

## A SUAVIZAÇÃO DE RESULTADOS CRIA VALOR PARA OS ACIONISTAS?

RICARDO CARVALHO DA SILVA<sup>1</sup>  
WAGNER MOURA LAMOUNIER<sup>2</sup>  
GUSTAVO HENRIQUE DIAS DE SOUZA<sup>3</sup>  
JULIANO LIMA PINHEIRO<sup>4</sup>

### RESUMO

O presente estudo teve como objetivo verificar a influência da prática de suavização de resultados nos retornos das ações das empresas listadas na B3. A amostra foi constituída de 193 empresas, cujos dados foram tomados trimestralmente entre 2010 e 2019, culminando em 6.044 observações. Os dados foram submetidos ao software Excel para estimar o indicador de suavização de Eckel (1981) e o nível de suavização de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). A seguir, todas as variáveis foram submetidas ao software Stata, por meio do qual foram estimadas as regressões em dados em painel. O resultado não foi significativo, portanto, não é possível afirmar, com base na amostra e no período utilizados, que existe alguma influência da prática de suavização sobre os retornos de ações das empresas no mercado brasileiro e, por conseguinte, na geração de valor ao acionista. Demais conclusões vão ao encontro da literatura que trata do assunto e identificaram que o valor *Market-to-Book* e os lucros por ações tendem a aumentar os retornos das ações, ao passo que o endividamento pode promover a sua redução. O estudo testou, também, a variável do Novo Mercado, e concluiu que o fato das empresas estarem listadas nesse segmento diferenciado não permite afirmar que geram melhores retornos que as demais empresas da B3.

**Palavras-chave:** gerenciamento de resultados; suavização de resultados; valor de mercado.

<sup>1</sup> Mestre e Doutorando em Controladoria e Contabilidade no programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Universidade Federal de Minas Gerais - PPGC/UFMG, Professor adjunto do Centro Universitário Unilavras. E-mail: [ricksmaisbh@gmail.com](mailto:ricksmaisbh@gmail.com)

<sup>2</sup> Doutor em Economia - UFV, Professor e pesquisador do programa do PPGC/UFMG da Faculdade de Ciências Econômicas-Universidade Federal de Minas Gerais-UFMG, E-mail: [wagner@face.ufmg.br](mailto:wagner@face.ufmg.br)

<sup>3</sup> Doutor em Controladoria e Contabilidade - UFMG, Professor na Universidade do Estado de Minas Gerais - UEMG, E-mail: [gustavohediso@gmail.com](mailto:gustavohediso@gmail.com)

<sup>4</sup> Doutor em Contabilidade e Finanças – Universidad de Zaragoza, UNIZAR, Espanha, Professor e pesquisador do PPGC/UFMG da Faculdade de Ciências Econômicas-Universidade Federal de Minas Gerais-UFMG, E-mail: [julianopinheiro@face.ufmg.br](mailto:julianopinheiro@face.ufmg.br)

## DOES EARNINGS SMOOTHING CREATE VALUE FOR SHAREHOLDERS?

*Abstract: This study aimed to investigate the influence of earnings smoothing practices on stock returns of companies listed on the B3 (Brazilian Stock Exchange). The sample consisted of 193 companies, with data collected quarterly between 2010 and 2019, resulting in 6,044 observations. The data were processed using Excel to estimate the Eckel (1981) smoothing indicator and the smoothing level of Leuz, Nanda, and Wysocki (2003). Subsequently, all variables were analyzed in Stata software, where panel data regressions were estimated. The results were not statistically significant, meaning that, based on the sample and period analyzed, there is no evidence to suggest that earnings smoothing practices influence stock returns in the Brazilian market, and consequently, do not contribute to shareholder value creation. Other conclusions aligned with the existing literature, identifying that Market-to-Book value and earnings per share tend to increase stock returns, while higher debt levels may reduce them. The study also tested the variable for the Novo Mercado (a premium listing segment on the B3) and concluded that being listed in this differentiated segment does not guarantee better returns compared to other B3 companies.*

**Keywords:** earnings management; earnings smoothing; market value.

## 1 INTRODUÇÃO

O valor de mercado das empresas em um mercado acionário reflete a percepção dos usuários deste mercado sobre o que o valor efetivo destas. Desse modo, espera-se que tal valor seja reflexo de todas as informações disponíveis sobre determinada empresa, enquanto o valor contábil deveria representar os valores da empresa em termos de normas e teorias contábeis. Apesar da existência dos dois tipos de valor de uma firma — o contábil e o de mercado —, eles estão interligados e podem se influenciar.

A utilidade das informações presentes nos relatórios contábil-financeiros está atrelada à sua capacidade de interferir ou direcionar a tomada de decisão dos usuários externos das empresas. O conteúdo informacional para esse processo decisório diz respeito a duas principais análises, a saber, confirmar informações ou avaliações feitas sobre o desempenho ou tentar prever os resultados futuros das empresas. Para quaisquer que sejam as análises feitas sobre uma firma, o lucro é considerado uma importante ferramenta para avaliação do diagnóstico de saúde, uma vez que traz o resultado da administração de um negócio.

Apesar da importância do resultado, algumas normas contábeis atribuem discricionariedade para escolhas de métodos adotados para contabilização, o que pode desviar o real desempenho econômico das empresas (Healy; Wahlen, 1999). As decisões de métodos a serem utilizados, pelos gestores, podem advir de motivações exógenas à atividade das empresas, tais como a preservação de cargo e de bonificações nos cargos de gestão, e a pressão pela apresentação de melhores resultados para os acionistas. Essa necessidade de atender a pressões, sejam elas internas e/ou externas, da organização pode gerar incentivos para o gerenciamento desses resultados (DeGeorge; Patel; Zeckhauser, 1999; Martinez, 2001).

Assim, o gerenciamento de resultados pode ser entendido como a manipulação dos resultados de uma empresa a partir da flexibilidade de normas ou regulações contábeis, que permitem diferentes alternativas para o registro de um mesmo evento (Dechow; Sloan; Sweeney, 1995). Com base nos incentivos para o gerenciamento de resultados, a empresa precisaria divulgar resultados que fossem capazes de criar

expectativas de resultados futuros de fluxo de caixa aos acionistas e demais agentes no mercado, de forma a ter seu valor de mercado superior ao seu valor contábil (Almeida; Lopes; Corrar, 2011).

Uma das práticas de gerenciamento de resultados, a suavização (ou *income smoothing*) é uma estratégia que visa reduzir os valores extremos (altos e baixos) no lucro reportado pelas empresas, diminuindo a variabilidade e a ideia de risco dado pela volatilidade dos lucros, que poderiam causar incerteza quanto ao futuro das firmas. Nesse sentido, os gestores tomariam emprestadas parcelas de ganhos futuros para o uso atual, quando o resultado atual fosse ruim e os ganhos esperados fossem bons. Da mesma forma, os gestores tendem a economizar os ganhos atuais para o uso futuro em momentos em que os ganhos correntes são bons e as expectativas de ganhos são ruins (DeFond; Park; 1997).

Apesar de parecer negativa, a prática de *income smoothing* poderia ter alguma relação com a geração de valor para as empresas e os acionistas, na medida em que garante um horizonte de bons resultados futuros a partir de uma menor volatilidade nos resultados presentes (Demerijan; Western; McVay, 2017). Entretanto, ainda é inconclusivo se a suavização desses resultados, de fato, melhoraria a informatividade dos lucros, se tornando uma característica desejável dos ganhos reportados (Bhattacharya; Daouk; Welker, 2003; Tucker; Zarowin, 2006; Myers, J.; Myers, L.; Skinner, 2007; Allayannis; Simko, 2009; Yang; Zhu, 2014; Kerekes; Cyetanoyska, 2015).

Alguns estudos sugerem que a suavização de resultados teria potencial para criar valor para os acionistas (Tucker; Zarowin, 2006; Allayannis; Simko, 2009), enquanto outros estudos encontraram evidências de não relação entre a suavização dos resultados e o retorno das ações, ou, ainda, daquilo que “destrói” o valor para os acionistas (McInnis; 2010; Bandyopadhyay; Huang; Wirjanto, 2011). Assim, este estudo busca desmistificar se a suavização de resultados cria ou destrói valor aos acionistas no mercado de ações, trazendo evidências empíricas sobre a utilização da suavização como ferramenta adequada para o gerenciamento de resultados.

Considerando a possível relação entre a prática de gerenciamento de resultados e a criação de valor para os acionistas, este estudo pretende responder à

seguinte questão de pesquisa: “Qual a relação entre a suavização de resultados e a criação de valor aos acionistas?” Para isso, o objetivo foi analisar os efeitos da prática de suavização de resultados no retorno das ações do mercado acionário brasileiro. De maneira adicional, buscou-se, ainda, comparar os níveis de suavização de resultados entre empresas que causaram criação de valor e “destruição” de valor.

Sendo assim, este trabalho contribui com pesquisas que examinam o papel do gerenciamento de resultados e de práticas de suavização no mercado acionário. Além disso, colabora com pesquisas que buscam explorar a relação da suavização de resultados no retorno de mercado e, conseqüente, na criação de valor. Para a academia, o estudo pode, ainda, ajudar a direcionar informações conclusivas sobre a relação proposta. A pesquisa também auxilia gestores, pois se a prática de suavização não criar valor e este fosse o intuito (incentivo de mercado) dos gestores ao praticá-la, isso traria direcionamentos de possíveis falhas de estratégia. A contribuição da investigação se estende os acionistas, uma vez que se a suavização de resultados for ruim para os retornos das empresas, então esses investidores deveriam questionar as demonstrações das empresas, pois a suavização não atenderia ao interesse dos investidores. Por outro lado, se a suavização de resultados aumenta o retorno das ações, os acionistas deveriam considerá-la como estratégia gerencial normal nos negócios corporativos.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Gerenciamento de Resultados

O lucro das empresas é uma variável que fornece importantes informações para a tomada de decisões e, devido a essa grande importância, pode ser, muitas vezes, alterado. Essa manipulação das informações contábeis ocorre quando os gestores utilizam julgamentos para modificar os relatórios contábil-financeiros, não apresentando aos usuários dessas informações o real desempenho econômico da empresa (Dechow; Sloan; Sweeney, 1995; Ronen; Yaari, 2008).

As manipulações dessas informações acontecem, portanto, por meio da discricionariedade dos gestores, e estão em conformidade com as normas e não envolvem fraudes contábeis, sendo uma intervenção proposital com objetivos de auferir algum ganho ou atingir interesse particular (Schipper, 1989; Healy; Wahlen, 1999; Martinez, 2001).

Diversos podem ser os incentivos e as motivações para essas práticas de gerenciamento de resultados (Lambert, 1984; Healy, 1985; Jones, 1991; DeFond; Jiambalvo, 1994; Kothari, 2001; Nardi; Nakao, 2009; Grecco, M.; Geron; Grecco, G.; Lima, 2014; Tee, 2020). Além disso, é possível encontrar na literatura diferentes tipos de gerenciamento de resultados, mas o foco deste estudo está no gerenciamento dado pela suavização de resultados, ou *income smoothing*.

A suavização de resultados busca minimizar a variabilidade dos resultados, de forma a manter um determinado nível de resultados e evitar variações excessivas, a fim de criar a ideia de uma maior estabilidade para os usuários das informações (Ronen; Yaari, 2008). Nesse sentido, a suavização poderia abranger diferentes perspectivas com implicações próprias para a qualidade dos lucros ou o desempenho da empresa. Assim, os gerentes podem agir por interesse próprio ou com a tentativa de reduzir os ruídos nos lucros, o que poderia distorcer a visão sobre a realidade da empresa (Shu, 2020).

Em um artigo influente da literatura de divulgação de resultados financeiros, Graham, Harvey e Raigopal (2005) relataram que os gestores exprimem maior preferência pela divulgação de relatórios com lucros suavizados a fim de manter a volatilidade do fluxo de caixa constante. Além disso, os autores também ressaltaram que os executivos igualmente preferem sacrificar valores no longo prazo com a intenção de obter resultados mais regulares.

Dessa forma, a literatura sobre a suavização de resultados se divide em duas vertentes: a análise da suavização enquanto mecanismo benéfico e informativo, e a análise da suavização como mecanismo de trapaça da administração da empresa. Assim, na primeira vertente, o lucro suavizado seria capaz de facilitar a previsibilidade do fluxo de caixa futuro e teria potencial de reduzir o custo do capital próprio das firmas, aumentando o poder informativo desses lucros (Chaney; Lewis, 1995; Francis;

LaFond; Olsson; Schipper, 2004; Dou; Hope; Thomas, 2013; Gao; Zhang, 2015; Demerijan; Western; McVay, 2020; Shu, 2020). O segundo trata da suavização para interesses privados dos gestores, como preocupações com emprego, metas de bônus e esconder aumento de risco, entre outros, o que poderia reduzir o poder informativo dos lucros reportados e causar incerteza quanto à veracidade das informações (DeFond; Park, 1997; Bhattacharya; Daouk; Welker, 2003; Grant; Markarian; Parbonetti, 2009; Lang; Lins; Maffett, 2012).

Nesse sentido, nota-se que a suavização de resultados traz à tona outra característica dos títulos de um mercado, o retorno das ações. As estratégias e motivações para que haja o gerenciamento dos resultados podem interferir na criação de valor para os acionistas das empresas, de forma a gerar melhores ou piores desempenhos considerando as perspectivas futuras das empresas suavizadoras e não suavizadoras.

## 2.2 Suavização de resultados e criação de valor aos acionistas

Os relatórios contábil-financeiros servem, fundamentalmente, para a tomada de decisões dos acionistas e outras partes interessadas. Apesar disso, na visão tradicional de governança corporativa, os conselheiros deveriam agir em nome dos acionistas para tentar evitar práticas oportunistas dos gestores (Leung; Song; Chen, J., 2019; Ni, 2020).

A suavização de resultados pode, por um lado, comunicar aos investidores externos sobre o desempenho futuro das empresas e ser mais informativo (Sankar; Subramanyam, 2001; Iñiguez; Poveda, 2004; Tucker; Zarowin, 2006; Badertscher; Collins; Lys, 2012; Chen, C.; Kim; Yao, 2017). Nesse caso, é provável que a suavização de resultados agregue valor aos acionistas. Por outro lado, os gestores também podem suavizar os resultados de forma a atender seus ganhos privados, sendo uma prática usada para ofuscar o desempenho real das firmas, escondendo um mau desempenho ou diferente do esperado pelo mercado (Healy, 1985; Leuz; Nanda; Wysocki, 2003). Assim, nessa situação, é provável que a suavização de resultados destrua valor dos acionistas.

Assim, para auxiliar no entendimento desse longo debate, mas ainda em andamento, sobre a implicação benéfica ou maléfica da suavização de resultados, este artigo se propõe a discutir a relação entre a suavização de resultados e a criação de valor aos acionistas. O entendimento dessa relação auxilia a construção do debate na literatura e pode orientar as explicações de fatores que interferem no bem-estar do investidor e também na alocação das suas carteiras de investimentos (Harvey; Siddique, 2000; Chen, J.; Hong; Stein, 2001).

O entendimento da relação da suavização de resultados com a geração de valor para os acionistas parte da premissa de que os gestores poderiam utilizar a prática para garantir a visibilidade de bons resultados futuros a partir da baixa volatilidade nos resultados presentes, o que reduziria a percepção de risco ou perdas futuras (DeFond; Park, 1997; Kirschenheiter; Melumad, 2002).

Em consonância com a possibilidade de ganhos no longo prazo para acionista, o resultado da pesquisa de Iñiguez e Poveda (2004) indicou que a suavização de resultados reduz a percepção do risco esperado pelo acionista, o que proporciona maior valorização das ações com maiores retornos no longo prazo. O estudo foi realizado nas empresas listadas na bolsa de valores da Espanha, em que os autores ainda destacam a fragilidade do mercado espanhol em identificar a prática da manipulação de resultados no caso da suavização.

No mercado acionário brasileiro, a prática de suavização é utilizada para diversas situações e motivações, entre elas o intuito de sustentar a expectativa do mercado, mantendo elevada a diferença entre o valor de mercado e os valores contábeis (Almeida; Lopes; Corrar, 2011). Além disso, Martinez (2001) encontrou resultados de que os investidores brasileiros são atraídos por estratégias de gerenciamento, mas, depois que as identificam, eles tendem a descontar no desempenho futuro das ações. Já Martinez (2013) ressaltou que, entre as consequências da prática de suavização, há impactos positivos no valor da empresa mesmo que de forma indireta, como a partir da redução do custo de capital das empresas.

Yang e Zhu (2014) encontraram resultados positivos da suavização no retorno das ações. Os autores analisaram o mercado de ações norte-americano a fim de



avaliar se a suavização de resultados cria valor para os acionistas e como esse comportamento se dá em ambientes de incerteza. Os resultados indicaram que os retornos das ações estão relacionados positivamente à suavização de resultados, indicando que a suavização seria benéfica e uma propriedade desejável dos lucros das empresas.

Apesar da tentativa de redução da variabilidade dos lucros para um aumento no valor da empresa, isso nem sempre acontece. Bao, B., e Bao, D., (2004) argumentaram que uma menor variabilidade não garante valores mais elevados para empresas que suavizam os resultados, enquanto Rountree, Weston e Allayannis (2008) destacaram que a relação positiva entre os lucros suavizados e o valor da empresa é intensificada pelo componente de fluxo de caixa das empresas, ao invés da competência. Já Demski (1998) demonstrou que os lucros atuais e passados, quando são suavizados, são mais informativos para componentes futuros das empresas.

Além disso, apesar de a literatura sugerir que a suavização de resultados possa criar valor (Tucker; Zarowin, 2006; Allayannis; Simko, 2009), observa-se que isso nem sempre acontece de fato.

McInnis (2010) analisou se os lucros suavizados levavam a diferenças nos retornos médios das ações do mercado norte-americano. O autor não encontrou relação entre a suavização dos lucros e o retorno médio das ações, indicando que os acionistas de empresas com lucros voláteis não são compensados com retornos mais elevados, como seria esperado pelo estudo, uma vez que o autor partia da pressuposição de que uma maior exposição ao risco (lucros voláteis) levaria a um maior retorno médio dos títulos.

Bandyopadhyay, Huang e Wirjanto (2011) utilizaram dados de empresas listadas na NYSE, NASDAQ e AMEX para avaliar se a suavização de resultados realmente cria valor para os acionistas. Os resultados do estudo indicaram que, embora a literatura sugira que os investidores valorizam o desempenho estável das empresas, atenuar de forma artificial essas variabilidades dos lucros parece não enganar os investidores. Segundo os resultados, a suavização de resultados destrói valor porque os investidores são mais sensíveis ao aumento da assimetria de

informações dada pela volatilidade do que pela assimetria ocasionada por medida de correlação sobre os fluxos futuros de retorno.

Chen, C., Kim e Yao (2017) investigaram se a suavização de resultados teria impactos no risco de queda do preço das ações de empresas listadas em bolsas dos Estados Unidos. Os autores encontraram uma associação positiva entre a suavização de resultados e o risco da queda de preços, portanto, direcionando para a visão de utilização da suavização como ação oportunista a fim de esconder más notícias. Assim, os autores ressaltaram que os retornos futuros negativos das ações sugerem que a suavização de resultados esteja destruindo valor.

Yu, Hagigi e Stewart (2018) analisaram evidências de *spreads* de compra e venda em torno de anúncios de perda em ações. Os autores sugeriram que os *spreads* em torno de anúncios de perda inesperados estão positivamente associados aos níveis de suavização de resultados. Além disso, os autores ressaltaram que os investidores têm dificuldades em detectar o oportunismo gerencial antes da ocorrência dos anúncios. Além disso, eles sugeriram que a utilização de uma quantidade moderada de volatilidade dos lucros pode ser uma estratégia ideal nessas ocasiões.

Shu (2020) examinou se a informatividade da suavização de resultados varia de acordo com o nível de endividamento do diretor-presidente das empresas (benefícios e compensação). O autor evidenciou que, em certos casos, a suavização de resultados é capaz de reduzir a informatividade do preço das ações, indicando que há suavização para ocultar o real desempenho econômico das empresas.

Assim, observou-se que as pesquisas sobre gerenciamento de resultados apresentam resultados contraditórios quanto ao impacto da suavização de resultados no valor das corporações. Logo, para este estudo, parte-se da premissa de que a suavização de resultados é capaz de influenciar no valor das firmas, mas não se espera um sinal para essa relação, limitando-se, portanto, a verificar o efeito da relação a partir da seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese: **a suavização de resultados influencia na criação de valor aos acionistas.**

### 3 METODOLOGIA

Para a realização deste estudo, será tomada uma amostra das empresas listadas na B3, no período de 2010 a 2019, em que se esperou obter a maior quantidade de dados possíveis. O período foi selecionado tendo em vista, também, a mudança contábil sofrida no Brasil com a convergência para padrões internacionais, que alteraram procedimentos quanto à identificação, mensuração e evidenciação das contas contábeis. A amostra sofreu filtros que trataram das exclusões de informações das empresas do tipo financeiras, empresas que sofreram fusões, incorporações e cisões, ainda pelo fato de utilizar variáveis padronizadas somente a partir da implantação nas normas contábeis internacionais, tais como o Fluxo de Caixa. Os estudos têm apontado, também, para a necessidade de um período maior para a caracterização de uma empresa como suavizadora ou não de resultados. Os dados foram obtidos mediante o software Economática®.

O cálculo a ser empregado para determinar se uma empresa pode ser classificada como suavizadora ou não será por meio do coeficiente de variação proposto por Eckel (1981). O cálculo será realizado conforme abaixo:

$$IS = (\text{suavizadora}) \ 0,9 \leq \left[ \left| \frac{CV \ \Delta\% \ Lucros}{CV \ \Delta\% \ Vendas} \right| \right] \leq 1,1 \quad (\text{não suavizadora}) \quad (1)$$

(área cinzenta)

Em que:

*CV Δ% Lucros*: coeficiente de variação das variações percentuais dos lucros no ano;

*CV Δ% Vendas*: coeficiente de variação das variações percentuais das vendas no ano.

Por meio desse indicador, será possível classificar as empresas como suavizadoras ou não suavizadoras, sendo 1 para aquelas que incorreram nessas práticas de suavização e 0 no caso contrário. O cálculo leva em consideração que, naturalmente, as variações dos lucros serão maiores que as variações das vendas, portanto, valores acima de 1,1 obtidos indicarão uma empresa não suavizadora, tendo

em vista que, a princípio, as vendas não podem ser gerenciadas. Por outro lado, caso o valor seja inferior a 0,9, é um indicador de que os lucros estão sendo suavizados.

Uma vez identificadas as empresas que possivelmente incorrerão na prática da suavização, será possível efetuar a classificação do nível de suavização. Para a identificação do nível de suavização de resultados, tidas como suavizadoras, será utilizada a métrica de Leuz *et al.* (2003), neste estudo chamada de NS:

$$NS = \frac{\sigma(LOp)}{\sigmaFCO} \tag{2}$$

Em que:

NS: indicador do grau de suavização;

$\sigma(LOp)$ : desvio-padrão do lucro operacional escalonado pelo ativo total do ano anterior;

$\sigma(FCO)$ : desvio-padrão do fluxo de caixa operacional escalonado pelo ativo total do ano anterior.

Nesse caso, a variável irá avaliar em que grau os gestores praticam a suavização dos resultados. A análise refere-se à relação dos ajustes realizados nas variações do desempenho econômico provocadas por decisões operacionais e escolhas de divulgação financeira verdadeiras (Tukamoto; Lopes, 2007). Portanto, o lucro operacional é o resultado do lucro líquido acrescido das despesas financeiras e pelos impostos sobre o lucro, assim podendo ser utilizado o próprio *earnings before interests and taxes* (Ebit).

A variável dependente será determinada pelos retornos dos ativos das empresas analisadas no período, indicado pela variável SR e medido pelo valor médio do retorno trimestral (McInnis, 2010; Yang; Zhu, 2014). O cálculo segue a métrica a seguir:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t}} \tag{3}$$

Em que:

$R_{i,t}$  = retorno da ação da empresa *i* no trimestre *t*;

$P_{i,t}$  = preço da ação da empresa  $i$  no trimestre  $t$ ,

$P_{i,t-1}$  = preço da ação da empresa  $i$  no trimestre  $t$  anterior.

Será, então, investigada a relação do retorno médio das ações das empresas suavizadoras de resultados com a variável que identifica o nível de suavização. Por conseguinte, será possível verificar a influência da suavização na valorização ou desvalorização dos preços das ações e, conseqüentemente, no seu valor de mercado. A partir do que se infere do patrimônio do acionista, se esta relação for positiva, observa-se uma influência positiva na percepção dos acionistas e investidores, sendo negativa, verifica-se, portanto, uma penalização do mercado pela prática que é percebida.

Como variáveis de controle da regressão, serão utilizadas as variáveis da Tabela 1, em que se podem verificar as referências de estudos anteriores em que foram analisadas, bem como a possível influência nos retornos das ações:

Tabela 1 — Variáveis a serem testadas no modelo

Variável	Sigla	Sinal Esperado	Referência
Retorno das Ações	SR		McInnis (2010); Bandyopadhyay; Huang; Wirjanto (2011); Soares; Galdi (2011); Yang; Zhu (2014).
Indicador da Prática de Suavização de Resultados	IS	+/-	Eckel (1981); Susanto; Pradipta (2019).
Indicador do Nível Suavização de Lucros	NS	+/-	Leuz <i>et al.</i> (2003); Yang; Zhu (2014).
Valor <i>Market-to-Book</i>	MTB	+	Soares; Galdi (2011); Yang; Zhu (2014).
Alavancagem	LEV	-	Soares; Galdi (2011); Yang; Zhu (2014).
Lucro por Ação	EPS	+	Alfaraih; Alanezi (2011).
Tamanho da Empresa	TAM	+	Soares; Galdi (2011); Yang; Zhu (2014).
Risco Beta	BET	-	Soares; Galdi (2011); Yang; Zhu (2014).
<i>Dummy</i> Novo Mercado	DNV	+	
<i>Dummy</i> Setor	DSET	+/-	Yang; Zhu (2014).
<i>Dummy</i> Ano	DANO	+/-	Yang; Zhu (2014).

Fonte: Elaborado pelos autores.

Será, então, utilizada a regressão linear, mais apropriada, ou seja, *pooled*, efeitos fixos, efeitos aleatórios ou GMM a depender de sua validação, e a equação será:

$$SR = \beta_0 + \beta_1 NS_{it} * IS_i + \beta_2 MTB + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 LC_{it} + \beta_6 BET_{it} + \beta_7 DSET_{it} + \beta_8 DANO_{i,t} + \beta_9 DNM_{it} + \beta_9 IS_{it} + \varepsilon_i \quad (4)$$

De acordo com a equação, será possível verificar o impacto da prática da suavização na determinação dos retornos, uma vez que a *dummy* de interação NSxIS irá permitir a análise de forma independente daquelas empresas que supostamente praticam ou não a suavização.

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para a realização do estudo, foi necessário tratamento dos dados para as exclusões conforme indicado na metodologia. A Tabela 2 apresenta as empresas excluídas da amostra e as justificativas:

Tabela 2 — Número de empresas da amostra

Total de Empresas Listadas	353
<b>Justificativas</b>	<b>Exclusões</b>
Empresas Setor Financeiro	-77
Empresas sem informações disponíveis	-51
Empresas com valor da variável IS igual a 3 vezes o desvio padrão	-8
Empresas da área considerada “Cinzenta” — índice de Eckel (1981)	-24
<b>Total de Empresas Utilizadas</b>	<b>193</b>
<b>Total de Observações</b>	<b>6.044</b>

Fonte: Elaborado pelos autores.

Na primeira etapa, foram estimadas, por meio do índice de Eckel (1981), as empresas suavizadoras e não suavizadoras. A Tabela 2 apresenta os resultados discriminados de forma setorial. Verifica-se que 77,42% das empresas brasileiras são consideradas suavizadoras, ao passo que apenas 11,52% não incorrem nessa prática. Assim, estima-se que a grande maioria das empresas incorrem nessa prática, sendo comum no mercado brasileiro, o que vai de encontro aos estudos de Martinez (2001);

Castro; Martinez (2009); Faria; Amaral (2015); e Holanda; Coelho (2016). Observam-se, ainda, altos índices de suavização superiores a 80% nos setores de comunicações, consumo cíclico e saúde.

Tabela 3 — Classificação Setorial da Prática de Suavização

Setor	Suavizadoras		Não Suavizadoras		Zona Cinzenta		Total
	Quantidade	%	Quantidade	%	Quantidade	%	
Bens industriais	33	76,74%	6	13,95%	4	9,30%	43
Comunicações	4	100,00%	0	0,00%	0	0,00%	4
Consumo cíclico	50	83,33%	2	3,33%	8	13,33%	60
Consumo não cíclico	13	65,00%	3	15,00%	4	20,00%	20
Materiais básicos	17	68,00%	3	12,00%	5	20,00%	25
Petróleo, gás e biocombustíveis	8	80,00%	2	20,00%	0	0,00%	10
Saúde	12	85,71%	1	7,14%	1	7,14%	14
Tecnologia da informação	4	100,00%	0	0,00%	0	0,00%	4
Utilidade pública	27	72,97%	8	21,62%	2	5,41%	37
<b>Total</b>	<b>168</b>	<b>77,42%</b>	<b>25</b>	<b>11,52%</b>	<b>24</b>	<b>11,06%</b>	<b>217</b>

Fonte: Elaborado pelos autores.

Uma vez identificadas as empresas classificadas como suavizadoras e não suavizadoras, estimou-se a média dos retornos das ações durante todo o período da amostra. Para as empresas suavizadoras, observou-se um retorno médio de 3,51%, ao passo que, para as não suavizadoras, houve um retorno de 3,47%. Tendo em vista os valores próximos, realizou-se um teste de média conforme a Tabela 4, e o resultado indicou não existir significância *p-valor* 0,48, a partir do qual se pode afirmar que a média dos retornos é estatisticamente igual ao nível de 95% de significância. Portanto, espera-se que o fato de suavizar os resultados não interfere na média dos retornos ao se considerar o longo prazo.

Tabela 4 — Teste de Média dos Retornos Empresas Suavizadoras x Não Suavizadoras

	SR (Suavizadoras)	SR (Não Suavizadoras)
Média	0,035193507	0,034711462
Variância	0,083425529	0,086852013
Observações	6604	1035
Variância agrupada	0,083889453	
Hipótese da diferença de média	0	
gl	7637	
Stat t	0,049783973	
<b>P(T&lt;=t) unicaudal</b>	<b>0,48014792</b>	
t crítico unicaudal	1,645053176	
<b>P(T&lt;=t) bicaudal</b>	<b>0,960295841</b>	
<b>Teste F (variâncias)</b>	<b>0,386165189</b>	
t crítico bicaudal	1,960274662	

Fonte: Elaborado pelos autores.

Por meio das estatísticas descritivas das variáveis, conforme apresentado na Tabela 5, verifica-se que o retorno médio das ações é de 3,5%, variando entre 8,68% a 11,23%, logo, tem-se uma baixa variabilidade, o que se presume tendo em vista o prazo de 10 anos investigado. Ao se considerar o nível de suavização das empresas do tipo suavizadoras, em média o valor foi de 0.873, considerado para a variável NS um valor que indica um fraco nível de suavização que tem variação entre 0 e 1, o que pode sugerir que a variável não afetará os retornos. Das empresas analisadas, 48% são listadas no Novo Mercado, e, relacionando com o nível alto suavização, espera-se que o fato de estar listada nesse seguimento não inibe esse tipo de prática. A variável TAM, que identifica o ativo das empresas analisadas, indicou uma baixa variabilidade. O valor das variáveis *Market-to-Book* (MTB), o lucro por ação (EPS) e Beta e alavancagem (LEV) indicaram grandes variabilidades, o que aponta para a diversidade de empresas de vários tamanhos e tipos e negócios, cogitando a possível presença de heterocedasticidade no modelo a ser testado.

Tabela 5 — Estatísticas Descritivas

Variável	Obs.	Média	Desvio Padrão.	Mín.	Máx.
SR	7230	.035	.292	-.868	11.235
IS	7255	.873	.333	0	1
NSxIS	7247	1.892	11.154	0	390.052
DNM	7255	.48	.5	0	1
TAM	7255	14.785	1.768	8.285	20.688



MTB	6316	1.918	5.072	-166.229	149.627
EPS	7225	-3.329	70.198	-1803.223	3600.582
LEV	7255	.311	.245	0	3.346
BETA	6324	.695	3.513	-45.751	64.011
SET	7255	4.5	2.793	1	9
D Ano	7255	2014,5	2.863	2010	2019

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os resultados das regressões efetuadas são apresentados na Tabela 6, bem como as validações do modelo. Estimaram-se três regressões, com dados em painel, sendo a primeira do tipo *pooled*; a segunda, efeitos aleatórios; e a terceira, pelos mínimos quadrados generalizados robustos (FGLS). No modelo *pooled*, verificou-se a ausência de multicolinearidade por meio da estatística VIF, que indicou o valor de 1,06. Validou-se o modelo por meio do teste F, que foi significativo indicando, pelo menos, uma variável diferente de zero. Foi obtido um  $R^2$  da ordem de 4,72%, o que pressupõe um baixo poder explicativo das variáveis incluídas no modelo. O modelo indicou, ainda, a presença de heterocedasticidade por meio do teste de Breusch-Pagan, que rejeitou a hipótese nula. Estimou-se a regressão pelo modelo de efeitos aleatórios, o qual demonstrou ser melhor que o *pooled* em função do teste LN de Breusch-Pagan, que, ao nível de 10%, rejeitou-se a hipótese nula. Apesar disso, o modelo apresentou problemas de heterocedasticidade por meio do teste da razão da semelhança, o qual rejeitou a hipótese nula. Por fim, estimou-se o FGLS dos mínimos quadrados generalizados robustos, como forma de corrigir o problema de heterocedasticidade.

Uma vez identificado o melhor modelo o FGLS, bem como a sua validação, passa-se, então, à análise das variáveis. Considerando o alvo deste estudo, a variável de interação NSxIS, estimou-se se o nível de suavização iria influenciar o nível de retornos das ações das empresas apontadas como possíveis suavizadoras. Como se observa na Tabela 6, a variável não foi significativa, portanto, rejeita-se a hipótese da possível influência sobre os retornos. O resultado vai ao encontro da pesquisa de McInnis (2010) realizada no mercado norte-americano, e uma das possíveis causas seria o fato de que apesar da prática de suavização existir e ser percebida, não interfere na precificação dos ativos, como pode ser verificado pela não significância

da variável IS, tendo em vista a maior exposição ao risco que anularia o efeito positivo gerado pela suavização.

Por sua vez, as variáveis MTB e EPS foram significativas e positivas, indo ao encontro dos sinais esperados e validados respectivamente nas pesquisas de Soares e Galdi (2011), Yang e Zhu (2014) e Alfaraih e Alanezi (2011). Nesses casos, apesar da baixa influência indicando 0,3% para MTB e 0,04% para o EPS, verifica-se uma influência positiva que leva as empresas a obterem maiores retornos quando existe uma expectativa de crescimento das ações das empresas pelo mercado, bem como existe uma forte geração de lucros para um número menor de acionistas. A variável LEV, que indica o nível de alavancagem das empresas, foi significativa e negativa, assim, espera-se que, ao nível de 1% de significância, os retornos das ações tendem a ser menores na ordem de 3,19% para o aumento de 1% no endividamento. A alavancagem, segundo as pesquisas de Soares e Galdi (2011) e Yang e Zhu (2014), traz a imagem de uma empresa cujos lucros são menores em função do pagamento de dívidas (principal e juros), conseqüentemente, os preços das ações refletem as possíveis perdas dos acionistas. As variáveis BETA e TAM não foram significativas no modelo validado. O fato de as empresas estarem listadas no seguimento mais alto da B3 em termos de mecanismos mais eficientes de Governança Corporativa também não foi significativo, logo, não se pode afirmar que empresas do Novo Mercado promovem melhores retornos que as demais empresas.

A variável SET indica que os setores em que se encontram as empresas poderão influenciar positivamente os retornos das ações. Foram estimadas regressões considerando como variáveis *dummies*, destaque para os setores de bens industriais e de comunicações que foram significativos ao nível de 1%, provocando um aumento dos retornos das empresas listadas nos mesmos.

A variável D\_Ano mede a influência dos anos nos retornos, neste caso com a expectativa de captar efeitos macroeconômicos, como crises financeiras e questões políticas nos retornos das ações. Verificou-se, de forma geral, que a depender do ano analisado, observou-se o aumento dos retornos das ações das empresas listadas na B3. De forma individual e tomando-se por base o ano de 2010, verificou-se uma forte influência significativa e negativa, da ordem de 1%, nos anos de 2013, 2014 e 2015,

respectivamente, de 4,34%, 9,37% e 10,56%, e de forma positiva nos anos de 2016, 2017 e 2019. Uma possível explicação seria a evolução do PIB no período, que experimentou uma queda brusca nos anos de 2013 a 2015, bem como uma retomada de crescimento nos anos de 2016 a 2019.

Tabela 6 — Resultado das Regressões

Variável	Pooled		Efeitos Aleatórios (EA)		FGLS	
	Coef.	Sig	Coef.	Sig	Coef.	Sig
<b>SR</b>						
<b>IS</b>	-0,0060427		-0,0092800		-0,0022743	
<b>NSxIS</b>	0,0002901		0,0004069		0,0002787	
<b>DNM</b>	-0,0095727		-0,1037800		0,0033042	
<b>TAM</b>	-0,0041439	*	-0,0086820	**	0,0004922	
<b>MTB</b>	0,0030557	***	0,0028204	***	0,0042477	***
<b>EPS</b>	0,0004015	***	0,0003362	***	0,0004493	***
<b>LEV</b>	-0,0335840	**	-0,2762060		-0,0319766	***
<b>BETA</b>	0,1348410	***	0,1339990	***	0,0010704	
<b>SET</b>	0,0041631	***	0,0066795	**	0,0019108	***
<b>D_ANO</b>	0,0121190	***	0,1207820	***	0,0078995	***
<b>constante</b>					15,896700	
					0	***
<b>Número de Observações</b>	<b>6044</b>		<b>6044</b>		<b>6044</b>	
<b>R<sup>2</sup></b>	0,0472000		0,0461000			
<b>Testes</b>						
Teste F	29908,000000	***	-	-	-	-
Wald Chi2	-	-	272,0400000	***	352,64000	0 ***
Breusch-Pagan (Heterocedasticidade)	29244,660000	0 ***	-	-	-	-
VIF	1,0600000	-	-	-	-	-
Breusch-Pagan LN ( <i>pooled</i> x EA)	-	-	2,3400000	*	-	-
Wooldridge (autocorrelação) (EA)(teste F)	-	-	0,9430000	-	-	-
Likelihood-ratio test	-	-	4119,5900000	***	-	-

Legenda: SR — variável dependente: retorno trimestral das ações; IS — *dummy* que indica a empresa suavizadora (1) e a não suavizadora (0); NSxIS — variável de interação entre o indicador da prática de suavização e do nível de suavização, caso a empresa incorra nesta prática; DNM — variável *dummy* indica a participação ou não da empresa no segmento do Novo Mercado da B3; TAM — ativo da empresa indicado pelo logaritmo natural (LN); MTB — valor *Market-to-Book* da empresa; EPS — valor do lucro por ação da empresa; LEV — alavancagem operacional; BETA — valor beta estimado trimestralmente da empresa; SET — variável indicadora do setor da B3 em que pertence a empresa; e D\_ANO — variável indicadora do ano de estimação das variáveis. Nível de significância: (\*) 10%, (\*\*) 5% e (\*\*\*) 1%. Fonte: Elaborado pelos autores.

## 5 CONCLUSÃO

O presente estudo teve como objetivo verificar a influência da prática de suavização de resultados nos retornos das ações das empresas, listadas na B3. A amostra foi constituída de 193 empresas, cujos dados foram tomados trimestralmente entre 2010 e 2019, culminando em 6.044 observações. Os dados foram submetidos ao software Excel para estimar o indicador de suavização de Eckel (1981) e o nível de suavização de Leuz, Nanda e Wysocki (2003). A seguir, todas as variáveis foram submetidas ao software Stata, por meio do qual foram estimadas as regressões em dados em painel.

A princípio, verificou-se que, em média, os retornos das ações das empresas foram da ordem de 3,5% nos anos de 2010 a 2019, não existindo diferenças entre empresas suavizadoras ou não. O resultado não foi significativo para a variável NS, que mede o nível de suavização, bem como para a variável IS, que indica as empresas que praticam a suavização. Assim, não é possível afirmar, com base na amostra e período utilizados, que existe alguma influência da prática de suavização sobre os retornos de ações das empresas, rejeitando-se a hipótese proposta. A conclusão indica que, apesar da possibilidade de a suavização gerar a previsibilidade de caixas futuros, para acionistas, conforme Hope; Thomas (2013); Gao; Zhang (2015); Demerijan; Western; McVay (2020); e Shu (2020), esta possível influência positiva é anulada pela percepção negativa da prática de gerenciamento de resultados, neste caso, a suavização, como indicam McInnis (2010), Bandyopadhyay, Huang e Wirjanto (2011) e Chen, C., Kim e Yao (2017).

A pesquisa permitiu identificar que se espera que o *Market-to-Book* e os lucros por ações, quando maiores, promovam o aumento dos retornos das ações, ao passo que o endividamento reduz esses mesmos retornos. Setorialmente, as empresas do tipo industriais de comunicações tendem a aumentar as possibilidades de maiores retornos, enquanto, de forma geral, a média dos retornos no período de 2010 a 2019 foi positiva para as empresas. O estudo testou também a variável do Novo Mercado e concluiu que, pelo fato de as empresas estarem listadas nesse segmento, não se pode afirmar que geram melhores retornos.

O estudo aponta como limitações o fato dos retornos das ações estarem ligados a diversos fatores macroeconômicos que não foram levados em consideração na pesquisa, o que indica o baixo  $R^2$ . Ainda se deve destacar a utilização de apenas uma variável para medir o nível ou a prática de suavização, podendo ser utilizadas outras. Para futuros estudos, recomenda-se utilizar como variável dependente o retorno esperado pelo acionista estimado pelo método de três ou mais fatores de Fama e French, e, ainda, capturar variáveis econômicas para controle tornando os resultados mais robustos, viabilizando, por fim, uma possível comparação entre países latino-americanos.

## REFERÊNCIAS

ALFARAIH, M.; ALANEZI, F. The usefulness of earnings and book value for equity valuation to Kuwait stock exchange participants. **International Business & Economics Research Journal**, v. 10, n. 1, p. 73-90, 2011.

ALLAYANNIS, G.; SIMKO, P. Earnings smoothing, analyst following, and firm value. **SSRN Electronic Journal**, ago. 2009.

ALMEIDA, J. E. F.; LOPES, A. B.; CORRAR, L. J. Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. **ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 4, n. 1, p. 44-62, 2013.

BADERTSCHER, B. A.; COLLINS, D. W.; LYS, T. Z. Discretionary accounting choices and the predictive ability of accruals with respect to future cash flows. **Journal of Accounting and Economics**, v. 53, n. 1-2, p. 330-352, 2012.

BANDYOPADHYAY, S. P.; HUANG, A. G.; WIRJANTO, T. S. Does income smoothing really create value? **SSRN Electronic Journal**, 2011.

BAO, B. H.; BAO, D. H. Income smoothing, earnings quality and firm valuation. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 31, n. 9-10, p. 1525-1557.

BHATTACHARYA, U.; DAOUK, H.; WELKER, M. The world price of earnings opacity. **The Accounting Review**, v. 78, n. 3, p. 641-678, 2003.

CHEN, C.; KIM, J. B.; YAO, L. Earnings smoothing: Does it exacerbate or constrain stock price crash risk? **Journal of Corporate Finance**, v. 42, p. 36-54, 2017.

CHEN, J.; HONG, H.; STEIN, J. C. Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. **Journal of Financial Economics**, v. 61, n. 3, 345-381, 2001.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.

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. 34-401, 2010.

DEFOND, M. L.; JIAMBALVO, J. Debt covenant violation and manipulation of accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v. 17, n. 1-2, p. 145-176, 1994.

DEFOND, M. L.; PARK, C. W. Smoothing income in anticipation of future earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 23, n. 2, p. 115-139, 1997.

DEGEORGE, F.; PATEL, J.; ZECKHAUSER, R. Earnings management to exceed thresholds. **The Journal of Business**, v. 72, n. 1, p. 1-33, 1999.

DEMERJIAN, P.; WESTERN, M. L.; MCVAY, S. How does intentional earnings smoothing vary with managerial ability? **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 35, n. 2, p. 406-437, 2020.

DOU, Y.; HOPE, O.-K.; THOMAS, W. B. Relationship-specificity, contract enforceability, and income smoothing. **The Accounting Review**, v. 88, p. 1629-1656, 2013.

FRANCIS, J.; LAFOND, R.; OLSSON, P. M.; SCHIPPER, K. Costs of equity and earnings attributes. **The Accounting Review**, v. 79, p. 96-1010, 2004.

GAO, L.; ZHANG, J. Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. **Journal of Corporate Finance**, v. 32, p. 108-127, 2015.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 40, n. 1-3, p. 3-73, 2005.

GRANT, J.; MARKARIAN, G.; PARBONETTI, A. CEO risk-related incentives and income smoothing. **Contemporary Accounting Research**, v. 26, n. 1029-1065, 2009.

GRECCO, M. C. P.; GERON, C. M. S.; GRECCO, G. B.; LIMA, J. P. C. The effect of IFRS on earnings management in Brazilian non-financial public companies. **Emerging Markets Review**, v. 21, p. 42-66, 2014.

HEALY, P. M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, n. -3, p. 85-107, 1985.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.

KEREKES, B. S.; CVETANOVSKA, B. **The Impact of Income Smoothing on Firm Value after the Sarbanes-Oxley Act**. 2015. Mestrado (Business and Economics) — Lund University, Suécia, 2015.

KIRSCHENHEITER, M.; MELUMAD, N. D. Can “big bath” and earnings smoothing co-exist as equilibrium financial reporting strategies? **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 3, p. 761-796, 2002.

KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 105-231, 2001.

LAMBERT, R. A. Income smoothing as rational equilibrium behavior. **Accounting Review**, p. 604-618, 1984.

LANG, M.; LINS, K.; MAFFETT, M. Transparency, liquidity and valuation: international evidence on when transparency matters. **Journal of Accounting Research**, v. 50, p. 729-774, 2012.

LEUNG, W. S.; SONG, W.; CHEN, J. Does bank stakeholder orientation enhance financial stability? **Journal of Corporate Finance**, v. 56, n. 38-63, 2019.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**, v. 69, n. 3, p. 505-527, 2003.

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos resultados contábeis**: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) — Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MARTINEZ, A. L. Earnings management in Brazil: a survey of the literature. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 1-29, 2013.

MCINNIS, J. Earnings smoothness, average returns, and implied cost of equity capital. **The Accounting Review**, v. 85, n. 1, p. 315-341, 2010.

MYERS, J. N.; MYERS, L. A.; SKINNER, D. J. Earnings momentum and earnings management. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 22, n. 2, p. 249-284, 2007.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 51, p. 77-100, 2009.

NI, X. Does stakeholder orientation matter for earnings management: Evidence from non-shareholder constituency statutes. **Journal of Corporate Finance**, v. 62, p. 101606, jun. 2020.

RONEN, J.; YAARI, V. **Earnings management**: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research. New York: Springer US, 2008.



ROUNTREE, B.; WESTON, J. P.; ALLAYANNIS, G. Do investors value smooth performance? **Journal of Financial Economics**, v. 90, n. 3, p. 23-251, 2008.

SANKAR, M. R.; SUBRAMANYAM, K. R. Reporting discretion and private information communication through earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 39, n. 2, p. 365-386, 2001.

SCHIPPER, K. Earnings management. **Accounting Horizons**, v. 3, n. 4, p. 91, 1989.

SHU, S. Q. CEO Inside debt, income smoothing, and stock price informativeness. **Accounting and Business Research**, p. 1-31, 2020.

SOARES, E. R.; GALDI, F. C. Relação dos modelos DuPont com o retorno das ações no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 57, p. 279-298, 2011.

SUSANTO, Y. K.; PRADIPTA, A. Firm Value, Firm Size and Income Smoothing. **J. Fin. Bank. Review**, v. 4, n. 1, p. 1-7, 2019.

TEE, C. M. Political connections and income smoothing: Evidence of institutional investors' monitoring in Malaysia. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 55, jun. 2020.

TUCKER, J. W.; ZAROWIN, P. A. Does income smoothing improve earnings informativeness? **The Accounting Review**, v. 81, n. 1, p. 251-270, 2006.

YANG, M.; ZHU, H. How does market value earnings smoothing under uncertainty? **Applied Financial Economics**, v. 24, n. 20, p. 1335-1345, 2014.