de 99 empresas, que subsidiaram a análise desta pesquisa.

A coleta dos dados para as variáveis de estudo se deu através dos demonstrativos financeiros das empresas listadas na B3, disponíveis na base de dados Economática®, contemplando o período de 2017 a 2021. Salienta-se que para medir a suavização intencional de resultados é necessário um período mais longo (Sousa et al., 2020), considerado pelos autores, 11 trimestres anteriores ao período para o qual a medida é calculada.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Contudo nesta pesquisa, reside uma necessidade de ajuste referente ao período, pois ao considerar a Covid-19 como uma variável interativa entre a suavização e o valor de mercado das empresas, obteve-se apenas 6 trimestres com a presença da pandemia. Portanto, foi utilizado dados referentes ao trimestre atual e aos 5 trimestres anteriores, compreendendo então a análise de dados do segundo trimestre de 2018 ao terceiro trimestre de 2021, alcançando então 14 períodos trimestrais, sendo 7 com a presença de Covid-19 e 7 com ausência. De acordo com Ramelli e Wagner (2020), a partir de 20 de janeiro de 2020, gestores e analistas já demonstravam preocupação voltada para os possíveis impactos que o surto da Covid-19 poderia causar.

Em busca de atender ao objetivo proposto nesta pesquisa, que tem interesse sobre a suavização intencional de resultados, utilizou-se o modelo de Lang et. al. (2012), que parte das métricas propostas por Leuz et al. (2003). Entende-se que estas medidas permitem ajustar a variabilidade econômica advinda da tomada de decisão por operações.

Segundo Lang et. al. (2012) as métricas permitem medir a suavização de resultados, sendo que a métrica denominada por SMTH1 permite capturar a suavização geral de resultados, enquanto a SMTH2 busca medir a suavização de resultados por *accruals*. A SMTH1 é definida pela razão do desvio padrão do lucro líquido dividido pelo desvio padrão do fluxo de caixa operacional (Sousa et al., 2020), ambos escalonados pelo ativo total médio (Lang et al., 2012). A lógica explicada por Leuz et al. (2003) é que esta medida permite controlar a variabilidade da *performance*.

Então, tem-se a Equação 1:

$$SMTH1 = \frac{\sigma_{LL/ATm\u00e9dio}}{\sigma_{FCO/ATm\u00e9dio}} \quad (1)$$

Onde:

SMTH1 = Suavização geral de resultados;

$\sigma_{LL / AT_{m\u00e9dio}}$ = desvio padrão do lucro líquido dividido pelo ativo total médio, do fim de 6 trimestres; e

$\sigma_{FCO / AT_{m\u00e9dio}}$ = desvio padrão do fluxo de caixa operacional dividido pelo ativo total médio, do fim de 6 trimestres.

Do mesmo modo, para obter a suavização de resultados por *accruals*, foi calculado a SMTH2, através da Equação 2:

$$SMTH2 = \rho[(FCO/AT; Accruals/AT)] * -1 \quad (2)$$

Onde:

SMTH2 = Suavização de resultados por *accruals*

FCO = Fluxo de caixa operacional do fim do período de 6 trimestres;

AT = ativo total do fim do período de 6 trimestres

Accruals = *accruals* totais do fim do período de 6 trimestres.

A SMTH2 é resultante da correlação entre o fluxo de caixa operacional do fim do período de 6 trimestres escalonado pelo ativo total com os *accruals* totais do fim do período de 6 trimestres. Conforme Lang et al., (2012) e Leuz et al. (2003) expõem, um coeficiente negativo desta medida é indício que a empresa tem seus resultados mais suavizados por *accruals*, pois a

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

métrica indica que a gestão por seu poder discricionário, esteja intensificando o uso de *accruals*, gerenciando assim seus resultados em momentos que apresenta queda nos lucros, por isso a medida deve ser multiplicada por menos um para que a sua análise fique mais intuitiva, de maneira a indicar que quanto maior o seu valor, maior a suavização.

A fim de obter a suavização intencional, foi aplicado na pesquisa o modelo econométrico proposto por Lang et al. (2012) que, ao submeter a métrica SMTH1 a uma regressão, permite identificar a suavização intencional geral de resultados; ao passo que a submissão da SMTH2 à mesma equação de regressão, evidencia a suavização intencional por *accruals*.

Assim, tem-se a equação utilizada neste trabalho, Equação 3:

$$SMTH_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 DIVIDA_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 DPRECEITA_{it} + \beta_5 PERC_PREJ_{it} + \beta_6 CICLO_{it} + \beta_7 CRESCREC_{it} + \beta_8 IMOB_{it} + \beta_9 FLUXO_{it} + \beta_{10} TEMP_{it} + \beta_{11} SETOR_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

Onde:

TAM_{it} = logaritmo do ativo total do final do exercício da empresa *i* no período *t*; $DIVIDA_{it}$ = dívida total (empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo) do final do exercício dividido pelo ativo total do final do exercício da empresa *i* no período *t*; MTB_{it} = *market-to-book* do final do exercício da empresa *i* no período *t*; $DPRECEITA_{it}$ = desvio-padrão da receita líquida do exercício, considerando o trimestre atual e mais cinco anteriores da empresa *i* no período *t*; $PERC_PREJ_{it}$ = proporção dos períodos de análise que houve resultado líquido negativo da empresa *i* no período *t*; $CICLO_{it}$ = logaritmo do Ciclo Operacional do final do exercício da empresa *i* no período *t*; $CRESCREC_{it}$ = crescimento da receita do exercício da empresa *i* no período *t*; $IMOB_{it}$ = imobilizado do final do exercício dividido pelo ativo total do final do exercício da empresa *i* no período *t*; $FLUXO_{it}$ = fluxo de caixa médio operacional dividido pelo ativo total do final do exercício da empresa *i* no período *t*; $TEMP_{it}$ = períodos trimestrais, de junho de 2018 a setembro de 2021, e; $SETOR_{it}$ = representa o setor econômico Bovespa da companhia da empresa *i* no período *t*.

Por fim, para atender o foco principal desta pesquisa, os resíduos da estimação dos modelos de SMTH1 e SMTH2 a partir da Equação 3 já apresentada, consistiram nos valores das variáveis de suavização intencional de resultados (SUAV1) e suavização intencional por *accruals* (SUAV2) e foram utilizadas no modelo econométrico final.

Seguindo o modelo empírico adotado por Abogun et al. (2021), a versão adaptada funcional do modelo econométrico utilizado é especificada como: (Equação 4)

$$VM_{it} = \beta_0 + \beta_1 VM_{it-2} + \beta_2 SUAV_{it} + \beta_3 COVID_{it} + \beta_4 SUAV * COVID_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 TAM_{it} + \beta_7 ALAVEF_{it} + \beta_8 INC_SMOOTH + \epsilon_{it} \quad (4)$$

A mensuração das variáveis utilizadas no modelo empírico foi dada por meio do método de dados em painel, com o modelo dinâmico utilizando o estimador System GMM de Blundell-Bond (1998). Ao estimar um modelo dinâmico, primeiro se diferencia os regressores pelo Método Generalizado de Momentos (GMM), de modo a deixar as estimativas consistentes e não viesadas, instrumentalizando-as. Porém, tal metodologia pode não ser a saída ideal para variáveis que não sejam estritamente exógenas. Sendo assim, essa estimação inicial necessita que não haja autocorrelação nos erros idiossincráticos e que as variáveis em nível não tenham correlação com a variável dependente defasada em primeira diferença. Caso tais pressupostos não possam ser cumpridos, é necessário estimar o modelo via Blundell-Bond, isso porque tal

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

estimador considera que a variância seja assintótica e que haja autocorrelação nos erros, sendo este estimador, chamado de System GMM, mais eficiente em relação ao anterior.

Assim, para melhorar a instrumentalização, Blundell e Bond (1998) assumem condições de momento adicionais, as quais podem ser testadas, e que permitem a estimação conjunta da equação em nível instrumentalizada pela defasagem das diferenças, o que se convencionou por estimador System GMM. Para se testar as condições de momento adicionais, utiliza-se o teste de Sargan, que possui como hipótese nula que as condições de momento assumidas na estimação por System GMM são válidas. Seguindo o que sugere a literatura, ainda é necessário realizar o teste para autocorrelação serial de segunda ordem AR(2) do erro do modelo, que tem como hipótese nula que o erro não é AR(2), que está em linha com as hipóteses com relação às defasagens utilizadas na instrumentalização. Caso a hipótese nula do teste AR(2) seja rejeitada, se faz necessário acrescentar novas defasagens da variável dependente.

O valor de mercado (VM) foi calculado a partir da cotação da ação na B3, segundo alguns estudos como Chen et al. (2017) e Yu et al. (2018) o preço da ação é um parâmetro que consiste diretamente no valor de mercado da empresa. A suavização intencional de resultados (SUAV1) e a suavização intencional por *accruals* (SUAV2), partiram das métricas de Leuz et al. (2003), conforme adotado pelo modelo de Lang et. al. (2012).

A COVID é uma variável *dummy* que assume valor 1 para a presença da pandemia de Covid-19 no período, e 0 caso contrário. A interação entre a suavização intencional de resultados e a Covid-19 (SUAV1*COVID) assim como a suavização intencional por *accruals* e a Covid-19 (SUAV2*COVID), foram inseridas no modelo para moderar a inconsistência entre as variáveis, como sugerem Baron e Kenny (1986). Foi incluída ainda no modelo, a variável INC_SMOOTH obtida pelo coeficiente de variação proposto por Eckel (1981) e posteriormente adaptado por Bao e Bao (2004). A variável assume o valor 1 quando a empresa é considerada suavizadora e 0 quando não suavizadora em cada um dos períodos analisados.

Segundo Eckel (1981), o coeficiente se baseia no princípio de que se as variações nos lucros forem maiores que as variações na receita, significa que a empresa não é suavizadora, ao passo que, o inverso caracteriza as empresas como suavizadoras. O coeficiente foi adaptado por Bao e Bao (2004), que definiu um intervalo para considerar uma empresa suavizadora, ou seja, as empresas classificadas com IS menor 0.9, serão consideradas suavizadoras, e maior que 1.1 não suavizadoras, e àquelas que se encontrarem dentro do intervalo chamado de área cinzenta, foram excluídas da amostra.

Dessa forma, tem-se a Equação 5:

$$IS = (\text{suavizadora}) 0.9 < \left[\left| \frac{CV \Delta\% \text{ Lucros}}{CV \Delta\% \text{ Vendas}} \right| \right] < 1.1 (\text{não suavizadora}) \quad (5)$$

Onde:

IS = índice de suavização;

CV Δ% Lucros = coeficiente de variação das variações dos lucros, obtido pelo desvio padrão da variação do lucro dividido pela média da variação do lucro.

CV Δ% Vendas = coeficiente de variação das variações das vendas, obtido pelo desvio padrão da variação das vendas dividido pela média da variação das vendas.

A modelagem adotada por Abogun et al. (2021), considera a variável dependente defasada (VMit-1) como sendo uma das variáveis explicativas, essa existência da variável dependente defasada, $\gamma_{(t-1)}$, torna os valores defasados da própria variável dependente, e eles tornam-se instrumentos válidos nas equações diferenciadas correspondentes a períodos posteriores. Como visto acima, a validade e consistência dos instrumentos será testada, assim

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

como a autocorrelação de segunda ordem. Em relação à esta, caso a hipótese nula seja rejeitada, será acrescentada mais uma defasagem na variável dependente. Dessa forma, um modelo de dados em painel exige duas variáveis globais (Wooldridge, 2016), aqui: uma variável identificadora de cada empresa analisada (Id Espaço) e a variável que indica o tempo (id Tempo), contemplando o espaço temporal.

Além das variáveis de interesse apresentadas anteriormente, foram ainda incluídas as seguintes variáveis de controle: Rentabilidade sobre o Ativo (ROA); Tamanho do Ativo (TAM) obtido através do logaritmo natural do ativo total; Alavancagem (ALAVEF). Todas as variáveis estão apresentadas na Tabela 1, a seguir.

Tabela 1
Descrição das variáveis

Variável	Descrição	Operacionalização	Referências
Variável Dependente			
VM	Valor de mercado calculado a partir da cotação da ação na B3	$VM_{it} = \beta_0 + \beta_1 VM_{it-2} + \beta_2 SUAV_{it} + \beta_3 COVID_{it} + \beta_4 SUAV * COVID_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 TAM_{it} + \beta_7 ALAVEF_{it} + \beta_8 INC_SMOOTH + \epsilon_{it}$	Abogun et al. (2021); Chen et al. (2017) e Yu et al., (2018)
Variáveis Independentes			
SUAV1	Suavização intencional geral	$SMTH1_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 DIVIDA_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 DPRECEITA_{it} + \beta_5 PERC_PREJ_{it} + \beta_6 CICLO_{it} + \beta_7 CRESCREC_{it} + \beta_8 IMOB_{it} + \beta_9 FLUXO_{it} + \beta_{10} TEMP_{it} + \beta_{11} SETOR_{it} + \epsilon_{it}$	Lang et al. (2012)
SUAV2	Suavização intencional por <i>accruals</i>	$SMTH2_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 DIVIDA_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 DPRECEITA_{it} + \beta_5 PERC_PREJ_{it} + \beta_6 CICLO_{it} + \beta_7 CRESCREC_{it} + \beta_8 IMOB_{it} + \beta_9 FLUXO_{it} + \beta_{10} TEMP_{it} + \beta_{11} SETOR_{it} + \epsilon_{it}$	
Variáveis Interativas			
SUAV1*COVID	Obtida pela interação entre a SUAV1 e a COVID-19	SUAV1*COVID19	Baron e Kenny, (1986)
SUAV2*COVID	Obtida pela interação entre a SUAV2 e a COVID-19	SUAV2*COVID19	
Variáveis de Controle			
Retorno sobre os Ativos (ROA)	Obtido pela razão entre o lucro líquido da Companhia e seu ativo total	$ROA = LL/AT$	Kerekes e Cvetanovska (2015), Fiehn and Struck (2011)
Tamanho (TAM)	Ativo Total da Companhia transformado para sua base logarítmica	Logaritmo neperiano do Ativo Total	Moses, 1987
Alavancagem (ALAVEF)	Obtida pela razão entre os empréstimos e financiamentos de longo prazo da Companhia pelo Ativo Total	$ALAVEF = \text{Emp} + \text{Finan LP} / \text{Ativo Total}$	Aggarwal and Zhao, 2007; Bao and Bao, 2004; Fiehn e Struck, 2011
COVID	Covid19	<i>Dummy</i> que assume 1 quando o período tiver a presença de Covid19, e 0 em caso de ausência de Covid19	Elaboração própria

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

<i>INC_SMOOTH</i>	Obtida pelo coeficiente de variação proposto por Eckel (1981)	<i>Dummy</i> que assume 1 quando a Companhia é classificada como suavizadora; e 0 em caso contrário.	Eckel (1981); Bao e Bao (2004)
-------------------	---	--	-----------------------------------

Fonte: dados da pesquisa

A estimação dos modelos foram feitas por meio de painel dinâmico usando estimador generalizado de momentos System GMM, que considera que a variância seja assintótica e que haja autocorrelação nos erros, o que o torna mais eficaz; considerando também que ele permite examinar de forma mais assertiva, variações que podem não ser observadas em corte transversal ou longitudinal; contribuindo em mitigar o viés e dispor de um maior grau de liberdade e permite controlar a heterogeneidade não observada, endogeneidade, viés de variável omitida e heterocedasticidade (Wooldridge, 2016).

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Análise das estatísticas descritivas

Inicialmente, apresentam-se as estatísticas descritivas a fim de demonstrar as características dos dados, conforme disponível na Tabela 2. A variável dependente do valor de mercado consta como unidades monetárias, e por esse motivo apresentou alta assimetria e curtose. Neste caso, se fez necessário a transformação logarítmica, que faz com que a variância dos dados seja estabilizada e se aproxime de uma distribuição normal com média e variância constantes (Wooldridge, 2016).

Tabela 2
*Estatísticas descritivas**

Var./Est.	Mín.	1° Quartil	Mediana	Média	3° Quartil	Máx.	Desv. P	Assimetria	Curtose
VM	4002,1	1117080,8	4121847,3	14535951,43	14593555,93	570520998,6	38079304,3	8,0	83,4
LN_VM	8,3	13,9	15,2	15,07529064	16,49608983	20,2	1,9	-0,4	0,2
INC_SMTH	0	0	0	0,349206349	1	1	0,5	0,6	-1,6
TAM	10,4	14,5	15,4	15,57119205	16,66857683	20,0	1,5	-0,1	0,5
ROA	-0,9	-0,004	0,01	0,011751716	0,04075664	0,4	0,1	-3,9	41,1
ALAVEF	0,006	0,2	0,4	0,359429588	0,485838757	2,3	0,2	1,0	7,5
COVID	0	0	0,5	0,5	1	1	0,5	0	-2,0
SUAV1	-4,6	-0,19	0	0,00	0,094399231	9,5	0,8	3,06	33,5
SUAV2	-1,7	-0,04	0,0	0,00	0,089952763	0,8	0,3	-1,74	7,7
SUAV1_COVID	-4,6	0	0	0,00	0	9,5	0,7	3,46	48,2

Nota: * Número de observações 1.386. Fonte: dados da pesquisa

Conforme demonstrado na Tabela 2, observou-se que as variáveis VM, ROA, ALAVEF, SUAV1, SUAV2, SUAV1*COVID e SUAV2*COVID tiveram forte assimetria e curtose, ou seja, assimetria diferente de zero e curtose menor ou maior que 3 (Morettin & Bussab, 2017). Isso indica que as variáveis possuem forte variabilidade nos seus dados, o que pode prejudicar a consistência do modelo. Uma possível explicação para essa expressiva variabilidade pode estar associada ao tamanho das empresas do conjunto de dados, que apresentou um valor mínimo de 10.4 e máximo de 20. Exposto isto, antes da análise de regressão, foram realizados testes para a detecção de outliers nestas variáveis, pois a regressão é sensível à presença de

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

valores extremos (Hair et al., 2009). Problema com dispersão, assimetria e curtose nos dados podem gerar alta variabilidade no modelo, o que não é desejável.

4.2 Análise dos modelos de regressão

Os resultados estimados pelo método de momentos generalizados (GMM) são apresentados na Tabela 3. Foram feitas duas defasagens na variável dependente para corrigir o problema da autocorrelação de segunda ordem, detectada por meio do teste de Blundell-Bond. Em um primeiro momento, analisou a SUAV1 e a SUAV1*COVID e sua relação com o valor de mercado. E posteriormente, foi aplicado o modelo utilizando a SUAV2 e a SUAV2*COVID para verificar sua relação com a variável dependente. As variáveis SUAV1 e SUAV2, apresentam comportamentos diferentes dentro do mesmo espaço temporal, mesmo sendo complementares. De acordo com Zhang (2012), a explicação desse fato é que em determinado período a suavização geral de resultados pode ser a escolha contábil do gestor, ao passo que em outro período a opção pode ser pela suavização de resultados por *accruals*, então a escolha depende do resultado do exercício. Portanto, nesta pesquisa a análise destas variáveis se deu separadamente (Sousa et al., 2020), conforme resultados apresentados na Tabela 3, a seguir.

Tabela 3

Análise dos coeficientes do modelo utilizando a suavização intencional de resultados (SUAV1)

Coeficiente Estimativa	SUAV1	SUAV2
VM_{t-1}	0,555*** -40,3	0,566*** -67,45
VM_{t-2}	0,304*** -50,24	0,301*** -48,55
INC_SMOOTH	-0,050*** (-7,26)	-0,060*** (-5,41)
COVID	-0,130*** (-44,63)	-0,128*** (-30,71)
SUAV	-0,091*** (-6,53)	0,171*** -3,45
SUAV*COVID	0,067*** -5,01	-0,254*** (-4,01)
TAM	0,185*** -12,84	0,177*** -11,55
ROA	1,703*** -13,01	1,721*** -19,67
ALAVEF	0,045*** -6,08	0,315*** -5,24
Constante	-0,719*** (-3,71)	-0,713*** (-4,00)
Observações	1.188	1.188
Número de Grupos	99	99
Número de Instrumentos	562	562
Wald- χ^2	24.972,63	42.868,39
Teste de Sargan	95,96	96,47
Teste de Endogeneidade ordem 1	-6,81***	-6,89***
Teste de Endogeneidade ordem 2	-0,19	-0,19

Nota: Os resultados entre parênteses referem-se as estatísticas z. Na tabela também há as estatísticas Qui-quadrado em os asteriscos representam as seguintes condições: * Significância a 10%, ** Significância a 5%.*** Significância a 1%. Fonte: dados da pesquisa.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Analisando as estatísticas globais dos modelos, em ambos a estatística de *Wald* – χ^2 foi alta e estatisticamente significativa a 1%, indicando que todos os modelos GMM foram globalmente significativos, isto é, pelo menos um dos coeficientes instrumentalizados foi diferente de zero. Em todos os modelos houve 99 grupos de empresas e 1.188 observações.

No modelo, os valores da variável defasada de dois períodos foram positivamente significativos para o valor atual de valor de mercado, com coeficientes de 0.555 e 0.304, respectivamente. Esse resultado permite inferir que valores anteriores da empresa são fatores fundamentais para determinar o valor de mercado atual da empresa. Os resultados, por meio do método generalizados de momentos, apontaram que a suavização intencional de resultados (SUAV1) apresentou uma relação negativa quanto ao valor da empresa, apresentando um coeficiente de -0,091 e a variável *dummy* Covid teve um efeito similar, apresentando um coeficiente de -0,130. No entanto, na interação da SUAV1 (-0,091) com a variável interativa (SUAV1*COVID), que apresentou um coeficiente de 0,067, obteve-se um resultado de -0,024, o que indica o efeito da suavização em relação a efeito da Covid. Portanto, o efeito da suavização no período de Covid, embora seja negativa, não superou o efeito negativo da suavização do período sem Covid, ou seja, a suavização foi reduzida no período de COVID. Assim tem-se que, a SUAV1 e a Covid tiveram impactos negativos no valor de mercado das empresas da amostra. As variáveis TAM e ROA e ALAVEF, demonstraram efeito positivo sobre o valor da empresa com coeficientes de 0.185, 1.703 e 0.293, respectivamente.

A *dummy* INC_SMOOTH, teve um efeito negativo, com um coeficiente de -0.050. A interação da suavização intencional de resultados com a covid mostrou uma relação significativa positiva com o valor da empresa. Isso nos permite inferir que a suavização de resultados em um ambiente de mercado incerto, aumentou o valor de mercado das empresas analisadas.

Assim como a suavização intencional de resultados, a suavização intencional por *accruals* (SUAV2) também apresentou coeficientes estatisticamente significativos. Os valores defasados de dois períodos de valor de mercado (VM) foram positivamente significativos para o valor de mercado atual, apresentando coeficientes de 0.566 e 0.301, respectivamente. Neste modelo as hipóteses nulas dos testes de Sargan e Bludell-Bond (segunda ordem) não foram rejeitadas, também validando o modelo.

A SUAV2 teve um coeficiente que foi positivamente relacionado ao valor da empresa com um coeficiente de 0.171, enquanto a COVID apresentou coeficiente negativo de -0.0128. No entanto, ao interagir a SUAV2 com a Covid-19, como resultado teve-se que, o coeficiente da SUAV2, quando somado ao coeficiente da variável interativa (SUAV2*COVID), que mostrou um coeficiente negativo de -0,254, o resultado foi de -0,083, o que indica o efeito da suavização em relação a efeito da Covid. Então, o efeito da suavização no período de Covid, não superou o efeito positivo da suavização do período sem Covid, ou seja, a suavização foi reduzida no período de COVID. As variáveis de controle TAM, ROA e ALAVEF demonstraram efeitos positivos sobre o valor da empresa, com coeficientes de 0.177, 1.721 e 0.315, respectivamente.

A *dummy* INC_SMOOTH, para a SUAV2 apresentou um efeito negativo, com um coeficiente de -0.060. A variável interativa SUAV2*COVID mostrou uma relação significativa negativa com o valor da empresa, apontando que a suavização intencional por *accruals*, em um ambiente de incerteza reduz o valor da empresa, conforme análise das empresas que compuseram o conjunto de dados.

4.3 Discussão dos resultados

A suavização intencional de resultados (SUAV1) apresentou uma relação negativa quanto ao valor da empresa. Uma possível explicação desse fato, é que a suavização pode ser

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

percebida pelos investidores como uma manipulação que afeta o valor de mercado, uma vez que os lucros reportados não refletem a realidade da empresa, o que pode aumentar o risco para o investidor (Yu et al., 2018; Susanto & Pradipta, 2019). Enquanto a suavização intencional por *accruals* (SUAV2) teve um coeficiente (0.171) que foi positivamente relacionado ao valor da empresa, permitindo então inferir-se que um nível mais elevado do uso de *accruals* discricionários em momentos de redução nos lucros faz com que aumente o valor de mercado da empresa, resultado semelhante ao de Fiehn e Struck (2011).

A Covid-19, representada pela *dummy*, teve efeito negativo tanto para a SUAV1 quanto para a SUAV2 no valor da empresa. Esses resultados são consistentes com a pesquisa de Shen et. al. (2020), onde a Covid-19 apresentou um impacto negativo no desempenho das empresas, por evidenciar um momento de incerteza econômica que oferece maior risco, indicando como o valor de mercado é afetado pela suavização de resultados (Yang & Zhu, 2014). Como forma de explicar o impacto da Covid-19 na suavização de resultados sobre o valor de mercado, foi inserida no modelo a interação entre a suavização e a Covid-19, buscando uma possibilidade de analisar como o mercado percebe o comportamento da prática de suavização intencional, em momentos incertos.

Os resultados apontaram que quando há momentos de turbulência econômica, os investimentos são moderados, o que faz com que a opção, mais aceitável, seja investir em empresas que apresentam lucros mais estáveis Kerekes e Cvetanovska (2015); Chen et al. (2020), fato que a SUAV1*COVID apresentou uma relação significativa positiva com o valor da empresa. Um fato que pode influenciar no resultado de que o valor de mercado aumenta a partir dessa interação, é que do ponto de vista do investidor, a suavização sinaliza divulgação de informações privilegiadas, o que melhora a qualidade da informação (Yang & Zhu, 2014).

Quanto a alavancagem (ALAVEF), os resultados desta pesquisa contrariam pesquisas anteriores Bao e Bao (2004); Fiehn e Struck (2011); Souza et al. (2020) que apresentaram uma relação significativa negativa ao valor de mercado. Diferentemente, a variável definida como ALAVEF nesta pesquisa, apresentou coeficientes positivos de 0.045 para a SUAV1 e 0.315 para a SUAV2, indicando que quanto maior a alavancagem maior o valor de mercado, consistente com os estudos de Yang e Zhu (2014) e de Yu et al. (2018), quando da prática de suavização intencional.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo da pesquisa foi investigar se ocorreram mudanças na prática de suavização de resultados para influir sobre valor de mercado das empresas não financeiras listadas na B3, durante a COVID-19. Na estimação dos dados, foi utilizado modelo de dados em painel dinâmico, e os resultados apontados comprovaram sua eficácia, uma vez que demonstrou que o valor atual de uma empresa é influenciado por seus valores de mercado anteriores, importância de ter utilizado o valor defasado da variável. A pesquisa buscou investigar o impacto da Covid-19 na prática de suavização intencional sobre o valor de mercado das empresas listadas na Bolsa de Valores do Brasil.

Os resultados encontrados mostraram que as empresas classificadas como suavizadoras, apresentaram queda significativa no valor de mercado. Uma outra evidência do estudo é que a Covid-19 impactou negativamente o valor de mercado. Por outro lado, ao criar uma interação entre a suavização intencional de resultados e a Covid-19, o impacto passa a ser positivo, ou seja, em um momento de incerteza econômica, a prática de suavização exerce influência positiva sobre o valor de mercado. Já o aumento do uso de *accruals* discricionários em momentos que oferecem maiores riscos, afetou negativamente o valor de mercado das empresas da amostra.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

Por conseguinte, considera-se que o valor de mercado das empresas é afetado pela prática de suavização de resultados, mas que, quando o mercado apresenta um maior risco, o impacto da suavização no valor de mercado torna-se menos intenso. De fato, crises de curta duração podem ser amenizadas por meio da prática de suavização de resultados, onde resultados excessivamente positivos ou excessivamente negativos são dissolvidos na demonstração de resultados. No entanto, a suavização tem se mostrado eficaz quando praticada dentro do exercício fiscal, dissolvendo os resultados ao longo dos quatro trimestres. Suavizar resultados por fechamento de exercício acaba não sendo uma prática eficaz, principalmente se a crise se prolonga por um período maior, como é o caso da pandemia por Covid-19.

Além disso, gerenciar resultados por meio de suavização é uma prática que pode despertar a desconfiança do investidor. Isso porque alguns autores apontam a suavização como tentativa de induzir o investidor ao erro, uma vez que os resultados divulgados não correspondem aos realmente alcançados, ou são apresentados como uniformes quando na prática são variáveis. Grande parte dos investidores são conservadores, aversos ao risco. Por isso, esperam que a estabilidade verificada na demonstração de resultados corresponda à realidade da organização onde realizam seus investimentos. Dessa forma, pode se entender que organizações que não praticam a suavização de resultados são preferidas por esses investidores.

Foi possível verificar que a pandemia por Covid-19 resultou em severa crise, em todos os sentidos, devido a seu caráter global e por inserir imprevisibilidade em um mercado que já estava sob tensão devido a crises anteriores. Isso afetou empresas de todos os setores, pois muitas atividades tiveram que ser suspensas. Os consumidores se tornaram mais cautelosos e os investidores se retraíram temendo os riscos apresentados pelo mercado econômico local e global. Algumas empresas acabaram falindo ou alterando radicalmente suas estratégias de negócios. Todos esses fatores exigiram dos executivos tomadas de decisão relacionadas à gestão dos negócios e relacionamento com os clientes e investidores.

Pressupõe-se que a pesquisa contribuiu com a literatura ao associar o ambiente de negócios à maior crise sanitária da atualidade. Ao apresentar resultados que comprovam que a suavização afeta o valor de mercado das empresas, muitas vezes de forma negativa, o estudo pode servir como um alerta aos gestores. Do ponto de vista do investidor, o resultado implica que cabe uma análise mais acurada, visando identificar as empresas que apresentam relatórios contábeis confiáveis, com ou sem suavização, na tentativa de proteger-se, investindo em empresas que são consideradas seguras.

REFERÊNCIAS

- Abogun, S., Adigbole, E. A., & Oloredo, T. E. (2021). Income smoothing and firm value in a regulated market: the moderating effect of market risk. *Asian Journal of Accounting Research*, ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/AJAR-08-2020-0072>
- Agrawal, K., & Chatterjee, C. (2015). Earnings management and financial distress: Evidence from India. *Global Business Review*, 16(5_suppl), 140S-154S. <https://doi.org/10.1177/0972150915601928>
- Almeida, J. E. F. D., Lopes, A. B., & Corrar, L. J. (2011). Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 4(1), 44-62.
- Avelar, E. A., Ferreira, P. O., da Silva, B. N. E. R., & Ferreira, C. O. (2021). Efeitos da pandemia de covid-19 sobre a sustentabilidade econômico-financeira de empresas brasileiras. *Revista Gestão Organizacional*, 14(1), 131-152. <https://doi.org/10.22277/rgo.v14i1.5724>

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Baioco, V., Almeida, J. E., & Rodrigues, A. (2013). Incentivos da regulação de mercados sobre o nível de suavização de resultados. *Contabilidade Vista & Revista*, 24(2), 110-136.
- Bao, B. H., & Bao, D. H. (2004). Income smoothing, earnings quality and firm valuation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(9-10), 1525-1557. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2004.00583.x>
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of personality and social psychology*, 51(6), 1173.
- Beneish, M. D. (1997). Detecting GAAP violation: Implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance. *Journal of accounting and public policy*, 16(3), 271-309. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(97\)00023-9](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(97)00023-9)
- Blundell, R. & Bond, S. (1998). GMM estimation with persistent panel data: an application to production functions. *The institute for fiscal studies*, Department of Economics, UCL, Working paper, 1998.
- Brasil. Decreto nº 10.212 (2020). Retrieved January 10, 2022, from Planalto.gov.br website: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/decreto/D10212.html.
- Chen, C., Kim, J. B., & Yao, L. (2017). Earnings smoothing: Does it exacerbate or constrain stock price crash risk?. *Journal of Corporate Finance*, 42, 36-54. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.11.004>
- Chen, C. L., Weng, P. Y., & Lin, Y. C. (2020). Global financial crisis, institutional ownership, and the earnings informativeness of income smoothing. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 35(1), 53-78. <https://doi.org/10.1177/0148558X17696759>
- Coelho, L. C. D. S., & Rodrigues, J. M. (2021). Qualidade da Informação Contábil: Uma Investigação Quanto ao Value Relevance das Empresas Brasileiras em Tempos de Covid-19. In: 18^o Congresso USP Iniciação Científica em Contabilidade. São Paulo, SP, Brasil.
- Copeland, R. M. (1968). Income smoothing. *Journal of Accounting Research*, 101-116. <https://doi.org/10.2307/2490073>
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting horizons*, 14(2), 235-250. <https://doi.org/10.2308/acch.2000.14.2.235>
- Eckel, N. (1981). The income-smoothing hypothesis revisited. *Abacus - A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 17(1), 28-40. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.1981.tb00099.x>
- Fernandes, N. (2020). Economic effects of coronavirus outbreak (COVID-19) on the world economy.
- Fiehn, S. e Struck, H. (2011), “O impacto da suavização no valor da empresa - uma análise da indústria”. Dissertação de mestrado, Lund University.
- Gomes, H. M. S.; Leles, T. L. S.; Kruger, H. V.; Veras, S. L. L. (2021). COVID-19 e o Impacto Econômico do Lockdown: Uma revisão sistemática. In: *Anais 21^o USP International Conference in Accounting*, São Paulo, SP.
- Gordon, M. J. (1964). Postulates, principles and research in accounting. *The Accounting Review*, 39(2), 251-263.
- Hair Jr., J.F.; Black, W.C.; Babin, B. J.; Anderson, R.E. & Tatham, R.L, (2009) *Análise multivariada de dados*. 6.ed. Porto Alegre, Bookman, 688p.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365-383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Kerekes, B. S., & Cvetanovska, B. (2015). The Impact of Income Smoothing on Firm Value after the Sarbanes-Oxley Act.

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Lang, M., Lins, K. V., & Maffett, M. (2012). Transparency, liquidity, and valuation: International evidence on when transparency matters most. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 729-774. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00442.x>
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of financial economics*, 69(3), 505-527. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)
- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras* (Tese de Doutorado), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Martinez, A. L. (2006). Minimizando a variabilidade dos resultados contábeis: estudo empírico do income smoothing no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 2(1), 9-25.
- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *BBR-Brazilian Business Review*, 10(4), 1-31.
- Meli, D. B. (2015). *O impacto da prática de income smoothing no custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Michelson, S. E., Jordan-Wagner, J., & Wootton, C. W. (1995). A market based analysis of income smoothing. *Journal of Business Finance and Accounting*, 22, 1179-1194. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1995.tb00900.x>
- Morettin, Pedro Alberto & Bussab, Wilton O. (2017). *Estatística básica*. 9. Ed. – São Paulo: Saraiva.
- Moses, O. D. (1987). Income smoothing and incentives: Empirical tests using accounting changes. *Accounting Review*, 358-377.
- Nicoleta-Cornelia, B. S., Sorina-Geanina, M. S., Mihaela, C. D., & Rodica, D. G. (2012). Accounting and extra-accounting information-valences in meeting the financial analysis. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 62, 531-535. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.09.087>
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Paulo, E., & Mota, R. H. G. (2019). Ciclos econômicos e estratégias de gerenciamento de resultados contábeis: um estudo nas companhias abertas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30, 216-233. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806870>
- Phan, D. H. B., & Narayan, P. K. (2020). Country Responses and the Reaction of the Stock Market to COVID-19 - A Preliminary Exposition. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2138–2150. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1784719>
- Ramelli, S., & Wagner, A. F. (2020). Feverish stock price reactions to COVID-19. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 622-655. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa012>
- Ronen, J., & Yaari, V. (2008). *Earnings management* (Vol. 372). New York: Springer US.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3 (4), 91-102.
- Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z., & Chen, Y. (2020). The impact of the COVID-19 pandemic on firm performance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2213-2230. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1785863>
- Silva, A.F., Weffort, E.F.J., Flores, E., & Silva, G.P. (2014). Gestão de resultados e crises econômicas no mercado de capitais brasileiro. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 54, 268-283.
- Silva, R. C., & Lamounier, W. M. (2020). *Determinantes da Prática de “Income Smoothing” em Cias Abertas: uma análise de empresas brasileiras e americanas* (Dissertação de

São Paulo 27 a 29 de julho 2022.

- Mestrado), Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, MG, Brasil.
- Souto, L., & Silva, C. (2021). O Cebes na luta durante a pandemia da Covid-19. *Saúde Debate*, 45, 937-940. <https://doi.org/10.1590/0103-1104202113100>
- Sousa, A. M. de, Ribeiro, A. M., Vicente, E. F. R., & Carmo, C. H. S. (2020). Suavização de resultados e comparabilidade dos relatórios financeiros: evidências em empresas abertas do mercado brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 14, 164488. <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2020.164488>
- Srour, G. (2005). Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 59(4), 635–674.
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of accounting and economics*, 22(1-3), 249-281. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00434-X](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00434-X)
- Susanto, Y. K., & Pradipta, A. (2019). Firm value, firm size and income smoothing. *J. Fin. Bank. Review*, 4(1), 01-07.
- Yang, M., & Zhu, H. (2014). How does market value earnings smoothing under uncertainty? *Applied financial economics*, 24(20), 1335-1345. <https://doi.org/10.1080/09603107.2014.925060>
- Yu, K., Hagigi, M., & Stewart, S. D. (2018). Income smoothing may result in increased perceived riskiness: Evidence from bid-ask spreads around loss announcements. *Journal of Corporate Finance*, 48, 442-459. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.11.007>
- Walker, M. (2013). How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. *Accounting and business research*, 43(4), 445-481. <https://doi.org/10.1080/00014788.2013.785823>
- Watts, Ross L., & Zimmerman, Jerold L. (1986). *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice Hall.
- Wooldridge, J. M. (2016). *Introdução à Econometria: uma abordagem moderna*. (3^o ed.). São Paulo: Cengage Learning.
- Wu, F., Zhao, S., Yu, B., Chen, Y. M., Wang, W., Song, Z. G., & Zhang, Y. Z. (2020). A new coronavirus associated with human respiratory disease in China. *Nature*, 579(7798), 265-269. <https://doi.org/10.1038/s41586-020-2008-3>
- Zang, Amy Y. (2012) Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The accounting review*, 87(2), 675-703. <https://doi.org/10.2308/accr-10196>
- Zhang, D., M. Hu, & Q. Ji. (2020). Financial markets under the global pandemic of COVID-19. *Finance Research Letters* 101528. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101528>