

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA – UFU
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS – FACIC
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

GABRIELA SILVA FREITAS

RELAÇÃO ENTRE A QUALIDADE DO LUCRO E O PREÇO DAS AÇÕES DE
EMPRESAS BRASILEIRAS

UBERLÂNDIA
NOVEMBRO DE 2023

GABRIELA SILVA FREITAS

**RELAÇÃO ENTRE A QUALIDADE DO LUCRO E O PREÇO DAS AÇÕES DE
EMPRESAS BRASILEIRAS**

Artigo Acadêmico apresentado à Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador(a): Profa. Dra. Neirilaine Silva de Almeida

**UBERLÂNDIA
NOVEMBRO DE 2023**

RESUMO

Este estudo investigou a influência da qualidade das informações contábeis, com foco na suavização de resultados, no valor de mercado de empresas não financeiras listadas na B3 de 2018 a 2022. Utilizando a métrica de suavização de Eckel (1981), foi aplicada uma regressão linear de painel para avaliar a relação entre as variáveis. Os resultados revelaram que o preço das ações é influenciado por fatores econômico-financeiros, institucionais e temporais, com correlações positivas e significativas observadas entre preço da ação e variáveis como tamanho, *market-to-book* e retorno do ativo. No entanto, não houve evidência de associação significativa entre suavização de resultados e preço das ações. É importante mencionar que o estudo teve limitações, como a amostra restrita ao Novo Mercado e o período de análise limitado aos últimos cinco anos (2018-2022). Esses resultados contribuem para a literatura sobre qualidade das informações contábeis e valor de mercado, mostrando que a qualidade dos lucros não é um fator preponderante na determinação do preço da ação, enquanto fatores econômico-financeiros e institucionais desempenham papéis relevantes.

Palavras-chave: Qualidade do lucro. Suavização de resultados. Valor de mercado.

ABSTRACT

This study investigated the influence of the quality of accounting information, with a focus on smoothing results, on the market value of non-financial companies involved in B3 from 2018 to 2022. Using Eckel's (1981) smoothing metric, a linear regression was applied panel to evaluate the relationship between variables. The results revealed that share prices are influenced by economic-financial, institutional and temporal factors, with positive correlations observed between share price and variables such as size, market-to-book and asset return. However, there was no evidence of a significant association between earnings smoothing and share price. It is important to mention that the study had limitations, such as the sample restricted to 'Novo Mercado' and the analysis period limited to the last five years (2018-2022). These results are evaluated for the literature on the quality of accounting information and market value, showing that the quality of earnings is not a preponderant factor in determining the share price, while economic-financial and institutional factors play relevant roles.

Keywords: *Quality of profit. Smoothing results. Market value.*

1. INTRODUÇÃO

O principal objetivo das demonstrações financeiras é proporcionar informações úteis que auxiliem na tomada de decisões econômicas (IUDÍCIBUS, 2000). Como característica principal destes demonstrativos, têm-se a qualidade do lucro, proporcionando além de informações úteis, eficiência para o mercado de capitais (PEROTTI; WAGENHOFER, 2014).

Os gestores preocupam-se com o comportamento dos lucros, assim como investidores e demais usuários da informação contábil atentam para a divulgação dos resultados, observando se estão em conformidade com as expectativas (CHAN *et al.*, 2001). Dechow e Schrand (2004) expõem que, frente a possibilidade de escândalos contábeis mundiais, como nos casos *Enron Corporation* e *WorldCom*, a qualidade da informação contábil torna-se fundamental para seus usuários.

A ausência de qualidade da informação contábil gera conflitos de agência e informações assimétricas, tais aspectos afetam negativamente o mercado de capitais. Os investidores são racionais e buscam maximizar o retorno de suas carteiras, por isso preferem investir em empresas que mantenham um nível alto de divulgação de informações de qualidade (SILVA, 2009).

A qualidade do lucro possui potencial para a geração de informações que auxiliem no controle e processo decisório dos *stakeholders*, sejam eles internos ou externos, tornando-a indispensável para atender aos interesses da sociedade (FREZATTI *et al.*, 2007).

Na pesquisa de Michelson *et al.* (1995), foi identificado que a conexão entre a suavização de resultados e o desempenho das ações torna-se mais perceptível em empresas de grande porte, com lucros estáveis e menor risco, uma vez que as empresas que praticam a suavização possuem um retorno médio anualizado consideravelmente menor em relação às que não adotam essa estratégia. Esses achados indicam que a suavização de resultados reduz a percepção de risco e o desempenho das empresas, o que resulta em retornos mais modestos para os investidores.

O estudo Abogun *et al.* (2021) evidenciou que em ambientes regulamentados pelo mercado, a prática da suavização de resultados provoca efeitos adversos sobre o valor das empresas. Foi identificado que, a maioria das empresas analisadas empregam a estratégia de suavização de resultados, e que a prática está correlacionada a uma redução considerável em seu valor de mercado.

Em contrapartida, os resultados das pesquisas de Kamarudin *et al.* (2009) e Limeira *et al.* (2020) evidenciaram que a suavização de resultados não apresentava associação significativa com o valor das empresas. Ao passo que indicadores econômico-financeiros como o lucro líquido por ação e o valor patrimonial por ação possuem influência relevante e significativa nos preços das ações.

Diante dos estudos supracitados, percebe-se que há uma lacuna para a realização de mais pesquisas que abordem o tema. No mesmo sentido, Niyama (2010) aponta que há poucos estudos no Brasil que buscam a relação entre as mudanças de variáveis contábeis e as reações do mercado. Sendo assim, o presente trabalho busca analisar o comportamento do valor de mercado de empresas não financeiras listadas na B3, entre os anos de 2018 e 2022, frente à qualidade das informações contábeis divulgadas. Sendo assim, o problema a ser respondido é: Quais os impactos da qualidade do lucro no valor de mercado de empresas não financeiras listadas na Bolsa, Brasil, Balcão [B3]?

Para atender ao problema de pesquisa, tem-se por objetivo identificar os efeitos da suavização de resultados no valor de mercado de empresas não financeiras listadas na Bolsa, Brasil, Balcão [B3], por meio dos objetivos específicos:

- i. avaliar o nível de suavização de resultados;
- ii. verificar a associação entre a suavização de resultados e o valor de mercado das entidades.

Esta pesquisa se justifica pela relevância e necessidade de complementar os estudos nacionais acerca do mercado de capitais, trazendo uma visão mais ampla por meio da análise de uma *proxy* de qualidade do lucro. Além disso, os resultados deste estudo visam contribuir significativamente para melhorias no tratamento e divulgação de informações contábeis, demonstrando a importância dessas informações e seus impactos no mercado financeiro, proporcionando *insights* que podem auxiliar na tomada de decisão dos investidores, permitindo-lhes avaliar de forma mais precisa o desempenho financeiro das empresas e identificar riscos e oportunidades.

Ademais, os achados buscam estimular a eficiência do mercado de capitais ao promover preços de ações mais alinhados com os fundamentos das empresas, reduzindo a volatilidade excessiva, como também, aumentar a transparência empresarial, incentivando as empresas a melhorar a qualidade de suas informações contábeis para atrair investidores e credores, mantendo a confiança do mercado. Isso não apenas beneficia os *stakeholders*, mas também promove práticas empresariais sustentáveis e éticas. Outrossim, essa pesquisa pode ter implicações positivas para o desenvolvimento de regulamentações mais eficazes, resultando em

regras que protegem os interesses dos investidores e contribuem para a estabilidade do mercado financeiro. Por fim, a qualidade da informação contábil emerge como um pilar fundamental para a saúde e eficiência dos mercados financeiros, com impactos amplos e benéficos para a sociedade como um todo.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Qualidade do lucro

Na contabilidade, a informação é produzida com o intuito de auxiliar na tomada de decisões de entidades e investidores. Dentre as prioridades comuns a estes usuários, estão a geração de caixa, rentabilidade e continuidade do negócio (FAVERO *et al.*, 2010). Podendo, também, haver necessidades e interesses distintos, dependendo da relação que o usuário possui com a organização (SOUSA *et al.*, 2016).

Os investidores são racionais e buscam maximizar o retorno de suas carteiras, por isso preferem investir em empresas que mantenham um nível alto de divulgação de informações de qualidade (SILVA, 2009), possibilitando a identificação de potenciais títulos mal precificados (DECHOW e SCHRAND, 2004).

Para o analista-credor, a análise financeira informa a performance da empresa, prevendo resultados futuros e determinando se o preço da ação no mercado é compatível com o valor da empresa. Portanto, para esse usuário, a qualidade da informação contábil deve apontar o real desempenho operacional da empresa (DECHOW; SCHRAND, 2004).

A qualidade da informação contábil oferece diversas oportunidades de pesquisa em relação à qualidade das informações. Alguns dos aspectos mais relevantes incluem a compreensão das informações contábeis, o impacto dos resultados financeiros na valorização das ações, a gestão dos resultados contábeis e o uso de práticas conservadoras no reconhecimento contábil (MOREIRA *et al.*, 2010).

Perotti e Wagenhofer (2014) afirmam que a qualidade do lucro é característica fundamental para os relatórios financeiros, pois compreende o princípio de que os demonstrativos devem possuir informações úteis para os *stakeholders*.

O usuário final das informações identifica a qualidade da informação após a divulgação dos demonstrativos contábeis, os quais serão utilizados como base para a avaliação e tomada de decisão a respeito de políticas tributárias, distribuição de lucros e dividendos, aquisição ou

venda de ativos, além das estratégias de planejamento financeiro da entidade (SOUSA *et al.*, 2016).

Conciliar a informação contábil aos interesses e necessidades do usuário depende da identificação das características qualitativas inerentes (SOUSA *et al.*, 2016), as quais estão expostas no Quadro 1.

Quadro 1 - Características qualitativas da informação contábil

Autores	Características qualitativas da informação contábil
Padoveze (2009)	Compreensível, utilidade, relevância, confiabilidade, consistência, além de trazer benefícios superiores aos custos de obtenção.
Iudícibus, Marion e Faria (2009)	Compreensibilidade, relevância, confiabilidade e comparabilidade.
Iudícibus (2000)	Tempestividade, integridade, confiabilidade, comparabilidade, compreensibilidade.
CPC 00 (2012)	Relevância e representação fidedigna (fundamentais); Comparabilidade, Verificabilidade, Tempestividade e Compressibilidade (melhoria)

Fonte: Adaptado de Sousa, Félix, Bezerra e Ribeiro (2016).

A qualidade da informação contábil auxilia no entendimento dos principais dados empresariais, proporcionando assertividade das ações necessárias para a manutenção do ambiente organizacional e a sucessão empresarial (SILVA *et al.*, 2018).

Queiroz e Almeida (2017) ressaltam a relação direta da qualidade da informação contábil com o processo de gestão, onde a primeira fornece suporte informacional às áreas organizacionais.

A qualidade do lucro é influenciada por vários fatores regulatórios, como por exemplo, a adoção das normas internacionais de contabilidade (IFRS). Estas normas geralmente permitem certa flexibilidade para as empresas. Como as mensurações baseiam-se em informações privadas, a aplicação das normas envolve julgamento e fica a critério da gestão responsável. Sendo assim, gestores corporativos tendem a utilizar o poder discricionário nos demonstrativos na transmissão de informações sobre o desempenho econômico da empresa, podendo também fazer uso indevido dos critérios quando é de seu interesse (BURGSTAHLER *et al.*, 2006).

As abordagens encontradas na literatura em relação à definição de QIC (Qualidade da Informação Contábil) se diferem de acordo com o contexto analisado. Por se tratar de um conceito multidimensional, sua mensuração dependerá do foco da área de pesquisa, assim como

os dados e modelos de estimação a serem utilizados (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010; DECHOW; SCHRAND, 2004).

De modo específico, destaca-se que a qualidade do lucro pode ser medida por meio de *accruals*, persistências dos lucros, previsibilidade, suavização de resultados e o conservadorismo condicional, utilizando-se do caixa ou dos resultados como base de ganhos (FERREIRA, 2019).

2.2 Suavização de resultados

Martinez (2001) aponta que existem três formas de gerenciamento de resultados, sendo que uma delas é a suavização de resultados, que se refere especificamente à redução da variabilidade dos resultados contábeis ou ao aumento gradual dos mesmos. É importante destacar que, embora a suavização seja uma prática dentro do gerenciamento de resultados, este último termo é mais amplo e envolve diversas técnicas de manipulação contábil.

Os investidores e credores consideram a variabilidade dos resultados de uma empresa como um indicador de risco. Por isso, as empresas que apresentam menor flutuação em seus resultados tendem a atrair mais investidores e a obter empréstimos com taxas mais baixas. Essa percepção do mercado pode incentivar os gestores a adotarem estratégias para reduzir a volatilidade dos resultados, como suavizar o seu crescimento ao longo do tempo. Nesses casos, os gestores utilizam uma técnica de gerenciamento conhecida como alisamento de resultados (CASTRO, 2008).

Francis *et al.* (2004) definem que a suavização dos resultados parte da premissa de que os gestores financeiros utilizam das informações exclusivas sobre futuros resultados para suavizar as variações transitórias e assim proporcionar maior representatividade e, portanto, maior utilidade dos números contábeis apresentados. Castro e Martinez (2009) afirmam que a prática de suavização de lucros possui impacto direto no custo de capital de terceiros, bem como na estrutura de capital das organizações.

De acordo com Castro e Martinez (2009), a suavização de resultados ocorre quando há o gerenciamento de resultados, a fim de torná-los menos flutuantes, impactando positivamente o preço das ações. Quanto menor a volatilidade dos resultados, a empresa tende a atrair mais investidores, adquirindo capital a juros menores.

Para mensurar a suavização de resultados pode-se analisar a métrica do desvio-padrão do lucro operacional dividido pelo desvio-padrão do fluxo de caixa operacional. Se o

coeficiente de variação dos resultados é menor ou igual ao coeficiente de variação das vendas, tem-se evidências de suavização (ALMEIDA *et al.*, 2012).

Neste estudo, o alisamento será medido por meio da aplicação do modelo de Eckel (1981), o qual pressupõe que receitas e custos aumentam ou diminuem linearmente ao longo do tempo, mantendo-se proporcionalmente equilibrados. Contudo, quando essa relação não se mantém, pode ser um sinal de que os executivos estão manipulando o processo para suavizar os resultados.

2.3 Valor de mercado

Ao avaliar o valor de uma empresa, é essencial distinguir os conceitos de valor intrínseco e valor de mercado. O primeiro considera o recebimento futuro de um fluxo de caixa esperado pelo investidor, assemelhando-se ao conceito de fluxo de caixa descontado, o qual é o resultado da soma dos fluxos de caixa futuros, descontados a uma taxa adequada ao nível de risco associado (KOLLER *et al.*, 2022).

Já para o conceito de Valor de Mercado, a literatura especializada em finanças tem se esforçado para encontrar estimativas confiáveis em sua determinação, pois existem divergências entre os autores quanto à definição precisa dessa variável e aos principais fatores que a influenciam.

De acordo com Chaves e Pimenta Junior (2013), o valor de mercado é determinado pela consideração dos números de ações preferenciais e ordinárias, juntamente com seus valores associados. Esse montante reflete o valor oficial de mercado da empresa, amplamente divulgado e registrado. Em essência, o valor de mercado é a quantia que um investidor está disposto a desembolsar para adquirir participação na organização, servindo como um indicador crucial do seu valor percebido no mercado financeiro.

Segundo Assaf Neto (2014), o preço das ações no mercado é determinado por meio da média de valores observados em um período específico, refletindo assim as expectativas dos investidores quanto ao desempenho futuro da organização. Essa média, portanto, incorpora as perspectivas e projeções dos participantes do mercado, influenciando diretamente a precificação das ações no presente.

De acordo com Gitman (2010), o conceito de valor de mercado pode ser entendido como uma medida que difere do valor intrínseco de um ativo, uma vez que é fortemente influenciado pela dinâmica competitiva e pelas interações entre compradores e vendedores no mercado. Em

outras palavras, o valor de mercado é moldado pela relação de oferta e demanda, contrastando com o valor real do ativo, que reflete suas características fundamentais.

2.4 Relação entre a suavização de resultados e o mercado de capitais

Os resultados dos estudos de Michelson *et al.* (1995) revelaram que as empresas que adotam a prática de suavização de resultados apresentam um retorno médio anualizado significativamente inferior em comparação com as empresas que não a adotam. Além disso, observou-se que as empresas que suavizam seus resultados têm betas mais baixos e um valor de mercado patrimonial mais elevado. Esses resultados foram consistentes e tornaram-se mais robustos à medida que os modelos de suavização se tornaram mais rigorosos.

Essas descobertas sugerem que a prática de suavização de resultados reduz a percepção de risco e desempenho da empresa, resultando em retornos mais baixos para os investidores. Além disso, empresas com menor risco e maior estabilidade são tipicamente identificadas como grandes empresas com lucros consistentes. Portanto, esses resultados são coerentes quando considerados no contexto de empresas de grande porte com lucros líquidos estáveis e menor risco, destacando a relação entre suavização de resultados e desempenho das ações (MICHELSON *et al.*, 1995).

Conforme indicado por Almeida *et al.* (2011), quando se analisa estímulos como a prática de relatar lucros que se aproximam das previsões feitas pelos analistas em relação aos lucros por ação, respaldar um desempenho recente ou suavizar os resultados, bem como divulgar lucros com saldo positivo, é evidente que as organizações procuram preservar a magnitude de seu valor de mercado em relação ao seu valor contábil. Isso é feito com o propósito de manter uma posição onde possam apresentar desempenho que crie expectativas otimistas para os fluxos de caixa futuros aos seus acionistas e outras partes interessadas que estejam de olho nos resultados comunicados. As descobertas desta pesquisa sugerem que as empresas cuja relação entre valor de mercado e valor contábil seja superior a 1 enfrentam incentivos provenientes do mercado para gerenciar os resultados de maneira a manter o valor de mercado elevado.

Abogun *et al.* (2021) conduziram uma investigação centrada em empresas que figuram na listagem da bolsa de valores da Nigéria, a fim de explorar como a prática de suavização de resultados e a presença de riscos de mercado exercem influência sobre o valor de mercado. Dentro dos resultados obtidos, notaram que a maioria das empresas examinadas tende a adotar a estratégia de suavização de resultados, cujo emprego está correlacionado com uma notável

redução no valor de mercado dessas empresas. O estudo também revelou sinais concretos de que o nível de risco associado ao mercado exerce um impacto sobre o valor de mercado. Em conclusão, os autores destacaram que, em ambientes regulamentados pelo mercado, como ocorre no contexto nigeriano, a aplicação da suavização de resultados culmina em efeitos adversos sobre o valor das empresas. Isso ocorre porque a suavização é interpretada como uma tentativa de induzir os investidores a incorrerem em equívocos na avaliação do valor intrínseco das empresas.

Santos *et al.* (2022) realizaram uma pesquisa com o objetivo de avaliar como a Covid-19 influenciou a suavização intencional de resultados e seu efeito sobre o valor de mercado de empresas não financeiras listadas no mercado de capitais brasileiro. A análise revelou que a suavização de resultados afeta o valor de mercado das empresas, mas seu impacto é menos intenso durante períodos de maior risco, como a pandemia de Covid-19. Empresas praticantes de suavização mostraram quedas significativas no valor de mercado e a Covid-19 teve um efeito negativo adicional sobre o valor. No entanto, quando se considerou a interação entre suavização intencional e Covid-19, essa prática teve um impacto positivo sobre o valor de mercado, indicando que em momentos de incerteza econômica, a suavização exerce uma influência positiva sobre o valor de mercado das empresas.

Kamarudin *et al.* (2009), utilizaram-se do modelo proposto por Eckel (1981) para identificar empresas que praticam suavização. Os pesquisadores tinham como objetivo investigar se a adoção de estratégias de suavização teria o potencial de aumentar o valor das empresas. Para isso, eles empregaram uma análise de regressão em que a variável de interesse era o valor de mercado do patrimônio líquido (PL), enquanto as variáveis independentes consistiam nos lucros antes dos juros e impostos, além de uma variável fictícia (*dummy*) que categorizava as empresas entre aquelas que praticam suavização e aquelas que não praticam. Os resultados revelaram que a prática de suavização de resultados não apresentava associação significativa com o valor das empresas na Malásia.

Limeira *et al.* (2020) analisaram como a prática de suavização de resultados afeta a importância das informações contábeis em empresas não financeiras listadas na B3. Os resultados indicaram que, de acordo com as expectativas da literatura sobre *value relevance*, tanto o lucro líquido por ação quanto o patrimônio líquido por ação influenciam as mudanças nos preços das ações. No entanto, não foi encontrada nenhuma evidência de que a prática de suavização de resultados afete a importância das informações contábeis.

Nota-se que, na literatura analisada, são encontradas diversas conclusões sobre a influência da suavização de resultados no mercado de ações. Sendo assim, nesta pesquisa, testa-

se a hipótese que a prática de suavização de resultados afeta positivamente o preço das ações no mercado de capitais brasileiro.

3. METODOLOGIA

Quanto aos objetivos, a pesquisa é considerada descritiva, uma vez que apresenta informações sobre características e condutas de uma determinada amostra analisada. Quanto à abordagem, a pesquisa é quantitativa, pois por meio de instrumentos estatísticos, é realizada a coleta e tratamento de dados, além de apresentar análise do fenômeno estudado (BEUREN; RAUPP, 2006). Quanto às técnicas de coleta de dados, será realizada por meio da coleta documental, onde serão utilizadas fontes de dados analisados anteriormente por outros pesquisadores (FONTELLES, 2009), brasileiros e estrangeiros, e incrementados com as informações obtidas na pesquisa.

A coleta de dados será realizada pela base da Economática, site da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) e RI (Relações com Investidores) das empresas analisadas. A população analisada abrange as companhias brasileiras de capital aberto presentes na B3, com exceção das financeiras, pois possuem demonstrativos contábeis com características divergentes das demais. Além disso, foram utilizadas apenas as empresas listadas no segmento de Novo Mercado, pois possuem padrões elevados de Governança Corporativa, sendo incentivadas a adotar práticas transparentes e alinhadas aos interesses dos acionistas. O período analisado compreende as informações evidenciadas entre os anos de 2018 a 2022.

Dentre as principais métricas utilizadas para a verificação da prática de suavização de resultados, destaca-se o modelo de Eckel (1981), o qual será utilizado neste trabalho. O modelo proposto por Eckel (1981) tem como base a suposição de que as receitas e os custos têm um comportamento linear ao longo do tempo, aumentando ou diminuindo na mesma proporção. No entanto, quando essa relação não se mantém, pode ser um indício de que os executivos estão interferindo no processo para suavizar os resultados.

O autor propõe a utilização dos coeficientes de variação percentual do lucro e da receita de vendas como uma maneira de observar a relação entre esses dois fatores. Quando o coeficiente de variação do lucro é menor do que o da receita, isso pode sugerir que a empresa está manipulando os lucros para suavizá-los artificialmente.

$$CV\Delta\% \text{Lucro Líquido} < CV\Delta\% \text{Vendas} = \text{Suavização}$$

Onde,

$CV\Delta\% \text{Lucro Líquido} = \frac{\text{Coeficiente de Variação do Lucro Líquido}(t) - \text{Lucro Líquido}(t-1)}{\text{Lucro Líquido}(t-1)}$.

$CV\Delta\% \text{Vendas} = \frac{\text{Coeficiente de Variação da Receita}(t) - \text{Receita}(t-1)}{\text{Receita}(t-1)}$.

Com base nestes dados, calcula-se a suavização de resultados por meio da fórmula do Índice de Eckel (IE):

$$IE = \frac{CV\Delta\% \text{Lucro Líquido}}{CV\Delta\% \text{Vendas}}$$

Conforme exposto nos estudos de Martinez e Castro (2009) e Castro (2008), a fim de reduzir a classificação de erros, é definida a “área cinzenta” entre os intervalos de 0,9 e 1,1, onde a classificação torna-se indefinida. Sendo assim, se o índice encontrado for inferior a 0,9, significa que a empresa pratica a suavização de resultados, e o inverso é obtido quando o índice for superior a 1,1.

A identificação da relação entre o preço da ação e a variável independente (suavização de resultados) será o modelo de regressão linear múltipla com dados em painel.

$$PA(i, t) = \beta_0 + \beta_1 SR(i, t) + \beta_2 TAM(i, t) + \beta_3 MTB(i, t) + \beta_4 END(i, t) + \beta_5 ROA(i, t) + \varepsilon(i, t)$$

Onde,

PA(i,t) = preço da ação i no período t;

SR = suavização de resultados;

TAM = tamanho;

MTB = *market-to-book*;

END = endividamento;

ROA = retorno sobre o ativo.

As características das variáveis utilizadas na presente pesquisa estão expostas na Tabela 1, apresentada na sequência.

Tabela 1 - Descrição das variáveis

Dimensão	Variável	Operacionalização	Referência
Independente	Suavização de resultados	Modelo de Eckel (1981)	Kamarudin <i>et al.</i> (2009)
Controle	Tamanho	Ln do Ativo Total	Moses (1987)
Controle	Market-to-book	Preço / Valor Patrimonial por Ação	Limeira <i>et al.</i> (2020)
Controle	Endividamento	Passivo total / Ativo total	Limeira <i>et al.</i> (2020)
Controle	ROA	ROA = LL/AT	Abogun <i>et al.</i> (2021)

Fonte: Elaborado pela autora.

Os dados serão analisados por meio de estatísticas descritivas, Correlação de *Spearman* e das regressões com dados em painel.

4. ANÁLISE DE DADOS

A avaliação dos dados teve seu início por meio da análise das estatísticas descritivas, permitindo assim a realização de uma investigação preliminar acerca das variáveis em questão. Esses resultados estão disponibilizados na Tabela 2.

Tabela 2 – Estatística descritiva

Variáveis	Média	Desvio- padrão	Mínimo	Mediana	Máximo	Observações
Preço da ação	16,41	14,85	0,64	12,65	141,19	450
Suavização de resultados	7,88	807,16	-5.655,26	0,81	14.587,07	450
Tamanho	15,84	1,42	12,03	15,72	20,03	450
MTB	2,99	7,59	0,17	1,78	132,79	450
Endividamento	0,59	0,17	0,09	0,62	0,99	450
ROA	0,04	0,07	-0,24	0,04	0,24	450

Fonte: Dados da pesquisa.

O preço da ação possui média de 16,41, indicando a tendência central, que representa um ponto de equilíbrio em torno do qual os valores tendem a se agrupar. O valor máximo de 141,19 e o valor mínimo de 0,64 sugerem uma ampla variação nos preços das ações entre as empresas (Tabela 2).

A suavização de resultados possui média de 7,88, no entanto, a oscilação da variável é expressiva, com um valor mínimo negativo de -5.655,26 e um valor máximo elevado de 14.587,07, indicado pelo desvio-padrão de 807,1 (Tabela 2).

A média de 15,84 indica o tamanho médio das empresas no conjunto de dados. Os valores mínimo e máximo (12,03 e 20,03) sugerem uma variação relativamente moderada no tamanho das empresas (Tabela 2).

O MTB representa a relação entre o valor de mercado (preço da ação) e o valor contábil da empresa e possui um valor médio de 2,99. O valor máximo de 132,79 indica que, em pelo menos um caso, essa relação é muito alta, o qual é representado pela ação ECOR3 (Ecorodovias) no ano de 2020. Enquanto o valor mínimo de 0,17 indica um caso com uma relação relativamente baixa (Tabela 2).

A variável endividamento possui média de 0,59. Os valores máximo e mínimo (0,99 e 0,09) indicam uma variação moderada nos níveis de endividamento entre as empresas (Tabela 2).

Os níveis de correlação entre a variável dependente (valor de mercado) e as variáveis da pesquisa (independente e de controle) são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3 – Correlação de *Spearman*

	Preço da ação	Suavização	Tamanho	MTB	END	ROA
Preço da ação	1,0000					
Suavização	0,0397	1,0000				
Tamanho da empresa	0,4191***	-0,0083	1,0000			
MTB	0,5138***	-0,0519	0,1765***	1,0000		
END	-0,0254	-0,0809*	0,4503***	0,0824*	1,0000	
ROA	0,3592***	0,1648***	-0,0052	0,3423***	-0,4207***	1,0000

*** Significativo a 1%;

** Significativo a 5%;

* Significativo a 10%

Fonte: Dados da pesquisa.

A Correlação de *Spearman* descreve a relação entre variáveis, de modo que quanto mais próximo dos extremos (-1 ou 1), maior é a força da correlação e os valores próximos de 0 implicam em correlações mais fracas ou inexistentes.

A variável preço apresentou correlações positivas e significativas, a 1%, com o tamanho da empresa, o MTB e o ROA, indicando que quanto maior o preço da ação, maiores serão as variáveis correlacionadas (Tabela 3). A primeira correlação implica que o preço da ação acompanha características presentes em empresas de grande porte, como estabilidade, capacidade financeira, liquidez, negociação e expectativas de desempenho futuro. A segunda, e maior correlação, demonstra que o preço segue atributos como percepção de valor, expectativa de lucratividade, potencial de retorno, crescimento e perspectiva de inovação. Já a relação preço e ROA, indica que o preço acompanha aspectos como desempenho financeiro, eficiência operacional e rentabilidade.

A variável suavização apresentou uma leve correlação negativa e significativa a 1% ao endividamento, indicando que quanto maior o nível de suavização, menor será o endividamento (Tabela 3). Uma possível análise, seria de que empresas que realizam a suavização de resultados buscam mostrar números mais estáveis aos investidores, o que indica uma menor propensão a assumir dívidas arriscadas. Outra possível explicação seria que as empresas mais endividadas precisam se preocupar mais com a qualidade da informação para cumprir os *covenants* estabelecidos no processo de emissão de títulos de dívida.

Em contrapartida, a suavização apresentou correlação positiva e significativa a 1% ao ROA, indicando que a prática tende a estabilizar o ROA, minimizando flutuações extremas nos resultados financeiros (Tabela 3).

A Tabela 4 evidencia a associação entre as variáveis utilizadas na presente pesquisa e o preço da ação das companhias brasileiras.

Os valores de p-valor apresentados são resultantes de análises de regressão com dados em painel. O p-valor (valor de probabilidade) é uma medida estatística que ajuda a determinar se um resultado observado é estatisticamente significativo. Em destaque, são apresentadas as variáveis estatisticamente significativas ao preço da ação: Tamanho, ROA, Setor de saúde e anos 2019 e 2020 (Tabela 4).

Uma relação significativa entre o tamanho da empresa e o preço da ação pode indicar que investidores e analistas consideram o tamanho da empresa como um fator relevante ao avaliar o valor da empresa no mercado de ações, o que influencia em diversos fatores como, estratégias de investimento, alocação de recursos e percepção de risco e retorno.

A significância do ROA sugere que existe uma relação estatisticamente robusta entre o desempenho financeiro da empresa e o preço da ação. Isso indica que o retorno sobre os ativos tem a capacidade de influenciar de maneira consistente os preços das ações. Sendo assim, conjectura-se que o ROA, por ser um indicador de rentabilidade e apresentar uma percepção de desempenho e estabilidade financeira, tende a influenciar os investidores, elevando os preços das ações.

Tabela 4 - Regressão com dados em painel

	Coefficientes	Erros padrões robustos	Estatística z	P-valor
Suavização	0,0002	0,0001	1,2900	0,1970
TAMANHO	3,9269	0,8040	4,8800	0,0000
MTB	0,1302	0,0946	1,3800	0,1690
END	1,4043	6,7919	0,2100	0,8360
ROA	46,2319	13,7188	3,3700	0,0010
Consumo cíclico	3,1636	2,6155	1,2100	0,2260
Consumo não cíclico	4,4361	3,0544	1,4500	0,1460
Materiais básicos	11,6297	8,5527	1,3600	0,1740
Petróleo, Gás e Combustíveis	-1,0504	1,9923	-0,5300	0,5980
Saúde	9,6174	4,3493	2,2100	0,0270
Tecnologia da informação	7,8977	5,1968	1,5200	0,1290
Utilidade pública	2,5352	3,0938	0,8200	0,4130
2019	-2,1853	0,9703	-2,2500	0,0240
2020	4,7818	1,5835	3,0200	0,0030
2021	1,1191	1,2861	0,8700	0,3840
2022	-2,1001	1,4468	-1,4500	0,1470

Fonte: Dados da pesquisa.

A significância no setor de saúde no preço da ação pode ser identificada por fatores como a constante demanda por produtos e serviços, a frequência em investimento em pesquisa e inovação e a sensibilidade a eventos de saúde pública, como pandemias e avanços médicos. É importante ressaltar que a significância foi observada neste período analisado, o qual abrangeu os anos afetados pela pandemia do Covid-19.

O p-valor sugere a significância dos anos de 2019 (0,0240) e 2020 (0,0030) no preço da ação, já os coeficientes (-2,1853 e 4,7818) indicam que no ano de 2019 o preço foi menor que

nos demais anos e em 2020 o preço foi maior que nos demais anos (Tabela 4). Tais fatores podem ser relacionados a eventos econômicos, políticos ou de mercado, tendências setoriais e condições macroeconômicas.

Em resumo, para a amostra desta pesquisa e no período amostral analisado, foi identificado que o preço da ação é explicado por aspectos econômico-financeiros, institucionais e temporais. A suavização de resultados não apresentou associação significativa com o preço da ação. Esse resultado corrobora os resultados encontrados na pesquisa de Kamarudin *et al.* (2009), os quais identificaram que a prática de suavização não estava associada ao valor de mercado das empresas listadas na bolsa de valores de Kuala Lumpur, na Malásia, e nos estudos de Limeira *et al.* (2020), onde concluíram que não foi verificado nenhuma influência da suavização de resultados na relevância das informações contábeis das empresas brasileiras.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou analisar o comportamento do valor de mercado de empresas não financeiras listadas na B3, entre os anos de 2018 e 2022, frente à qualidade das informações contábeis divulgadas, objetivando identificar os efeitos da suavização de resultados no preço das ações. Para isso, foi utilizada a métrica de suavização proposta por Eckel (1981), posteriormente inseridas no modelo de regressão linear múltipla com dados em painel, para identificação dos níveis de significância entre as variáveis.

Os resultados encontrados demonstram que o preço da ação é fundamentado por aspectos econômico-financeiros, institucionais e temporais, visto que foram identificadas correlações positivas e significantes entre o preço da ação e as variáveis tamanho, retorno do ativo setor de atuação e ano avaliado. Entretanto, não foi identificada associação significativa entre a suavização de resultados e o preço da ação. Uma das explicações para esse resultado é a possibilidade de os investidores não focarem, demasiadamente, na qualidade do lucro, mas sim no tamanho e na rentabilidade das entidades.

Os resultados encontrados agregam aos estudos anteriores e à literatura referente a qualidade da informação contábil e o valor de mercado, revelando que, ao contrário do que era esperado, a qualidade do lucro não aparenta ser um fator relevante para a determinação do preço

da ação, ao passo que os fatores econômico-financeiros e institucionais são significativamente relevantes.

As limitações deste estudo foram a delimitação da amostra em empresas pertencentes ao nível de governança Novo Mercado, e o período amostral definido pelos últimos cinco anos (2018 - 2022). Sugere-se para futuras pesquisas, a adoção de outras métricas de suavização, como o Modelo de Ohlson (1995), além da análise do impacto de outras medidas de qualidade do lucro no preço das ações, a fim de identificar outros fatores, que não os econômico-financeiros, determinantes no valor de mercado das empresas.

REFERÊNCIAS

ABOGUN, S.; ADIGBOLE, E. A.; OLOREDE, T. E. Income smoothing and firm value in a regulated market: the moderating effect of market risk. **Asian Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 3, p. 296-308, 2021. Disponível em: <<https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/AJAR-08-2020-0072/full/html>>. Acesso em: 10 jun. 2023.

ALMEIDA, J. E. F. D. et al. Alguns aspectos das práticas de suavização de resultados no conservadorismo das companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 23, n. 58, p. 65-75, 2012. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S1519-70772012000100005>>. Acesso em: 22 nov. 2022.

ALMEIDA, JEF. de; LOPES, AB.; CORRAR, LJ. Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. **Avanços na Contabilidade Científica e Aplicada**. [S. l.], v. 1, pág. 44–62, 2011. Disponível em: <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/ASAA/article/viewFile/1781/1677>>. Acesso em: 10 jun. 2023.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 7ª edição. São Paulo: Atlas, 2014.

BEUREN, I. M.; RAUPP, F. M. Metodologia da pesquisa aplicável às Ciências Sociais. In I. M. Beuren (Ed.), **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática**, 3 ed., p. 76-97, 2006. São Paulo: Atlas. Disponível em: <https://scholar.google.com.br/scholar?hl=pt-BR&as_sdt=0%2C5&q=Metodologia+da+pesquisa+aplic%C3%A1vel+%C3%A0s+Ci%C3%A2ncias+Sociais&btnG=>. Acesso em: 23 nov. 2022.

BURGSTHALER, D., HAIL, L., LEUZ, C. The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. **The Accounting Review**, v. 81, n. 5, pág. 983-1016, 2006. Disponível em: <<https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.5.983>>. Acesso em: 22 nov. 2022.

CASTRO, M. A. R. **Análise do alisamento de resultados contábeis nas empresas abertas brasileiras**. Salvador. Dissertação de mestrado acadêmico em Ciências Contábeis, Faculdade de Ciências Contábeis - UFBA, Salvador, Bahia, 2008, Brasil. Disponível em: <<https://repositorio.ufba.br/handle/ri/7403>>. Acesso em: 07 abr. 2023.

CASTRO, M. A. R.; MARTINEZ, A. L. Income smoothing, custo de capital de terceiros e estrutura de capital no Brasil. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 10, n. 6, art. 133, p. 25-46, 2009. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/4187/income-smoothing--custo-de-capital-de-terceiros-e-estrutura-de-capital-no-brasil>>. Acesso em: 23 nov. 2022.

CASTRO, M. A. R.; MARTINEZ, A. L. Ratings, custo de capital de terceiros e alistamento de resultados no Brasil. **Anais do Encontro Brasileiro de Finanças**, SBFIn, São Leopoldo, RS, Brasil, 2009. Disponível em: <https://www.researchgate.net/profile/Antonio-Lopo-Martinez/publication/268442040_RATINGS_CUSTO_DE_CAPITAL_DE_TERCEIROS_E_ALISAMENTO_DE_RESULTADOS_NO_BRASIL/links/54c4448f0cf256ed5a941b52/RATINGS-CUSTO-DE-CAPITAL-DE-TERCEIROS-E-ALISAMENTO-DE-RESULTADOS-NO-BRASIL.pdf>. Acesso em: 07 abr. 2023.

CHAN, K., et al. Earnings quality and stock returns. **National Bureau of Economic Research**, v. 3, p. 1–23, 2001. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w8308>>. Acesso em: 29 dez. 2022.

CHAVES, E. P. S.; PIMENTA JÚNIOR, T. Relação entre Valor de Mercado e Ativo Intangível na Bovespa. **Revista de Administração IMED**, v. 3, n. 3, p. 239-251, 2013.

DECHOW, P; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of accounting and economics**, v. 50, n. 2-3, p. 344-401, 2010. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>>. Acesso em: 22 nov. 2022.

DECHOW, P. M.; SCHRAND, C. M. **Earnings quality**. Research Foundation of CFA Institute, 2004. Disponível em: <<https://www.cfainstitute.org/en/research/foundation/2004/earnings-quality>>. Acesso em: 22 nov. 2022.

ECKEL, N. The Income Smoothing Hypothesis Revisited. **Abacus**, v.17 n.1, p. 28-40, 1981. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.1981.tb00099.x>>. Acesso em: 07 abr. 2023.

FAVERO, H. L. et al. **Contabilidade: teoria e prática**, v.1. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2010. Disponível em: <<https://www.sistemas.ufu.br/biblioteca-gateway/minhabiblioteca/9788522486502>>. Acesso em: 21 nov. 2022.

FERREIRA, A. D. C. **Determinantes da qualidade das informações contábeis das operadoras de planos de saúde no Brasil**, Belo Horizonte, 2019. Disponível em:

<<https://www.iess.org.br/sites/default/files/2021-07/2019%20Anelisa%20de%20Carvalho%20Ferreira.pdf>>. Acesso em: 23 nov. 2022.

FONTELLES, M. J. et al. Metodologia da pesquisa científica: diretrizes para a elaboração de um protocolo de pesquisa. **Revista paraense de medicina**, v. 23, n. 3, p. 1-8, 2009.

Disponível em: <

https://scholar.google.com.br/scholar?q=metodologia+coleta+documental&hl=pt-BR&as_sdt=0&as_vis=1&oi=scholar>. Acesso em: 23 nov. 2022.

FRANCIS, J. et al. Costs of equity and earnings attributes. **The accounting review**, v. 79, n. 4, p. 967-1010, 2004. Disponível em: < <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.4.967>>. Acesso em: 23 nov. 2022.

FREZATTI, F.; AGUIAR, A. B.; REZENDE, A. J. Relacionamento entre atributos da contabilidade gerencial e satisfação do usuário. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v.8, n.2, p. 128-161, 2007. Disponível em:

<<http://editorarevistas.mackenzie.br/index.php/RAM/article/view/128>>. Acesso em: 23 nov. 2022.

GITMAN, L.J. **Princípios de administração financeira**. 12. Ed. São Paulo: Pearson Prendice Hall, 2010.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da Contabilidade**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

KAMARUDIN, K. AB; ISMAIL, W. A. B. W.; IBRAHIM, Muhd Kamil. Market perception of income smoothing practices: Malaysian evidence. In: **International Conference of the Asian Academy of Applied Business, Universiti Malaysia Sabah, Malaysia**. 2003.

Disponível em: <

https://www.researchgate.net/publication/259675723_Market_Perception_of_Income_Smoothing_Practices_Malaysian_Evidence>. Acesso em: 10 jun. 2023.

KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. **Avaliação de empresas: como medir e gerenciar o valor das empresas**. 7 ed. Porto Alegre: Bookman, 2022. E-book. ISBN 9788582605714. Disponível em:

<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788582605714/>. Acesso em: 23 set. 2023.

LIMEIRA, A.C. G. M. da S.; et al. Qual a influência da suavização de resultados na relevância da informação contábil? Evidências do mercado brasileiro, 2020. In: **XIV Congresso Anpcont**. Foz do Iguaçu, PR. Disponível

em:<https://anpcont.org.br/pdf/2020_CFF315.pdf>. Acesso em 10 jun. 2023.

MARTINEZ A. L. “**Gerenciamento**” dos resultados contábeis: estudo empírico das **companhias abertas brasileiras**. Tese de doutorado, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2001, São Paulo, SP, Brasil. Disponível em: <doi:10.11606/T.12.2002.tde-14052002-110538>. Acesso em: 07 abr. 2023.

MICHELSON, S. E.; JORDAN-WAGNER, J. M.; WOOTTON, C. W. 1995. A market based analysis of income smoothing. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 22, p. 1179-1194, 1995. Disponível em: <https://scholar.google.com.br/scholar?q=A+market+based+analysis+of+income+smoothing&hl=pt-BR&as_sdt=0&as_vis=1&oi=scholar>. Acesso em: 07 abr. 2023.

MOREIRA, R. L.; COLAUTO, R. D.; AMARAL, H. F. Conservadorismo condicional: estudo a partir de variáveis econômicas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 21, p. 64-84, 2010. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S1519-70772010000300006>>. Acesso em: 19 abr. 2023.

NIYAMA, J. K. **Contabilidade Internacional**. Atlas, São Paulo, 2010.

PEROTTI, P.; WAGENHOFER, A. Earnings Quality Measures and Excess Returns. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 5-6, pág. 545-571, 2014. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/jbfa.12071>>. Acesso em: 15 nov. 2022.

QUEIROZ, J. M.; ALMEIDA, J. E. F. de. Efeitos das hipóteses da teoria positiva da contabilidade na qualidade da informação contábil. **Revista Universo Contábil**, [S.l.], v. 13, n. 3, p. 50-69, set. 2017. ISSN 1809-3337. Disponível em: <<https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/6374>>. Acesso em: 21 nov. 2022.

SANTOS, L. S.; CARMO, C. H. S.; RECH, I. J. Suavização de resultados e o valor de mercado das empresas durante a Covid-19, 2022. In: **Anais do XXII Congresso USP International Conference in Accounting**. São Paulo, Brasil: USP. Disponível em: <<https://congressosp.fipecafi.org/anais/22UspInternational/ArtigosDownload/3940.pdf>>. Acesso em 10 jun. 2023.

SILVA, R. L. M. da. **Divulgação de informações e liquidez de ações**: evidências do setor de siderurgia e metalurgia do Brasil. 2009. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96133/tde-06052009-173652/>>. Acesso em: 8 nov. 2022.

SILVA; R. M. N. et al. Qualidade do lucro e retorno: uma análise das companhias listadas na BM&FBOVESPA. **GCG: revista de globalización, competitividad y gobernabilidad**, v. 12, n. 1, p. 78–92, 2018. Disponível em: <<https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=7006407>>. Acesso em: 17 abr. 2023.

SOUSA, M. A. B. de et al. Qualidade da Informação Contábil: Uma análise de suas características com base na percepção do usuário externo. **Iberoamerican Journal of Industrial Engineering**, Florianópolis, v. 8, n. 2175-8018, p. 208-227, 2016. Disponível em: <<https://incubadora.periodicos.ufsc.br/index.php/IJIE/article/view/2939>>. Acesso em: 21 nov. 2022.