

**FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO**

**WILLAMS DA CONCEIÇÃO DE OLIVEIRA**

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E O DETALHAMENTO DOS  
COVENANTS**

**VITÓRIA  
2020**

**WILLAMS DA CONCEIÇÃO DE OLIVEIRA**

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E O DETALHAMENTO DOS  
*COVENANTS***

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientadora: Profa. Dra. Nadia Cardoso Moreira.

**VITÓRIA  
2020**

# **WILLAMS DA CONCEIÇÃO DE OLIVEIRA**

## **GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E O DETALHAMENTO DOS COVENANTS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 18 de fevereiro de 2020.

### **COMISSÃO EXAMINADORA**

---

**Profa. Dra. NADIA CARDOSO MOREIRA**  
**Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino**

---

**Prof. Dr. AZIZ BEIRUTH XAVIER**  
**Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino**

---

**Prof. Dr. FELIPE STORCH DAMASCENO**  
**Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino**

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus e Nossa Senhora da Piedade por sempre estarem comigo nos momentos alegres e tristes, dando forças para realização dos meus sonhos e objetivos.

Aos meus pais por estar sempre ao meu lado e acreditar na minha capacidade, principalmente ao meu pai pelo momento de saúde delicada que ele está enfrentando.

A minha família, esposa Fabiana e meu filho Guilherme, pelo amor expresso diariamente, pela paciência, compreensão e companheirismo nos momentos de dedicação aos estudos.

Aos colegas e professores do curso de Mestrado da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, pelo convívio e crescimento em algumas calorosas discussões, em especial, aos Prof. Dr. Danilo Soares Monte-Mor e Dra. Nadia Cardoso Moreira pelo apoio no desenvolvimento da presente pesquisa.

## RESUMO

Este estudo objetivou investigar a relação *covenants* financeiros com nível de gerenciamento de resultados, onde a maioria das companhias não divulgam voluntariamente os limites dos *covenants* financeiros, sendo obrigadas a divulgarem informações sobre os *covenants* somente na violação do limite, tornando-se na lacuna da pesquisa. Foram utilizadas como amostra as companhias brasileiras não financeiras de capital aberto no período de 2010 até 2018 compondo 1.288 observações em um painel desbalanceado. Para mensuração do nível de *accruals* discricionários foi utilizado o modelo Jones Modificado (1995) através de dados retirados da base Economatica® e desenvolvido o *matching* com base na *performance* das companhias, sendo utilizadas as notas explicativas das companhias para montagem da base própria de dados das variáveis *dummies*, aplicando os testes de média e análise de regressão linear MQO. Os resultados encontrados evidenciam a relação do gerenciamento de resultados com os *covenants* financeiros nas empresas que não violaram os limites, com as empresas que possuem *covenants* financeiros e violaram os limites em t+1 e com a não divulgação dos limites estabelecidos nos *covenants* financeiros. A pesquisa contribui para o mercado financeiro e os achados da literatura envolvendo o gerenciamento de resultados e *covenants*, onde existem poucos trabalhos de *covenants* no Brasil. Além disso, tem como contribuição minimizar assimetria da informação através da revisão do CPC 26, tornando obrigatória para Sociedades Anônimas a divulgação dos limites dos *covenants* financeiros nas notas explicativas.

**Palavras-chave:** *Covenants*; cláusulas restritivas; divulgação; gerenciamento de resultados.

## ABSTRACT

This study aimed to investigate the relation between financial covenants with earnings management, where most of those companies do not voluntarily disclose the limits of financial covenants, being obliged to disclose information about covenants only in breach of the limit, becoming the gap in research. In the period from 2010 to 2018 has taken the non-financial Brazilian publicly traded companies as a sample, composing 1,288 observations in an unbalanced panel. To measure the level of discretionary accruals, the Jones Modified model (1995) has used of information taken from the Economática database and relevancy developed based on the companies' performance. The explanatory notes of the companies used to assemble the own database of the variables, applying the means tests and linear regression analysis MQO. The results found show the relationship between earnings management and financial covenants in companies that did not violate the limits with companies that have financial covenants that and violate the limits at  $t + 1$  and with the non-disclosure of the limits established in the financial covenants. The research contributes to the financial market and to the findings in the literature involving earnings management and information like covenants, where there are few covenants works in Brasil. In addition, it contributes to minimize information asymmetry through the revision of CPC 26, makes it mandatory for Corporations to disclose the limits of financial covenants in the explanatory notes.

**Keywords:** Covenants; restrictive clauses; disclosure; earnings management.

## LISTA DE QUADROS

QUADRO 1. PRINCIPAIS RESULTADOS SOBRE O TEMA .....	14
QUADRO 3. VARIÁVEIS UTILIZADAS NAS EQUAÇÕES (4) e (5) .....	30
QUADRO 3. VARIÁVEIS UTILIZADAS NA EQUAÇÃO (6) MODELO LOGIT.....	33

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1: PRINCIPAIS COVENANTS FINANCEIROS DE DÍVIDAS UTILIZADOS NO BRASIL .....	16
TABELA 2: PROCESSO DE SELEÇÃO AMOSTRAL.....	24
TABELA 3:ESTATÍSTICA DESCRITIVA DA PESQUISA.....	34
TABELA 4: RESULTADOS DOS TESTES DE MÉDIA EM RELAÇÃO AO NÍVEL DE GERENCIAMENTO COM OS COVENANTS FINANCEIROS.....	37
TABELA 5: RESULTADOS DAS REGRESSÕES REFERENTE RELAÇÃO DO NÍVEL DE GERENCIAMENTO COM OS COVENANTS FINANCEIROS .....	38
TABELA 6: RESULTADOS DOS TESTES DE MÉDIA EM RELAÇÃO AO NÍVEL DE GERENCIAMENTO COM A VIOLAÇÃO DOS COVENANTS FINANCEIROS EM T+1 .....	40
TABELA 7: RESULTADOS DA INTERFERÊNCIA DO NÍVEL DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS COM A VIOLAÇÃO COVENANTS FINANCEIROS EM T+1 .....	40
TABELA 8: RESULTADOS DOS TESTES DE MÉDIA EM RELAÇÃO AO NÍVEL DE GERENCIAMENTO COM A DIVULGAÇÃO OU NÃO DOS LIMITES DOS COVENANTS.....	43
TABELA 9: RESULTADOS DA INTERFERÊNCIA DO NÍVEL DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS NA DIVULGAÇÃO OU NÃO DOS LIMITES DOS COVENANTS FINANCEIROS.....	44

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>9</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>13</b>
2.1 CLAUSULAS RESTRITIVAS EM CONTRATOS BANCÁRIOS.....	13
2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS E <i>COVENANTS</i> .....	17
2.3 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES .....	19
<b>3 METODOLOGIA DA PESQUISA</b> .....	<b>24</b>
3.1 COLETA DE DADOS .....	24
3.2 MODELOS ECONÔMICOS PARA TESTES DAS HIPÓTESES .....	26
<b>3.2.1 Gerenciamento de resultados</b> .....	<b>26</b>
3.2.1.1 Modelo Jones Modificado (1995) .....	26
3.2.1.2 <i>Matching</i> .....	27
<b>3.2.2 Modelos da pesquisa</b> .....	<b>28</b>
<b>3.2.3 Variáveis de controle utilizadas nas equações (4) e (5)</b> .....	<b>29</b>
<b>3.2.4 Variáveis de controle utilizadas na equação (6)</b> .....	<b>31</b>
<b>4 ANÁLISE DOS DADOS</b> .....	<b>34</b>
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	34
4.2 ANÁLISE DA REGRESSÃO.....	37
<b>4.2.1 Testes de média e regressões relacionadas a hipótese <math>H_1</math></b> .....	<b>37</b>
<b>4.2.2 Testes de média e regressões relacionadas a hipótese <math>H_2</math></b> .....	<b>39</b>
<b>4.2.3 Testes de média e regressões relacionadas a hipótese <math>H_3</math></b> .....	<b>43</b>
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>47</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>49</b>

## Capítulo 1

### 1 INTRODUÇÃO

A pesquisa tem como objetivo analisar se empresas que possuem *covenants* financeiros apresentam menor nível de gerenciamento de resultados do que as empresas que não possuem *covenants* financeiros, analisando também, se as empresas que possuem *covenants* financeiros apresentam maior nível de gerenciamento de resultados um ano antes da violação de um *covenant* financeiro do que as empresas que têm *covenants* financeiros e não violaram os limites em t+1 e, evidenciar se as companhias com maior nível de gerenciamento de resultados têm menor probabilidade de divulgar os limites de *covenants* financeiros do que as empresas que divulgaram os limites.

Segundo Comitê de Pronunciamento Contábeis (CPC) 00 (R1) – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro (2011), considera que, a omissão de uma informação relevante pode influenciar nas decisões dos usuários e, no CPC 26 (R1) - Apresentação das Demonstrações Contábeis (2011), as companhias devem divulgar informações adicionais para que os usuários compreendam o impacto de determinadas transações sobre a posição financeira e patrimonial da entidade.

A pesquisa justifica-se pelo fato das companhias serem obrigadas a divulgarem informações sobre os *covenants* somente na violação do limite estabelecido (CPC 26 (R1)), utilizando dessa não obrigação de divulgar os *covenants* antes de uma violação para omitirem informações fundamentais para o mercado quando estão próximas de violar os *covenants* financeiros (Press & Weintrop, 1991). Já o recente OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº 3/2019 cita que

devem ser informadas as cláusulas restritivas (*covenants*) acompanhadas com os respectivos índices nas notas explicativas a partir de 2019 das companhias de capital aberto, ficando sujeitas as penalidades impostas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O *covenant* é uma cláusula em benefício do credor de forma explícita no contrato (Demerjian, 2017). Caracterizado por um pacto de algum contrato de dívida preservando os interesses dos credores (Borges, 1999), onde os *covenants* financeiros estabelecem algumas medidas contábeis para o tomador manter, visando demonstrar a saúde financeira da empresa (Prilmeier, 2017).

Semutuírio não cumprir o acordo, o(s) credor (es) obtêm o direito de acelerar a dívida (Borges, 1999; Prilmeier, 2017), aumentando as taxas de juros nos empréstimos num possível reperfilamento da dívida (Press & Weintrop, 1991; Beneish & Press, 1993; Kim, Lei & Pevzner, 2009), exigindo novas garantias (Press & Weintrop, 1991), prejudicando fluxo de caixa das empresas e até mesmo sua continuidade (Silva, 2008).

Os *covenants* afetam o nível de gerenciamento de resultados devido aos prejuízos ocasionados pelo não atendimento aos limites estabelecidos nos *covenants*, gerenciando resultados para atingir os limites estabelecidos e diminuir a exposição da companhia perante as exigências contratuais (Watts & Zimmerman, 1990; Iatridis & Kadorinis, 2009; Silva, 2008; Silva & Lopes, 2009; Franz, Hassabelanby & Lobo, 2014; Beiruth, Fávero, Murcia, Almeida & Brugni, 2017; Duarte, 2018).

Alacuna da pesquisa foi baseada nas limitações dos estudos de Demerjian e Owens (2016) e Duarte (2018) onde a maioria das companhias não divulgaram voluntariamente os limites dos *covenants* financeiros. No qual, para Morgenson

(2003), as empresas não divulgamos índices estabelecidos nos *covenants* financeiros para não repassarem aos usuários externos que estão próximas da violação do limite de um *covenant*, evitando um possível monitoramento por parte do mercado. Já Demerjian e Owens (2016), pesquisaram as medidas úteis para identificar a probabilidade de violar os limites dos *covenants* financeiros e a presente pesquisa diferencia-se do estudo de Demerjian e Owens (2016) ao estudar a relação do gerenciamento de resultados com a não divulgação dos limites dos *covenants* nas notas explicativas.

O estudo trata-se de uma pesquisa empírica abrangendo todas as companhias brasileiras não financeiras de capital aberto no período de 2010 a 2018, sendo utilizado modelo Jones Modificado (1995) para apuração dos *accruals* discricionários estimando e controlando por ano e setor e, utilizando *matching* para desenvolvimento de novas bases de dados com referência na *performance* das companhias conforme estudo desenvolvido por Kothari, Leone e Wasley (2005). Os dados foram retirados da base Economática© e as variáveis *dummies* explicativas foram retiradas das notas explicativas das companhias através do desenvolvimento de uma base própria. Para geração dos resultados, foram realizados testes de média e análises de regressão linear utilizando o Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

Os resultados encontrados evidenciam que as companhias que possuem *covenants* financeiros e não violaram os limites estabelecidos apresentaram menor nível de gerenciamento de resultados em comparação com as companhias que não possuem *covenants* financeiros e, as companhias que violaram os limites dos *covenants* financeiros apresentaram maior nível de gerenciamento de resultados no

ano anterior ao ano da violação, em comparação com as companhias que não violaram os limites dos *covenants* em T+1.

Também foi possível evidenciar que as companhias com maior nível de gerenciamento de resultados têm menor probabilidade de divulgar os limites de *covenants* em comparação com as empresas que têm *covenants* financeiros e divulgaram os limites, complementando os achados de Press e Weintrop (1991) e, Murcia e Wuerges (2011), demonstrando que os administradores estão omitindo informações fundamentais para o mercado (Murcia & Wuerges, 2011; Silva et al., 2015) realizando escolhas que influenciem o resultado para atender a determinadas exigências contratuais (DeFond & Jiambalvo, 1994).

Ao estudar a relação do gerenciamento de resultados com os *covenants* financeiros, a pesquisa apresenta uma interdisciplinaridade com outra área de conhecimento, abrangendo aspectos de Direito ao analisar as cláusulas contidas em contratos bancários para captação de recursos financeiros para as companhias.

A pesquisa também visa contribuir para o mercado financeiro fornecendo aos usuários das informações contábeis evidências que as companhias que detêm cláusulas restritivas financeiras em contratos de dívidas estão sujeitas a uma menor qualidade de ganhos quando estão próximas de violar os limites e, contribuir para os achados da literatura envolvendo o gerenciamento de resultados e *covenants*, onde existem poucos trabalhos no Brasil envolvendo estudo do *covenants*, sendo o primeiro a utilizar a técnica *Propensity Score Matching* (PSM). Além disso, tem como contribuição minimizar assimetria da informação através da revisão do CPC 26, tornando obrigatória para Sociedades Anônimas a divulgação dos limites dos *covenants* financeiros nas notas explicativas.

## Capítulo 2

### 2 REFERENCIAL TEÓRICO

#### 2.1 CLAUSULAS RESTRITIVAS EM CONTRATOS BANCÁRIOS

Os *covenants* fazem relação com a contabilidade, em consequência das cláusulas restritivas financeiras estarem habitualmente estabelecidas em números contábeis (Watts & Zimmerman, 1990), diante disso, as pesquisas relacionadas aos *covenants* no campo contábil ganham destaque devido ao fato destas cláusulas estarem inseridas por meio de indicadores financeiros em uma considerável parte dos empréstimos e financiamentos bancários contraídos pelas companhias (Beiruth & Fávero, 2016). O *covenant* é uma cláusula em benefício do credor de forma explícita no contrato para forçar a renegociação do empréstimo (Demerjian, 2017) e sua inclusão está relacionada com a falta de informações relevantes sobre o tomador durante a contratação inicial do empréstimo (Prilmeier, 2017).

Os acordos financeiros monitoram os conflitos de interesses entre as instituições financeiras e os devedores por meio de dois mecanismos: *covenants* de capital responsável por controlar os problemas de agência impondo restrições à estrutura de capital e os *covenants* de desempenho avaliando a *performance* das companhias (Christensen & Nikolaev, (2012). Os contratos de dívidas desempenham papel importante no contexto dos conflitos de interesses, sendo evidenciado no mercado Japonês uma relação entre a inclusão de cláusulas contábeis e as taxas de juros, onde para se protegerem, os credores incluem cláusulas contábeis restritivas ou elevam a taxa de juros do empréstimo para controlarem a maximização do valor da companhia (Inamura, 2009).

A literatura contratual sugere que os *covenants* financeiros desempenham um papel fundamental nas atividades de monitoramento dos credores (Prilmeier, 2017), onde a maioria *covenants* consiste em restrições de investimento e financiamento numa possível renegociação (Beneish & Press, 1993). A escolha de cláusulas restritivas transmite informações privadas aos credores sobre o desempenho futuro dos mutuários, diminuindo o nível de assimetria da informação (Demiroglu & James, 2010).

Apresentamos no quadro abaixo os principais resultados abordados na pesquisa de Beiruth e Fávero (2016) acerca do tema em evidência:

<b>Autores</b>	<b>Ano</b>	<b>Tema relacionado</b>	<b>Principais resultados</b>
Smith e Warner	1979	Efeitos das cláusulas restritivas nos contratos	Identificação de quatro principais tipos de restrições contratuais: 1) cláusulas de ativo; 2) cláusulas de dividendos; 3) cláusulas de financiamento; 4) cláusulas sobre o pagamento e mostraram que estas cláusulas tem o poder de reduzir em parte a assimetria de informações e conflitos de interesses existentes entre as partes.
Costello	2011	Controles Internos e <i>covenants</i>	Empresas com controles internos fracos estão sujeitas a uma menor quantidade de <i>covenants</i> financeiros e baseado em indicadores por parte dos credores.
Bradley e Roberts	2004	<i>Covenants</i> e crise financeira	Empréstimos feitos durante períodos de depressão do mercado estão mais sujeitos a conter <i>covenants</i> restritivos, por conta do maior risco de mercado.
Zhang e Zhou	2013	<i>Covenants</i> e conflito de agência	<i>Covenants</i> são empregados ex-ante a fim de mitigar potenciais conflitos entre acionistas e credores. Cláusulas restritivas também beneficiam os acionistas, reduzindo os seus custos de empréstimos, que são relacionados a conflitos de agência.
Beatty, Weber e Yu	2008	<i>Covenants</i> e conflito de agência	Custos de agência são suscetíveis de serem maiores quando o empréstimo tem mais <i>covenants</i> , é de prazo longo, é maior relação ao tamanho da empresa.
Graham et al.	2008	Republicação de Balanços	Empresas que republicaram as informações contábeis acabaram por ter <i>covenants</i> adicionais nos contratos de dívida posteriores a republicação.
Beatty, Ramesh e Weber	2002	<i>Covenants</i> e Flexibilidade Contábil	Devedores estão dispostos a pagar taxas de juros substancialmente mais elevadas para manter a flexibilidade contábil. O spread nos empréstimos que excluem mudanças contábeis voluntárias é de 84 pontos-base menor do que para aqueles que incluem essas mudanças.
Christensen e Nikolaev	2012	Classificação de <i>Covenants</i>	Classificação em duas categorias, “capital <i>covenants</i> ” e “performance <i>covenants</i> ”. Capital

		Financeiros	<i>covenants</i> controlam os problemas de agência e performance <i>covenants</i> são formuladas em termos de indicadores de eficiência.
Demerjian	2014	Incerteza e <i>Covenants</i> Financeiros	A incerteza do recebimento pode ser destacada como a principal razão para o qual são delineados os <i>covenants</i> financeiros. A média de <i>covenants</i> financeiros é de 2,5 por contrato e que apenas um pequeno percentual de contratos possui mais do que 4 <i>covenants</i> financeiros.
Ball, Hail e Vasvari	2011	<i>Covenants</i> e Títulos no mercado americano	Empresas estrangeiras listadas nas bolsas de valores americanas conseguem reduzir em 45 pontos base o <i>yield</i> pago nos contratos de dívida.
Smith e Warner	1979	Grupos de <i>Covenants</i>	Três grupos principais de <i>covenants</i> . O primeiro grupo limita o pagamento de dividendos e recompra de ações, o segundo limita a quantidade de financiamentos e outros tipos de dívidas e o terceiro grupo busca restringir a política de investimentos.
Billett, King e Mauer	2007	Características do contrato e quantidade de <i>covenants</i>	Menor quantidade de <i>covenants</i> quando a dívida era conversível, quando a maturidade da dívida é longa ou quando o emissor é regulado e uma maior quantidade de <i>covenants</i> quando os emissores têm baixo <i>rating</i> e a dívida não tem prioridade no recebimento.

Quadro 1: principais resultados sobre o tema  
Fonte: Beiruth e Favero (2016)

Na Austrália, Mather e Peirson (2006) fizeram comparação dos *covenants* nos contratos de dívida privada com dívida pública, evidenciando que os contratos de dívida privada têm número médio de 3,5 *covenants* financeiros por contrato bem superior aos de dívidas pública com média de 1,5 por contrato, sendo os acordos de cobertura de juros, restrições no passivo e patrimônio líquido mínimo os mais utilizados nos contratos de empréstimos bancários, sendo as cláusulas dos contratos de dívida privada mais restritivas do que as cláusulas dos contratos de dívida pública.

Segundo Nini et al. (2009) os *covenants* financeiros são agrupados em seis categorias: endividamento no balanço, cobertura, endividamento no fluxo de caixa, liquidez, patrimônio líquido e *covenants* de EBITDA. Já Prilmeier (2017) através da amostra de 7.924 empréstimos extraídos da base DealScan de empresas americanas, identificou vários tipos de *covenants*, com destaque aos *covenants*

financeiros relacionados ao endividamento, cobertura, capacidade de pagamento e EBITDA.

Através da análise das notas explicativas das companhias brasileiras de capital aberto no período de 2012 a 2016, Duarte (2018) identificouos principais indicadores financeiros de monitoramento, com destaque para o EBITDA,sendo comparado com a Receita Líquida, Dívida Líquida, Despesa Financeira e Cobertura da Dívida compondo as cláusulas restritivas financeiras conforme tabela 2 abaixo (Duarte, 2018).

**TABELA1: PRINCIPAIS COVENANTS FINANCEIROS DE DÍVIDAS UTILIZADOS NO BRASIL**

<b>Índice presente nos Covenants</b>	<b>Fórmula de cálculo</b>
Margem Ebitda	$\frac{EBITDA}{RECEITA LÍQUIDA}$
Dívida Líquida e Ebtida	$\frac{DÍVIDA LÍQUIDA}{EBITDA}$
Ebitda e Despesa Financeira	$\frac{EBITDA}{DESPEA FINANCEIRA}$
Índice de corbetura do serviço da dívida (icsd)	$\frac{EBITDA}{PASSIVO CP}$

Fonte: Duarte (2018)

Além das tradicionais garantias exigidas na captação de recursos financeiros, devem sempre utilizar outros instrumentos de garantias, entre eles, os *covenants*, visando maior monitoramento do fluxo de caixa das companhias (Borges,1999).Estudos mostram que os credores usam ativamente esses direitos de controle para proteger seus interesses e que a presença de *covenants* está associada a taxas de juros mais baixas na captação de recursos (Demiroglu & James, 2010; Bradley & Roberts, 2015; Prilmeier, 2017).

## 2.2.GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS E COVENANTS

O modelo econométrico da Jones (1991) foi ajustado para mensuração dos *accruals* discricionários incluindo a variação dos recebíveis ficando modelo conhecido como Jones Modificado, resultando no importante controle do nível de gerenciamento resultados das companhias(Dechow et al., 1995).A literatura relacionada à qualidade de resultados foi revisada por Dechow et al. (2010) com abordagem de definir a sua importância em qualquer tomada de decisão, identificando a proxy em 300 estudos, organizando em três grandes categorias: propriedades dos lucros, capacidade de resposta dos investidores e indicadores externos de distorção dos ganhos.

Os fatores do ambiente econômico na elaboração de relatórios financeiros sujeitos a investigação de gerenciamento de resultados no mercado brasileiro após adoção do IFRS, demonstrando as três principais categorias utilizadas como proxies para a qualidade dos relatórios financeiros: persistência do lucro, magnitude dos *accruals* e suavidade dos lucros (Rosa & Tiras, 2013).

Os contratos de dívidas de uma empresa influenciam nas escolhas contábeis, onde os tomadores de empréstimos realizam mudanças nos métodos contábeis para aumentarem a renda quando os contratos flexibiliza tais mudanças (Beatty & Weber, 2003).

As empresas estão dispostas a pagar juros relativamente mais altos para manter a flexibilidade contábil através de mudanças voluntárias, onde os gestores usufruem dessa flexibilidade para realizarem escolhas que revertam numa possível quebra de cláusulas restritiva (Beatty, Ramesh, & Weber, 2002).Já as companhias brasileiras de capital aberto praticam escolhas contábeis através da manipulação

das despesas operacionais visando evitar a divulgação de resultados negativos para o mercado (Reis, Lamounier, & Bressan, 2013).

As companhias gerenciam resultados nos trimestres durante, antes e após a violação do *covenant* para evitar a quebra de cláusulas restritivas financeiras (Trevor, Umar, & Sudipto, 2014). Já Jha (2013) evidenciou que o uso de dados anuais para examinar o gerenciamento de resultados em torno de violações de cláusulas é problemático, demonstrando que os gerentes manipulam os ganhos para cima nos trimestres que levam a uma violação, mas para baixo no trimestre com a violação e enquanto a empresa permanece em violação, sugerindo ainda, que as empresas que estão em dificuldades financeiras gerenciam os lucros para baixo antes de uma violação e as empresas que não estão em dificuldades gerenciam os lucros para cima para evitar a violação de *covenant* de dívida.

As empresas mais conservadoras em suas escolhas contábeis tem menos probabilidade de violar os acordos estabelecidos nos contratos bancários (Zhang, 2008) e, geralmente conseguem taxa de juros mais baixos nas captações (Reisel, 2014), no qual Kim, Lei e Pevzner (2009) encontraram maior nível de gerenciamento de resultados reais em empresas com finalidade de evitar as violações de *covenants* de dívida com restrições fortes.

A qualidade de lucros diminui com elevação dos níveis de endividamento, considerando que a probabilidade de violar um *covenant* de dívida é alta com altos níveis de endividamento bancário (Ghosh & Moon, 2010), onde Costa, Matte e Monte-Mor (2018) indicam que a qualidade de lucros possui relação não linear e côncava com a dívida, verificando também que a relação não linear entre o volume de endividamento e qualidade de lucros está relacionada com dívidas com vencimentos em longo prazo. A relação do nível de gerenciamento de resultados

com o custo da dívida foi investigada por Nardi e Nakão (2008), identificando para uma relação unidirecional em que o custo da dívida é influenciado positivamente pelo gerenciamento de resultados.

Na revisão da literatura brasileira em torno do tema gerenciamento de resultados, Martinez (2013) identificou três conjuntos de incentivos que estimulam o gerenciamento, entre eles, para cumprir termos contratuais, onde as empresas que enfrentam graves problemas de agência têm maior probabilidade de ter cláusulas restritivas em contratos (Reisel, 2014), sendo uma das preocupações dos gestores as violações das cláusulas restritivas devido exposição da companhia (Iatridis & Kadorinis, 2009; Silva, 2008; Silva & Lopes, 2009; Duarte, 2018).

## 2.3 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

No modo geral, as pesquisas de gerenciamento de resultados dentro do contexto brasileiro aborda o incentivo da discricionariedade dos gestores, mas, há alguns incentivos que levam a situações diferentes, entre eles, o monitoramento por parte mercado financeiro e capitais (Paulo, 2007), onde abordamos a primeira hipótese da pesquisa mensurada pelo primeiro modelo econométrico influenciando negativamente no nível de gerenciamento de resultados:

$H_1$ : Empresas que possuem *covenants* financeiros e não violaram os limites apresentam menor nível de gerenciamentos de resultados do que as empresas que não possuem *covenants* financeiros.

O monitoramento das instituições financeiras por meio dos *covenants* financeiros pode inibir através da diminuição da assimetria da informação que os gestores realizem escolhas para melhorar a qualidade dos ganhos (Bushman &

Smith, 2001; Paulo, 2007) e, de acordo com Baioco, Almeida e Rodrigues (2013) as companhias reguladas apresentam menor nível de gerenciamento de resultados.

A relação do monitoramento das instituições financeiras com o nível de gerenciamento de resultado das companhias tomadoras de empréstimos foi pesquisada por Ahn e Choi (2009), evidenciando através do tamanho do empréstimo bancário e porte do banco uma relação negativa do monitoramento com gerenciamento de resultado.

Baseado no CPC 26 (R1) - Apresentação das Demonstrações Contábeis (2011), as entidades que violarem um acordo contratual (*covenant*) deverá reclassificar no passivo circulante a dívida dessa operação prejudicando a exposição patrimonial/financeira das empresas e, diante do exposto, foi abordada a segunda hipótese da pesquisa:

$H_2$ : Empresas que possuem *covenants* financeiros apresentam maior nível de gerenciamentos de resultados um ano antes da violação de um *covenant* financeiro.

Pesquisas anteriores envolvendo gerenciamento de resultados e *covenants* evidenciaram que os gestores gerenciam resultados quando da proximidade de violar os limites estabelecidos nos *covenants* de dívida, influenciados pelas penalidades impostas (Watts & Zimmerman, 1990; Press & Weintrop, 1991; Sweeney, 1994; DeFond & Jiambalvo, 1994; Dichev & Skinner, 2002; Bikki & Lee, 2002; Zhang, 2008; Kim, 2009; Kim, Lei, & Pevzner, 2009; Franz, Hassabelanby, & Lobo, 2014; Duarte, 2018).

Caso o mutuário não cumpra o acordo, o(s) credor(es) obtêm o direito de acelerar a dívida (Borges, 1999; Prilmeier, 2017), aumentando as taxas de juros nos empréstimos num possível reperfilamento da dívida (Press & Weintrop, 1991;

Beneish & Press, 1993; Kim, Lei, & Pevzner, 2009), exigir novas garantias (Press & Weintrop, 1991), prejudicando fluxo de caixa das empresas e até mesmo sua continuidade (Silva, 2008), sendo os custos de reestruturação da dívida representando em média 0,37% do valor de mercado das ações da companhia (Beneish & Press, 1993).

Segundo Comitê de Pronunciamento Contábeis (CPC) 00 (R1) – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro (2011), considera a omissão de uma informação relevante pode influenciar nas decisões dos usuários e no CPC 26 (R1) - Apresentação das Demonstrações Contábeis (2011), as companhias devem divulgar informações adicionais para que os usuários compreendam o impacto de determinadas transações sobre a posição financeira e patrimonial da entidade.

Baseado no OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP Nº 01/2007, é obrigatória a divulgação nas notas explicativas das companhias de capital aberto as informações referente às cláusulas de *covenants*, já no recente OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº 3/2019 cita que devem ser informadas nas notas explicativas das companhias de capital aberto as cláusulas restritivas (*covenants*) acompanhadas com os respectivos índices.

Os detalhes da maioria dos convênios são mantidos entre uma empresa e seu banco, sendo necessário que as empresas incluíssem em seus relatórios trimestrais as especificidades de seus acordos, sua posição sobre cada medida e os riscos de descumprimento para conhecimento do mercado (Morgenson, 2003). O nível de divulgação dos *covenants* com a proximidade de violação das cláusulas foi estudado por Press e Weintrop (1991), encontrando evidências de que as empresas que não divulgaram as cláusulas restritivas nas notas explicativas estão mais

próximas de violar os limites das cláusulas restritivas financeira sem comparação com as empresas que divulgaram voluntariamente os limites das cláusulas restritivas financeiras, entendendo que, as companhias que omitiram informações para o mercado estão mais próximas de quebrar os índices dos *covenants* e conseqüentemente com maior probabilidade de gerenciar resultados.

Diante disso, surge à terceira hipótese da pesquisa, onde as empresas com maior nível de gerenciamento de resultado tende a não divulgar os respectivos limites dos *covenants* financeiros, influenciando negativamente na divulgação dos limites, mensurado através da terceira equação onde a variável “Divulga limite” encontra-se como dependente:

$H_3$ :Empresas com maior nível de gerenciamento de resultados têm menor probabilidade de divulgar os limites dos *covenants* financeiros.

Para reforçar a terceira hipótese, Murcia e Wuerges (2011) evidenciaram a relação entre o nível de divulgação voluntária com o nível de gerenciamento de resultados das companhias brasileiras de capital aberto, onde a elevação no *disclosure* econômico diminui o nível de *accruals* discricionários e, as companhias brasileiras com menor número de requisitos divulgados perante CPC 29 apresentaram indícios de maior gerenciamento de resultados (Silva et al., 2015).

A divulgação voluntária diminui a exposição dos investidores deliberarem decisões erradas na alocação de seus recursos (Bushman & Smith, 2001), onde Kin, Ramos e Rogo (2017) evidenciaram maior nível de gerenciamento de resultados nas empresas em que os gestores utilizam de divulgações mais complexas nas notas explicativas para encobrir informações relevantes e influenciar na compreensão dos investidores.

Por meio da pesquisa de Rezaee e Tuo (2019), foi evidenciada uma correlação negativa entre a quantidade de informações divulgadas sobre a sustentabilidade e a qualidade de lucros discricionários, demonstrando que as companhias com maior nível de gerenciamento de resultados tendem a divulgar menos informações, já Riahi e Arab (2011) identificaram nas companhias de capital aberto da Tunísia relação negativa do gerenciamento de resultados com divulgação de informações relacionadas aos desempenhos financeiros.

Uma abordagem metódica para divulgação de informações sobre *covenants* nas demonstrações financeiras foi estudada por Kuvaldina (2015), evidenciando que as características qualitativas e quantitativas dos *covenants* influenciarão na tomada decisão minimizando os riscos, sugerindo algumas informações dos *covenants* a serem divulgadas nas demonstrações financeiras, entre elas, os índices estabelecidos como limite máximo.

## Capítulo 3

### 3.METODOLOGIA DA PESQUISA

#### 3.1.COLETA DE DADOS

Para realização do estudo, foi considerado como universo da amostra as companhias brasileiras não financeiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa, abrangendo período de 2010a 2018, onde no ano de 2010 ocorreu adoção das IFRS por parte das empresas brasileiras, elevando no número de *covenants* financeiros (Beiruth et al., 2018), utilizando amostra final de 190 empresas de 10 setores conforme classificação Setor Econômico Bovespa compondo 1.288 observações em painel desbalanceado conforme Tabela 2. A pesquisa foi realizada no Brasil levando em consideração que os gestores brasileiros têm mais liberdade para gerenciar resultados devido menor monitoramento por parte do mercado.

**TABELA 2 –PROCESSO DE SELEÇÃO AMOSTRAL**

	<b>Nº Obs. retiradas</b>	<b>Nº. Obs.</b>
Total de observações baixadas daEconômica©	-----	5.345
Exclusão das instituições financeiras, fundos e outros.	2.277	3.068
Eliminação das observações onde não foram localizadas nas Demonstrações Financeiras auditadas	533	2.535
Retirando as empresas que não informaram se têm ou não <i>covenants</i>	656	1.879
Retirando as empresas que não possuem dívidas	19	1.860
Retirando as empresas que possuem dívidas bancárias só de curto prazo	51	1.809
Eliminação das observações faltantes para a variável de controle ROA	263	1.546
Eliminação dos setores/anos com menos de 10 observações.	258	1.288
<b>Total de observações consideradas</b>		<b>1.288</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

Foram desconsideradas as companhias que só possuem dívidas de curto prazo levando em considerando que as empresas com empréstimos e financiamentos classificados no longo prazo estão mais vulneráveis as cláusulas restritivas (Silva, 2008). Foram eliminados os setores/anos com menos de 10 observações devidos *accruals* discricionários estimados por ano/setor.

Foram desconsideradas as observações que violaram os limites dos *covenants* financeiros para primeira e terceira hipóteses da pesquisa, totalizando 206 observações eliminadas, levando em consideração que os gestores das empresas que violaram os limites dos *covenants* financeiros não possuem incentivos para gerenciar os lucros e são obrigados perante o CPC 26 a divulgarem essa violação nas notas explicativas, ficando a base de dados em 1.082 observações.

Para segunda hipótese foram desconsideradas as observações do ano de 2018 uma vez que, devido período de desenvolvimento da pesquisa, não foi possível analisar o ano de 2019 para verificar se as empresas violaram ou não os limites, totalizando em 278 observações eliminadas, ficando a base de dados com 1.010 observações.

Sobre a coleta de dados, foi necessário desenvolvimento de uma base própria de dados, através da leitura das notas explicativas coletadas junto ao site BM&FBOVESPA e site das companhias na página direcionada ao relacionamento com investidores, utilizando as palavras chaves: “*covenants*”, “cláusulas”, “restritivas”, “convênios” e “índices”; para identificação das notas explicativas relacionadas aos *covenants*, verificando se as companhias informaram ou não se tinham *covenants*, se possuíam *covenants* financeiros ou não financeiros, se divulgaram os respectivos limites e se violaram algum limite no respectivo ano/observação.

## 3.2 MODELO ECONOMÉTRICO PARA TESTES DAS HIPÓTESES

### 3.2.1 Gerenciamento de resultados

Para análise dos resultados foi utilizada regressão linear com dados em painel, sendo utilizado modelo Jones Modificado (1995) para apuração dos *accruals* discricionários estimando e controlando por ano e setor de forma absoluta e, utilizando *matching* para desenvolvimento de uma nova base de dados com referência na *performance* das companhias visando eliminar a interferência do desempenho nas decisões das companhias conforme estudo desenvolvido por Kothari et al. (2005).

#### 3.2.1.1 Modelo Jones Modificado (1995)

Jones (1991) desenvolveu modelo econométrico para detectar o nível de gerenciamento de resultados, evidenciando que os gestores realizam escolhas contábeis visando elevação da receita em períodos de investigação, mensurando os *accruals* discricionários totais. De acordo com Dechow, Sloan e Sweeney (1995) o modelo modificado de Jones foi elaborado com finalidade de eliminar as inclinações previstas do modelo de Jones (1991) para mensurar os *accruals* discricionários com erro, incluindo a variação do contas a receber conforme equação abaixo:

$$AT_{it} = \beta_1 \frac{1}{Ativo_{t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Rec_{it} - \Delta C.Receb_{it})}{Ativo_{t-1}} + \beta_3 \frac{Imob_{it}}{Ativo_{t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde:

**AT<sub>it</sub>**: são os *accruals* totais da empresa i no período t. Para esse cálculo, foram as seguintes variáveis do sistema Economatica©: Lucro líquido menos fluxo de caixa operacional dividido pelo ativo total.

**ΔRec<sub>it</sub>**: é a variação da receita líquida na empresa i entre os períodos t - 1 e t;

**ΔC.Receb<sub>it</sub>**: é a variação das contas a receber da empresa i entre os períodos t - 1 e t;

**Imob<sub>it</sub>**: corresponde ao imobilizado da empresa i no período t;

**Ativo<sub>t-1</sub>**: corresponde ao ativo total da empresa i no período t;

**ε<sub>t-1</sub>**: é o termo de erro da empresa i no período t.

Após esse cálculo, os *accruals* não discricionários são mensurados pela equação:

$$AND_{it} = \beta_1 \frac{1}{Ativo_{t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Rec_{it} - \Delta C.Rec_{it})}{Ativo_{t-1}} + \beta_3 \frac{Imob_{it}}{Ativo_{t-1}} \quad (2)$$

Onde:

**AND<sub>it</sub>**: são os *accruals* não discricionários da empresa i no período t;

**ΔRec<sub>it</sub>**: é a variação da receita líquida na empresa i entre os períodos t -1 e t;

**ΔC.Receb<sub>it</sub>**: é a variação das contas a receber da empresa i entre os períodos t -1 e t;

**Imob<sub>it</sub>**: corresponde ao imobilizado da empresa i no período t;

**Ativo<sub>t-1</sub>**: corresponde ao ativo total da empresa i no período t;

A etapa final consiste em mensurar o nível de gerenciamento de resultados, sendo a diferença dos resultados encontrados nas equações (1) e (2), conforme equação abaixo:

$$AD_{it} = AT_{it} - AND_{it} \quad (3)$$

Onde:

**AD<sub>it</sub>**: são os *accruals* discricionários da empresa i no período;

**AT<sub>it</sub>**: são os *accruals* totais da empresa i no período t;

**AND<sub>it</sub>**: são os *accruals* não discricionários da empresa i no período t.

### 3.2.1.2 Matching

Foi utilizado a técnica *Propensity Score Matching* (PSM) do programa estatístico Stata para estimar os efeitos médios do tratamento (ATEs) com referência na *performance* das companhias para desenvolvimento de novas bases de dados conforme estudo desenvolvido por Kothari, Leone e Wasley (2005). Para as observações da hipótese  $H_1$  foi utilizada a variável de tratamento “*covenants financeiros*”, sendo (1) para as companhias que possuíam *covenants financeiros* e

(0) para aquelas que não possuíam *covenants* financeiros, resultando numa amostra de 283 observações em painel desbalanceado.

Já para observações da hipótese  $H_2$  foi utilizada variável de tratamento “violaram os limites”, sendo (1) para as companhias que violaram os limites dos *covenants* financeiros no respectivo ano e (0) para os anos que não houve violação de limites, resultando numa amostra de 280 observações em painel desbalanceado e por fim, para observações da hipótese  $H_3$  foi utilizada variável de tratamento “divulgam os limites”, sendo (1) para as companhias que divulgaram os limites dos *covenants* financeiros no respectivo ano e (0) para os anos que não houve divulgação dos limites dos *covenants* financeiros, derivando numa amostra de 310 observações em painel desbalanceado.

### 3.2.2 Modelos da Pesquisa

Após a identificação dos níveis de gerenciamento de resultado, foram utilizados os modelos de regressão abaixo para testar as hipóteses da pesquisa. Para hipótese  $H_1$  foi mensurado o nível de gerenciamento das empresas que têm *covenants* e não violaram os limites para comparação com o nível de gerenciamento de resultados das empresas que informaram não possuir *covenants* financeiros, sendo utilizada a equação (4) abaixo, esperando que o coeficiente  $\beta_1$  da variável explicativa *QTNQ* seja negativo:

$$|GR|_{it} = \beta_0 + \beta_1 QTNQ_{it} + \sum_k \beta_k Controles_{it}^k + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde:

$QTNQ_{it}$  é uma variável *dummy* assumindo o valor 1 se a empresa  $i$  tem *covenants* financeiros e não violaram os limites no ano  $t$ ; e 0 se disse que não tem *covenants* financeiros.

Para hipótese  $H_2$  foi mensurado o nível de gerenciamento um ano antes das empresas que possuem cláusulas restritivas financeiras e quebraram o limite de um *covenant* financeiro, esperando relação positiva do coeficiente  $\beta_1$  da hipótese  $H_2$  com a variável dependente explicável  $|GR|$  utilizando a equação (5) abaixo:

$$|GR|_{it} = \beta_0 + \beta_1 QTQ_{it+1} + \sum_k \beta_k Contoles_{it}^k + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Onde:

$QTQ_{it}$  é uma variável *dummy* assumindo o valor 1 se a empresa  $i$  tem *covenants* financeiros e quebrou no ano  $t + 1$ ; 0 se tem *covenants* financeiros e não violou os limites no ano  $t + 1$ .

Foi utilizado modelo *logit* para estimação da equação (6) para testar  $H_3$  da pesquisa, manuseando a variável *dummy*  $Divulga\ limite_{it}$  como variável binária, evidenciando que o nível de gerenciamento de resultados influencia na divulgação ou não dos respectivos limites dos índices, esperando que o coeficiente  $\beta_1$  da variável explicativa  $|GR|$  seja negativo com a variável dependente  $Divulga\ limite_{it}$ :

$$Divulga\ limite_{it} = \beta_0 + \beta_1 |GR|_{it} + \sum_k \beta_k Contoles_{it}^k + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Onde:

$Divulga\ limite_{it}$  é uma variável *dummy* assumindo o valor 1 se a empresa  $i$  tem *covenants* financeiros e divulgou os limites no ano  $t$ ; 0 se tem *covenants* financeiros e não divulgou os limites no ano  $t$ .

### 3.2.3. Variáveis de controle utilizadas nas equações (4) e (5).

A variável de controle **TAM**, calcula o tamanho das companhias através do logaritmo natural do valor total do ativo, medido em reais. Segundo Nardi e Nakão (2009), espera-se que empresas maiores tenham menos incentivos ao

gerenciamento de resultados devido custo da exposição, possuindo menos exibição de *accruals*.

A variável de controle **IDADE**, coletada através de dados disponíveis na BM&FBOVESPA, calcula o tempo de fundação das companhias até o ano de observação. Segundo Gu, Lee e Rosett (2005) espera-se que as companhias mais antigas tenham menos oscilação nos *accruals*. A variável de controle **BTD** (Book Tax Difference) mensurado pela fórmula  $((\text{Lucro Contábil} - \text{Lucro Tributário}) / \text{Ativo Total})$ , estima a desigualdade entre o lucro contábil menos o lucro tributário, ambos na DRE, dividido pelo valor total do ativo das companhias. Segundo Ferreira et al. (2012), quanto maior for o valor do BTD, maior será o nível de *accruals* discricionários.

A variável de controle **ALA** (alavancagem) é calculada através da divisão do passivo exigível pelo patrimônio líquido da empresa. Gu, Lee e Rosett (2005) usaram a variável alavancagem como variável de controle para gerenciamento de resultados e encontraram relação positiva entre elas, sugerindo que o uso do resultado no contrato de dívidas induz o gestor a exercer mais discricção contábil. **END**, nível de endividamento total, sendo calculada pelo logaritmo natural da divisão do ativo total pelo passivo total. Para Watts e Zimmerman (1990), empresas mais endividadas apresentem maior nível de *accruals*.

**CRESC**, o crescimento, sendo uma variável de controle demonstrada pelo ativo total do ano anterior subtraindo o ativo total do ano atual e dividido pelo ativo total do ano anterior. Gu et al. (2005), esperam que companhias em crescimento, medido por meio do ativo, tenham maior nível de *accruals*.

Variável	Sinal Esperado	Descrição das Variáveis	Fonte	Literatura
Variável Explicada				
$ GR $		<i>Gerenciamento de Resultados</i>	Economática©	Dechow et al. (1995)
Variáveis Explicativas				
$QTNQ_{it}$	(+)	<i>Dummy covenants</i> , sendo 1 possui e não quebrou e 0 quem não tem.	Notas Explicativas	
$QTQ_{t+1}$	(+)	<i>Dummy covenants</i> , sendo 1 possui e quebrou em $t + 1$	Notas Explicativas	
Variáveis de controle –Empresa				
$TAM$	(-)	Tamanho da empresa	Economática©	Nardi e Nião (2009)
$IDADE$	(-)	Tempo de fundação	Economática©	Gu, Lee e Rosett (2005)
$BTD$	(+)	<i>Book Tax Differences</i>	Economática©	Ferreira et al., (2012)
$ALA$	(+)	Alavancagem	Economática©	Gu, Lee e Rosett (2005)
$END$	(+)	Nível de endividamento em logaritmo	Economática©	Watts e Zimmerman (1990)
$CRESC$	(+)	Crescimento	Economática©	Gu et al. (2005)

Quadro 2: variáveis utilizadas nas equações (4) e (5)  
 Fonte: Adaptado de Nardi e Nakão (2009)

### 3.2.4. Variáveis de controle utilizadas na equação (6)

A variável de controle  $TAM$ , o tamanho das companhias, foi calculada através do logaritmo natural do valor total do ativo. Companhias de grande porte tendem a divulgar mais informações para o mercado do que a companhias de menor porte, portanto, espera-se relação positiva do tamanho da empresa com nível de *disclosure* (Rover, Tomazzia, Murcia, & Borba, 2012). A variável de controle  $ALA$ , alavancagem, foi calculada através da divisão do passivo exigível pelo patrimônio líquido da empresa. Para Murcia e Wuerges (2011) e Klann e Beuren (2011), quanto maior o

nível de alavancagem das empresas maior o nível de *disclosure*, sendo o grau de alavancagem um atrativo para os acionistas.

A variável de controle *dummyISE* é o Índice de Sustentabilidade Empresarial desenvolvido pela BM&FBovespa visando reconhecer as empresas pelo envolvimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial (Coelho, Ott, Pires & Alves, 2013). Foi considerado (1) para as companhias participantes das carteiras de cada ano e (0) caso contrário. A variável **CPC 26** é uma *dummy* para o período após aprovação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC 26) para adoção pelas companhias *i* no período *t*, considerando-se o valor de (1) para os anos de 2012 até 2018 e (0) do contrário. Segundo Consoni, Colauto e Lima (2017), as companhias brasileiras tendem a divulgar mais informações com adoção das Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS).

As companhias brasileiras com ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) tende a divulgar mais informações para os investidores (Masullo e Lemme, 2005), sendo necessária a inclusão da variável *dummy ADR* (*American Depositary Receipt*), considerando (1) para as companhias com ADR e (0) caso contrário. **END**, o nível de endividamento total, foi calculado pelo logaritmo natural da divisão do ativo total passivo total. Segundo Murcia e Wuerges (2011), espera-se que companhias mais endividadas tenham menor probabilidade de divulgar mais informações para o mercado.

A variável categórica do nível de governança corporativa (**NGC**) classificando as companhias conforme os níveis estabelecidos pela BM&FBovespa. De acordo com Murcia e Wuerges (2011), as companhias classificadas nos níveis de governança corporativa tende a apresentar menor nível de gerenciamento de resultados e divulgar mais informações para o mercado.

A variável de controle **IDADE**coletada através de dados disponíveis na BM&FBOVESPA calcula o tempo de fundação das companhias até o ano de observação. De acordo com Hossain e Hammami (2009) empresas mais antiga tendem a divulgar mais informações voluntárias para o mercado. **ROA**, o retorno sobre ativo total, é calculado pela divisão do lucro líquido pelo ativo total do exercício anterior. Para Klapper e Love (2004), as empresas que apresentem melhor rentabilidade tenham maior nível de governança corporativa e conseqüentemente maior nível de disclosure.

Variável	Sinal Esperado	Descrição das Variáveis	Fonte	Literatura
Variável Explicada				
<i>Divulga limite<sub>it</sub></i>		<i>Dummy</i> de divulgar os limites dos <i>covenants</i> , sendo 1 Divulga	Notas Explicativas	-----
Variáveis Explicativas				
<i> GR </i>	(-)	<i>Gerenciamento de Resultados</i>	Economática©	Dechow et al. (1995)
Variáveis de controle –Empresa				
<i>TAM</i>	(+)	Tamanho da empresa	Economática©	Nardi e Nião (2009)
<i>ALA</i>	(+)	Alavancagem	Economática©	Klann e Beuren (2011)
<i>ISE</i>	(+)	Índice de Sustentabilidade Empresarial	BM&FBovespa	Coelho, Ott, Pires e Alves (2013)
<i>CPC 26</i>	(+)	Comitê de Pronunciamentos Contábeis CPC 26	Site <a href="http://www.cpc.org.br">www.cpc.org.br</a>	Consoni, Colauto e Lima (2017)
<i>ADR</i>	(+)	Internacionalização	BM&FBovespa	Masullo e Lemme (2005)
<i>END</i>	(-)	Nível de endividamento em logarítimo	Economática©	Murcia e Wuerges (2011)
<i>NGC</i>	(+)	Nível de Governança Corporativa	BM&FBovespa	Murcia e Wuerges (2011)
<i>IDADE</i>	(+)	Tempo de fundação	Economática©	Gu, Lee e Rosett (2005)
<i>ROA</i>	(+)	Retorno sobre Ativo Total	Economática©	Klapper e Love (2004)

Quadro 3: variáveis utilizadas na equação (6) modelo Logit  
Fonte: Adaptado de Nardi e Nakão (2009)

## Capítulo 4

### 4. ANÁLISE DOS DADOS

#### 4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A pesquisa tem como objetivo analisar se empresas que possuem *covenants* financeiros apresentam menor nível de gerenciamento de resultados do que as empresas que não possuem *covenants* financeiros, analisando também, se as empresas que possuem *covenants* financeiros apresentam maior nível de gerenciamento de resultados um ano antes da violação de um *covenant* financeiro do que as empresas que têm *covenants* financeiros e não violaram os limites em  $t+1$  e, evidenciar se as companhias com maior nível de gerenciamento de resultados têm menor probabilidade de divulgar os limites de *covenants* financeiros do que as empresas que divulgaram os limites. A Tabela 3 resume a estatística descritiva das variáveis estudadas na pesquisa.

**TABELA 3: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DA PESQUISA**

Variáveis	N	Média	Desv. Pad.	Mediana	Q1	Q3
GR	1.082	0,3412	0,4371	0,1997	0,0931	0,3974
GR  após <i>matching</i>	310	0,1010	0,0975	0,0757	0,0318	0,1399
$QTNQ_{it}$	1.082	0,8429	-	-	-	-
$QTNQ_{t+1}$	1.010	0,1802	-	-	-	-
<i>Divulga limite<sub>it</sub></i>	754	0,5942	-	-	-	-
TAM	1.082	15,2216	1,3347	15,2119	14,3254	16,1535
IDADE	1.082	36,4284	26,8714	26,8153	14,5000	53,7694
BTD	1.082	-0,0178	0,0277	-0,0136	-0,0277	-0,0018
END	1.082	0,5043	0,3015	0,4408	0,3041	0,6320
ALV	1.082	1,1506	1,8365	0,6961	0,4034	1,1470
CREC	1.082	-0,1187	0,2365	-0,0786	-0,1722	-0,0011
ROA	1.082	0,0463	0,0726	0,0409	0,0050	0,0857
ISE	1.082	0,1312	-	-	-	-
CPC 26	1.082	0,8272	-	-	-	-
ADR	1.082	0,0712	-	-	-	-
NGC	1.082	2,2800	-	-	-	-

---

**Nota:** Fonte: Elaborada pelo autor.  $|GR|$  é a variável representando o nível de *accruals* discricionários.  $|GR|$  após *matching* é a variável representando nível de *accruals* discricionários após *matching*. A variável explicativa QTNQ é uma *dummy* onde (1) representa as empresas que têm *covenants* financeiros e não violaram os limites e (0) representa as empresas que disse que não têm *covenants* financeiros. Já a variável explicativa  $QTQ_{t+1}$  é uma *dummy* onde (1) representa as empresas que têm *covenants* financeiros e violaram os limites em t+1 e (0) as empresas que têm *covenants* financeiros e não violaram os limites em t+1. A variável explicativa  $divulga\ limite_{it}$  é uma *dummy* onde (1) representa as empresas que têm *covenants* financeiros e divulgaram os limites e (0) representa as empresas que têm *covenants* financeiros e não divulgaram os limites. TAM é a variável tamanho medida pelo logaritmo natural do ativo total. Idade é medida pela quantidade de anos das companhias. IDADE representa o tempo de fundação das companhias medida em anos. BTM é a variável *Book Tax Differences* responsável pela medição da desigualdade do lucro contábil vs lucro tributável. END é a variável medida pelo logaritmo natural do ativo total dividido pelo passivo total. ALA representa alavancagem através do nível das obrigações alocadas no longo prazo sobre patrimônio líquido. CRESC responsável pela medição da evolução do ativo total. ROA mensura a rentabilidade das companhias. ISE é variável responsável por medir o Índice de Sustentabilidade Empresarial sendo uma variável *dummy* onde (1) representa as companhias participantes dos grupos do Índice de Sustentabilidade Empresarial e (0) quando não estão enquadradas. CPC 26 é uma variável *dummy* onde (1) representa os anos após divulgação do Comitê de Pronunciamento Contábeis CPC 26 e (0) nos demais anos. ADR é uma variável *dummy* onde (1) representa as companhias com ações negociadas na bolsa de NY e (0) as companhias que não têm ações negociadas na bolsa de NY. NCG é uma variável categórica para classificação das companhias conforme nível de Governança Corporativa.

Através da estatística descritiva, verifica-se que a amostra é composta por 1.082 observações, onde a média do índice do nível de *accruals* discricionários das companhias ficou em 0,3412, sendo 25% da amostra com nível de *accruals* discricionários de até 0,0931 e 25% da amostra com nível de *accruals* discricionários superior a 0,3974, oscilando 0,4371 em torno da média. Após o *matching* com base na *performance*, a quantidade de observações reduziu para 310, ficando com média de 0,1010 e oscilando 0,0975 em torno da média.

Através das variáveis *dummies* explicativas, é possível verificar que 84% das observações têm *covenants* financeiros e não violaram os limites, 18% das observações têm *covenants* financeiros e não violaram os limites em t+1 e 60% das observações têm *covenants* financeiros e divulgaram os limites estabelecidos.

As companhias que compõem amostra apresentam em média 15,22216 do logaritmo do ativo total, sendo 25% da amostra com até 14,3254 e 25% da amostra superior a 16,1535, oscilando 1,3347 em torno da média. A variável de controle

IDADE representada pelo tempo de fundação das companhias, apresentou 36 anos em média, com 25% das companhias da amostra com tempo de fundação inferior a 14 anos e 25% superior a 54 anos, oscilando aproximadamente 27 anos de tempo de fundação em torno da média.

A variável BTM demonstra que as companhias estão comprometendo 1,78% em média do seu ativo total com obrigações tributárias, onde  $\frac{1}{4}$  da amostra estão comprometendo até 2,77% e outro  $\frac{1}{4}$  inferior a 0,02% do ativo total. Por meio da variável END é possível identificar que em média as companhias estão comprometidas com 50,4% do seu ativo total com as obrigações, sendo que 25% das companhias estão comprometidas com até 30,4% do ativo total e outros 25% da amostra superior a 63,2%, variando 30,2% em torno da média. Através variável de controle LEV é possível verificar que em média as companhias estão comprometendo o ativo total com 26,5% de dívidas de longo prazo, sendo um  $\frac{1}{4}$  da amostra com comprometimento de até 15,8% e um  $\frac{1}{4}$  superior a 35,8%, oscilando 14,8% em torno da média.

A variável de controle CRESC demonstra que as companhias reduziram seu ativo em média de 11,9%, onde 25% da amostra reduziu até 17,2% e 25% praticamente permaneceu com mesmo ativo, oscilando 0,2365 em torno da média. As companhias apresentam em média retorno positivo sobre o ativo total, ficando com 0,0463 de rentabilidade anual, onde 25% da amostra apresentou rentabilidade até 0,0050 e 25% da amostra apresentou rentabilidade superior a 0,0857, sendo a rentabilidade oscilando 0,0726 em torno da média.

Através das variáveis *dummies*, é possível verificar que 13% das companhias têm participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial, 83% dos anos

estudados já tinham a divulgação do CPC 26, só 7% das companhias possuem ações negociadas na Bolsa de Nova York.

## 4.2. ANÁLISE DE REGRESSÃO

### 4.2.1 Testes de média e regressões relacionadas à hipótese $H_1$

A Tabela 4 apresenta os testes de média antes e após o *matching*, sendo a hipótese nula rejeitada nos dois testes, evidenciando a relação do nível de gerenciamento de resultados com os *covenants* financeiros, demonstrando que as companhias que não possuem *covenants* (Grupo 0) apresentam média maior do nível de gerenciamento de resultados do que as companhias que possuem *covenants* financeiros (Grupo 1).

**TABELA 4: RESULTADOS DOS TESTES DE MÉDIA EM RELAÇÃO AO NÍVEL DE GERENCIAMENTO COM OS COVENANTS FINANCEIROS**

Grupos	GR  - Antes do Matching			GR  - Após Matching		
	N	Média	Desv. Pad.	N	Média	Desv. Pad.
Não Tem <i>Covenant</i> Financeiro	170	0,64671	0,70216	159	4,64091	6,22552
Tem <i>Covenant</i> Financeiro	912	0,28431	0,33858	124	1,55284	2,64759
Diferença		0,3624***			3,0880***	

Fonte: Elaborada pelo autor. Nota: \* 10% de significância, \*\* 5% de significância e \*\*\* 1% de significância. Significância estatística relacionada à  $Pr(T > t)$ .

Através da análise das regressões expostas na tabela 5, é possível evidenciar que a hipótese  $H_1$  da pesquisa foi confirmada através da relação do nível de gerenciamento de resultados com os *covenants* financeiros antes do *matching* com 1% de significância para 1.083 observações e com 10% de significância após realização do *matching* agrupando as empresas através do nível de desempenho reduzindo amostra para 283 observações, demonstrando através do sinal negativo

do coeficiente do  $\beta_1$  que as companhias que possuem *covenants* financeiros e não violaram o limite estabelecido apresentam menor nível de gerenciamento de resultados em relação às companhias que não possuem *covenants* financeiros.

**TABELA 5: RESULTADOS DAS REGRESSÕES REFERENTE RELAÇÃO DO NÍVEL DE GERENCIAMENTO COM OS COVENANTS FINANCEIROS**

GR	Antes do <i>matching</i>		Após o <i>matching</i>	
	Coef.	Valor-p	Coef.	Valor-p
$QTNQ_{it}$	-0,1621	0,000***	-0,8341	0,073*
TAM	-0,1731	0,000***	-2,8981	0,000***
IDADE	0,0011	0,008***	0,0006	0,933
BTD	-0,2662	0,641	5,0193	0,551
ALA	0,0141	0,218	0,0667	0,581
END	-0,0141	0,032**	-1,2533	0,075*
CRESC	-0,1945	0,032**	-2,4637	0,028**
Constante	3,1499	0,000***	45,9719	0,000***
Efeito Fixo de Ano		Sim		Sim
Efeito Fixo de Setor		Sim		Sim
Observações		1.082		283
R <sup>2</sup>		36,92%		67,12%

Fonte: Elaboração própria. Nota: \* 10% de significância, \*\* 5% de significância e \*\*\* 1% de significância. QTNQ variável *dummy* onde (1) representa as empresas que têm *covenant* financeiro e não violou o limite e (0) as empresas que disse não possuir *covenants* financeiros. TAM é a variável tamanho medida pelo logaritmo natural do ativo total. Idade é medida pela quantidade de anos das companhias. IDADE representa o tempo de fundação das companhias medida em anos. BTD é a variável *Book Tax Differences* responsável pela medição da desigualdade do lucro contábil vs lucro tributável. ALA representa alavancagem através do nível das obrigações alocadas no longo prazo sobre patrimônio líquido. ROA mensura a rentabilidade das companhias. CRESC responsável pela medição da evolução do ativo total.

Com os resultados apresentados na tabela 5 é possível afirmar que o monitoramento das instituições financeiras através dos *covenants* financeiros inibe através da diminuição da assimetria da informação a probabilidade dos gestores realizarem escolhas para melhorar a qualidade dos ganhos (Bushman & Smith, 2001; Paulo, 2007) e, de acordo com Baioco, Almeida e Rodrigues (2013) as companhias reguladas apresentam menor nível de gerenciamento de resultados.

É possível verificar que a variável de controle TAM foi significativa com 1% antes e após o *matching*, apresentando conforme literatura, sinal negativo do

coeficiente, demonstrando que as empresas maiores tenham menos incentivos ao gerenciamento de resultados devido custo da exposição, possuindo menos exibição de *accruals* (Nardi & Nakão, 2009). A variável de controle IDADE só foi significativa antes do *matching*, apresentando 99% de confiança com sinal positivo do coeficiente, ao contrário da literatura, onde esperava-se que as companhias mais antigas tenham menos oscilação nos *accruals* (Gu, Lee, & Rosett, 2005).

A variável de controle END foi significativa com 5% antes do *matching* e 10% após, porém com sinal negativo do coeficiente, demonstrando que as empresas mais endividadas apresentam menor nível de *accruals* discricionários, resultado ao contrário da literatura, mesmo resultado encontrado para variável de controle CRESC, onde foi significativa com 5% antes e após o *matching*, porém, sinal negativo do coeficiente, ao contrário do esperado conforme literatura, demonstrando que as companhias em crescimento apresentam menor nível de gerenciamento de resultados. As variáveis de controle BTD e ALA não foram significantes antes e após o *matching*.

#### **4.2.2. Testes de média e regressões relacionadas a hipótese H<sub>2</sub>**

Através dos testes de média antes e após o *matching* conforme tabela 6 resultando na rejeição da hipótese nula, foi possível evidenciar as companhias que possuem *covenants* financeiros e violaram os limites (Grupo 1) apresentaram média maior do nível de gerenciamento de resultados um ano antes da violação do que as companhias (Grupo 0) que possuem *covenants* financeiros e não violou os limites no ano seguinte.

**TABELA 6: RESULTADOS DOS TESTES DE MÉDIA EM RELAÇÃO AO NÍVEL DE GERENCIAMENTO COM A VIOLAÇÃO DOS COVENANTS FINANCEIROS EM T+1**

Grupos	GR  - Antes do Matching			GR  - Após Matching		
	N	Média	Desv. Pad.	N	Média	Desv. Pad.
Quem Não Violou em (t+1)	828	0,28627	0,35717	168	0,09262	0,07748
Quem Violou em (t+1)	182	0,39288	0,45939	112	0,11223	0,09033
Diferença		-0,1066*			-0,0196**	

Fonte: Elaborada pelo autor. Nota: \* 10% de significância, \*\* 5% de significância e \*\*\* 1% de significância. Significância estatística relacionada à  $Pr(T < t)$ .

Através do modelo Jones Modificado (1995) para apuração dos *accruals* discricionários, é possível evidenciar com 5% de significância na tabela 7 antes do *matching* para 1.010 observações com  $R^2$  de 23,95% que, as companhias apresentam maior nível de gerenciamentos resultados um ano antes da violação dos limites *docovenants*, sendo o sinal do coeficiente da variável “ $QTQ_{t+1}$ ” positivo, validando a hipótese  $H_2$  da pesquisa.

**TABELA 7: RESULTADOS DA INTERFERÊNCIA DO NÍVEL DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS COM A VIOLAÇÃO DOS COVENANTS FINANCEIROS EM T+1**

GR	Antes do <i>matching</i>		Após o <i>matching</i>	
	Coef.	Valor-p	Coef.	Valor-p
$QTQ_{t+1}$	0,0648	0,046**	0,0124	0,213
TAM	-0,1275	0,000***	-0,0142	0,001***
IDADE	0,0017	0,001***	0,0002	0,348
BTD	-1,1385	0,019**	-0,4783	0,096*
ALA	-0,0087	0,294	0,0012	0,493
END	-0,1213	0,025**	-0,0705	0,009***
CRESC	-0,3108	0,006***	-0,0705	0,033**
Constante	2,1661	0,000***	0,3050	0,000***
Efeito Fixo de Ano		Sim		Sim
Efeito Fixo de Setor		Sim		Sim
Observações		1.010		280
$R^2$		23,95%		22,29%

Fonte: Elaboração própria. Nota: \* 10% de significância, \*\* 5% de significância e \*\*\* 1% de significância.  $QTQ_{t+1}$  variável dummy onde (1) representa as companhias que têm *covenants* financeiros e violaram os limites no ano seguinte e (0) representa as companhias que têm *covenants* financeiros e não violaram os limites no ano seguinte. Q TAM é a variável tamanho medida pelo logaritmo natural do ativo total. Idade é medida pela quantidade de anos das companhias. IDADE representante o tem de fundação das companhias medida em anos. BTD é a variável *Book Tax Differences* responsável pela medição da desigualdade do lucro contábil vs lucro tributável. ALA representa alavancagem através do nível das obrigações alocadas no longo prazo sobre

patrimônio líquido. END é a variável medida pelo logaritmo natural do ativo total dividido pelo passivo total. CRESC responsável pela medição da evolução do ativo total.

Os resultados da  $H_2$  antes do *matching* demonstram que as companhias que violaram os limites dos *covenants* financeiros apresentaram maior nível de gerenciamento de resultados no ano anterior ao ano da violação para evitar as penalidades impostas nos contratos de dívidas em comparação com as companhias que não violaram os limites dos *covenants* financeiros, sendo os resultados na mesma direção da literatura envolvendo gerenciamento de resultados e *covenants*, onde evidenciam que os gestores gerenciam resultados quando da proximidade de violar os limites estabelecidos nos *covenants* de dívida (Watts & Zimmerman, 1990; Press & Weintrop, 1991; Sweeney, 1994; DeFond & Jiambalvo, 1994; Dichev & Skinner, 2002; Bikki & Lee, 2002; Zhang, 2008; Kim, 2009; Kim, Lei, & Pevzner, 2009; Franz, Hassabelanby & Lobo, 2014; Duarte, 2018).

Os gestores realizam escolhas contábeis para evitarem a ruptura dos *covenants* influenciados pela aceleração à dívida (Borges, 1999; Prilmeier, 2017, CPC 26), sujeitos a elevação das taxas de juros dos empréstimos num possível reperfilamento da dívida (Press & Weintrop, 1991; Beneish & Press, 1993; Kim, Lei & Pevzner, 2009), exigir novas garantias (Press & Weintrop, 1991) prejudicando fluxo de caixa das empresas e até mesmo sua continuidade (Silva, 2008).

Realizando controle das observações pelo nível de *performance* através do *matching* conforme utilizado por Kothari et al. (2005) para eliminar os possíveis vies na seleção e reduzindo amostra para 280 observações, os resultados não foram significantes, demonstrando que as empresas enquadradas no mesmo nível de desempenho não apresentam alterações no nível de *accruals* discricionários

influenciadas pela proximidade de violar limite de *covenant* financeiro, podendo o resultado ser prejudicado pela quantidade de observações eliminadas após o *matching*.

A variável de controle TAM medida pelo logaritmo do ativo total foi significativa com 1% antes e após o *matching*, apresentando coeficiente negativo conforme literatura. Resultado demonstra que as empresas maiores têm menos incentivos ao gerenciamento de resultados devido custo da exposição, possuindo menos exibição de *accruals* (Nardi & Nakão, 2009). A variável IDADE só foi significativa e com 1% antes do *matching*, demonstrando através do sinal positivo do coeficiente que as companhias mais antigas no mercado apresentam maior nível de gerenciamento de ganhos, resultado ao contrário do esperado.

A diferença entre lucro contábil e lucro tributável demonstrada pela variável de controle BTM foi significativa com 5%, porém, o sinal do seu coeficiente foi negativo ao contrário do esperado e das evidências já existentes na literatura. A variável de controle END foi significativa com 1% antes do *matching* e 5% após o *matching*, apresentando coeficiente negativo ao contrário do esperado, demonstrando que as empresas mais endividadas apresentam menor nível de *accruals* discricionários.

A variável CRESC foi significativa com 1% antes do *matching* e com 5% de significância após o *matching*, porém, sinal negativo do coeficiente, ao contrário da literatura. Resultado demonstra que as empresas em crescimento apresentem menor nível de *accruals* discricionários. A variável de controle ALA não foi significativa antes e após o *matching*.

#### **4.2.3 Testes de média e regressões relacionadas à hipótese $H_3$**

Através dos testes de média antes e após o *matching* conforme tabela 8 resultando na rejeição da hipótese nula, foi possível evidenciar a relação do nível de gerenciamento de resultados com a divulgação ou não dos limites dos *covenants* financeiros, demonstrando que as companhias com maior média de *accruals* discricionários não divulgaram os limites dos *covenants* financeiros (Grupo 0) em comparação com a média de *accruals* discricionários das empresas que divulgaram os respectivos limites dos *covenants* financeiros (Grupo 1).

**TABELA 8: RESULTADOS DOS TESTES DE MÉDIA EM RELAÇÃO AO NÍVEL DE GERENCIAMENTO COM A DIVULGAÇÃO OU NÃO DOS LIMITES DOS COVENANTS FINANCEIROS**

Grupos	GR  - Antes do Matching			GR  - Após Matching		
	N	Média	Desv. Pad.	N	Média	Desv. Pad.
Não Divulgaram os limites	306	0,07623	0,06382	216	0,11368	0,10734
Divulgaram os limites	448	0,06926	0,06560	94	0,07180	0,06099
Diferença		0,0070*			0,0419***	

Fonte: Elaborada pelo autor. Nota: \* 10% de significância, \*\* 5% de significância e \*\*\* 1% de significância. Significância estatística relacionada à  $\Pr(T > t)$ .

A Tabela 9 demonstra resultado da regressão da hipótese  $H_3$  do modelo logit, utilizando a variável “divulga limite” com variável dependente, manuseando as observações correspondentes as companhias que têm *covenants* financeiros e não violaram nenhum limite:

**TABELA 9: RESULTADOS DA INTERFERÊNCIA DO NÍVEL DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS NA DIVULGAÇÃO OU NÃO DOS LIMITES DOS COVENANTS FINANCEIROS**

<i>Divulga limite<sub>it</sub></i>	Antes do <i>matching</i>		Após o <i>matching</i>	
	Coef.	Valor-p	Coef.	Valor-p
GR	-2,3948	0,073*	-5,9513	0,005***
TAM	-0,1168	0,243	0,0459	0,780
ALA	0,2666	0,009***	0,1530	0,079*
ISE	0,4897	0,065*	0,5524	0,411
CPC 26	0,8053	0,021**	-0,3365	0,612
ADR	0,1239	0,759	0,0263	0,967
END	-0,1434	0,731	-2,2086	0,001***

NGC	-0,1168	0,007***	-0,1555	0,056*
IDADE	-0,0034	0,276	-0,0171	0,006***
ROA	7,1367	0,000***	5,5002	0,002***
Constante	1,7122	0,276	1,2259	0,645
Efeito Fixo de Ano		Sim		Sim
Efeito Fixo de Setor		Sim		Sim
Observações		754		310
R <sup>2</sup>		7,24%		21,64%

Fonte: Elaboração própria. Nota: \* 10% de significância, \*\* 5% de significância e \*\*\* 1% de significância. A variável dependente  $Divulga\ limite_{it}$  representa (1) as companhias que têm *covenant* financeiro e divulgou o limite e (0) as companhias que têm *covenant* financeiro e não divulgou limite. TAM significa o tamanho da empresa medida pelo logaritmo natural do valor do ativo total. ALA representa alavancagem através do nível das obrigações alocadas no longo prazo sobre patrimônio líquido. ISE é variável responsável por medir o Índice de Sustentabilidade Empresarial sendo uma variável *dummy* onde (1) representa as companhias participantes dos grupos do Índice de Sustentabilidade Empresarial e (0) quando não estão enquadradas. CPC 26 é uma variável *dummy* onde (1) representa os anos após divulgação do Comitê de Pronunciamento Contábeis CPC 26 e (0) nos demais anos. ADR é uma variável *dummy* onde (1) representa as companhias com ações negociadas na bolsa de NY e (0) as companhias que não têm ações negociadas na bolsa de NY. END é a variável medida pelo logaritmo natural do ativo total dividido pelo passivo total. NCG é uma variável categórica para classificação das companhias conforme nível de Governança Corporativa. IDADE representa o tempo de fundação das companhias medida em anos. ROA mensura a rentabilidade das companhias.

Através da Tabela 9, é possível evidenciar com 10% de significância antes do *matching* para uma base de 754 observações e com 1% de significância após o *matching* reduzindo a base para 310 observações, onde ambas as regressões apresentaram sinal negativo do coeficiente  $\beta_1$ , a interferência do nível de *accruals* discricionários na divulgação dos limites estabelecidos nos *covenants* financeiros, validando a hipótese  $H_3$  da pesquisa, ficando evidenciado que as companhias que gerenciam seus ganhos têm menor probabilidade de divulgar os limites estabelecidos nos *covenants* financeiros.

Os resultados encontrados da pesquisa consistem com os resultados da literatura envolvendo análise do gerenciamento de resultados e divulgações de informações complementares (Lobo & Zhou, 2001; Jo & Kim, 2007; Iatridis & Kadorinis, 2009; Murcia & Wuerges, 2011; Silva, Nardi & Ribeiro, 2015), principalmente com pesquisa de Press e Weintrop (1991), onde evidenciaram a

relação da não divulgação dos *covenants* com proximidade de violar os índices estabelecidos.

A variável de controle ALA foi significativa com 1% antes do *matching* e 10% significativa após o *matching*, demonstrando que, quanto maior o nível de alavancagem das empresas maior o nível de disclosure, sendo o grau de alavancagem um atrativo para os acionistas (Murcia & Wuerges, 2011; Klann & Beuren, 2011). A variável de controle ISE responsável por identificar as empresas que pertencem a carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial foi significativa com 10% só antes do *matching* e com sinal positivo do coeficiente, ou seja, as empresas que compõem as carteiras de ISE tendem a divulgar os limites dos *covenants* financeiros.

A variável CPC 26 foi significativa com 5% só antes do *matching* e com sinal positivo do coeficiente, sendo incluída na regressão para controlar os anos após a divulgação do CPC 26, evidenciando que após a divulgação do CPC 26 as empresas tendem a divulgar os limites dos *covenants* financeiros.

A variável END só foi significativa após o *matching* e, com 1% de significância e sinal negativo do coeficiente conforme literatura, onde as companhias mais endividadas têm menor probabilidade de divulgar mais informações para o mercado (Murcia & Wuerges, 2011). A variável de controle NGC *dummy* categórica dos níveis de governança corporativa foi significativa com 1% antes do *matching* e 10% significativa após o *matching*, apresentando sinal negativo em ambas as regressões, demonstrando que as empresas enquadradas nos níveis de governança corporativa tendem a não divulgar os limites dos *covenants* financeiros.

A variável de controle IDADE só foi significativa após o *matching* com 1% de significância e sinal negativo do coeficiente, ao contrário do esperado conforme

literatura. A variável ROA foi significativa com 1% antes e após o *matching* e apresentou sinal positivo conforme esperado, para Klapper e Love (2004) as empresas que apresentam melhor rentabilidade têm maior nível de *disclosure*.

O resultado geral sugere que as companhias que realizam escolhas contábeis com finalidade de melhorar o desempenho para evitar possível violação dos limites estabelecidos nos *covenants* financeiros, têm menor probabilidade de divulgar os limites das cláusulas restritivas financeiras, não repassando para o mercado quando estão próximas da ruptura dos *covenants*, complementando os trabalhos de Murcia e Wuerges (2011), Silva et al., (2015), Kin, Ramos e Rogo (2017), Riahi e Arab (2011), Rezaee e Tuo (2019) demonstrando que as companhias com maior nível de gerenciamento de resultados tendem a divulgar para o mercado menos informações.

Os resultados também complementam as pesquisas de Watts e Zimmerman (1990), Press e Weintrop (1991), Sweeney (1994), DeFond e Jiambalvo (1994), Dichev e Skinner, (2002), Bikki e Lee (2002), Zhang (2008), Kim (2009), Kim, Lei e Pevzner (2009), Franz, Hassabelanby e Lobo (2014) e Duarte (2018), onde evidenciaram o gerenciamento de resultados quando da proximidade de violar os limites estabelecidos nos *covenants* de dívida.

## Capítulo 5

### 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve como objetivo analisar se as empresas que possuem *covenants* financeiros e não violaram os limites apresentam menor nível de gerenciamento de resultados, analisar se as empresas que possuem *covenants* financeiros apresentam maior nível de gerenciamento de resultados um ano antes da violação de um *covenant* financeiro e, evidenciar se as companhias com maior nível de gerenciamento de resultados têm menor probabilidade de divulgar os limites de *covenants* financeiros, sendo utilizados os testes de média e a regressão linear do Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para apuração e análise dos resultados.

Os resultados encontrados evidenciam que as companhias que possuem *covenants* financeiros e não violaram os limites estabelecidos apresentam menor nível de gerenciamento de resultados em comparação com as companhias que não possuem *covenants* financeiros, demonstrando que o monitoramento das instituições financeiras através dos *covenants* financeiros inibe que os gestores realizem escolhas para melhorar a qualidade dos ganhos e, as companhias que violaram os limites dos *covenants* financeiros apresentaram maior nível de gerenciamento de resultados no ano anterior ao ano da violação para evitar as penalidades impostas nos contratos de dívidas em comparação com as companhias que não violaram os limites dos *covenants* financeiros.

Inclusive foi possível evidenciar que, as companhias com maior nível de gerenciamento de resultados têm menor probabilidade de divulgar os limites dos *covenants* financeiros em comparação com as companhias que têm *covenants*

financeiros e divulgaram os respectivos limites, demonstrando para os usuários das informações contábeis que as companhias que não divulgam voluntariamente os limites dos *covenants* financeiros estão ocultando informação da proximidade de violar dos limites estabelecidos nos *covenants* financeiros, aumentando assimetria da informação.

Ao estudar a relação do gerenciamento de resultados com os *covenants* financeiros, a pesquisa apresenta uma interdisciplinaridade com outra área de conhecimento, abrangendo aspectos de Direito ao analisar as cláusulas contidas em contratos bancários para captação de recursos financeiros para as companhias.

A pesquisa também visa contribuir para o mercado financeiro fornecendo aos usuários das informações contábeis evidências que as companhias que detêm cláusulas restritivas financeiras em contratos de dívidas estão sujeitas a uma menor qualidade de ganhos e, contribuir para os achados da literatura envolvendo o gerenciamento de resultados e *covenants*, onde existem poucos trabalhos no Brasil envolvendo estudo do *covenants*, sendo o primeiro a utilizar a técnica *Propensity Score Matching* (PSM). Além disso, tem como contribuição minimizar assimetria da informação através da revisão do CPC 26, tornando obrigatória para Sociedades Anônimas a divulgação dos limites dos *covenants* financeiros nas notas explicativas.

Durante o desenvolvimento dessa pesquisa, foram localizadas algumas companhias que tinham dívidas bancárias mais não informaram se possuíam ou não cláusulas restritivas financeiras, tornando-se a limitação da pesquisa. Como sugestões futuras de pesquisa, pede-se para avaliar as companhias que divulgam com frequência os limites dos *covenants* financeiros apresentam maior nível de gerenciamento de resultados no ano em que não divulgamos respectivos limites.

## REFERÊNCIAS

- Ahn, S., & Choi, W. (2009). The role of bank monitoring in corporate governance: Evidence from borrowers' earnings management behavior. *Journal of Banking & Finance*, 33(2), 425–434
- Beatty, A., Ramesh, K., & Weber, J. (2002). The importance of accounting changes in debt contracts: The cost of flexibility in covenant calculations. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 205–227
- Beatty, A., & Weber, J. (2003). The effects of debt contracting on voluntary accounting methods changes. *The Accounting Review*, 78(1), 119–142
- Beiruth, A. X., & Fávero, L. P. L. (2016). Um Ensaio Sobre a Adoção das International Financial Reporting Standards em *Covenants Contratuais*. *Revista de Finanças Aplicadas*, 7(1), 1-22
- Beiruth, A. X. Fávero, L. P. L., Murcia, F. D. R., Almeida, J. E. F., & Brugni, T. (2017). Structural changes in *covenants* through the adoption of IFRS in Brazil. *Accounting Forum*, 41, 147-160. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.accfor.2017.06.004>
- Beneish, D. M., & Press, E. (1993). Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt-Covenants. *The Accounting Review*, 68(2), 233-257.
- Borges, L.F.X. (1999). *Covenants: Instrumentos de Garantia em Project Finance*. *Revista do BNDES*, 5(9), 105-121.
- Baioco, V. G., Almeida, J. E. F., & Rodrigues, A. (2013). Incentivos da regulação de mercados sobre o nível de suavização de resultados. *Contabilidade Vista & Revista*, 24(2), 110-136.
- Bikki, J., & Lee, P. (2002). Earnings Management Response to Debt Covenant Violations and Debt Restructuring. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 17(4), 295-324. DOI: 10.1177/0148558X0201700402
- Bradley, M., & Roberts, M. R. (2015). The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants. *Quarterly Journal of Finance*, 5(2), 155-201.
- Bushman, R., & Smith, A (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237-333. DOI:10.1016/S0165- 4101(01)00027-1
- Coelho, F. Q., Ott, E., Pires, C. B., & Alves, T. W. (2013). Uma Análise dos Fatores Diferenciadores na Divulgação de Informações Voluntárias sobre o Meio Ambiente. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 24(1), 112-130.
- Christensen, H. B., & Nikolaev, V. V. (2012). Capital versus performance *covenants* in debt contracts. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 75-116.

- Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC 00 (R1) (2011). Dispõe sobre a Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Brasília. 2011. Recuperado em 09 de julho, 2019, de [http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/147\\_CPC00\\_R1.pdf](http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf)
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC 26 (R1) (2011). Dispõe sobre Apresentação das Demonstrações Contábeis. Brasília. 2011. Recuperado em 09 de julho, 2019, de [http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/312\\_CPC\\_26\\_R1\\_rev%2013.pdf](http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/312_CPC_26_R1_rev%2013.pdf)
- Consoni, S., Colauto, R. D., & Lima, G. A. S. F. (2017). A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis: evidências no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade e Finanças*, 28(74), 249-263. DOI: 10.1590/1808-057x201703360
- Costa, C.M., Matte, A.M., & Monte-Mor, D.S. (2018). Endividamento e Decisões Contábeis: A Relação Não Linear entre Dívida e Qualidade de Lucros. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 12:e137077. DOI: <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6482.rco.2018.137077>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 344-401. DOI: 10.1016/j.jacceco.2010.09.001
- DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1), 145-176. DOI: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90008-6](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90008-6)
- Demerjian, P. R., & Owens, E. L. (2016). Measuring the probability of financial covenant violation in private debt contracts. *Journal of Accounting and Economics*, 61, 433-447.
- Demerjian, P. R. (2017). Uncertainty and debt covenants. *Review of Accounting Studies*, 22(3), 1156-1197. DOI: <https://doi.org/10.1007/s1114>
- Demiroglu, C., & James, C. M. (2010). The Information Content of Bank Loan Covenants. *The Review of Financial Studies*, 23(10), 3700-3737. DOI: <https://www.jstor.org/stable/40865573>
- Dichev, I., & Skinner, D. (2002). Large sample evidence on debt covenant hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1091-1123.
- Duarte, E. R. (2018). *Gerenciamento de Resultado e Ruptura dos Covenants: um estudo empírico no Brasil* (Dissertação de Mestrado). Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCAPE, Vitória, ES, Brasil. Recuperação em 03 agosto, 2018, de

[http://www.fucape.br/\\_public/producao\\_cientifica/8/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Evaldo%20Rezende%20Duarte.pdf](http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/8/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Evaldo%20Rezende%20Duarte.pdf)

- Franz, D., Hassabelanby, R., & Lobo, G. J. (2014). Impact of proximity to debt covenant violation on earnings management. *Rev Account Stud*, 19, 473–505.
- Ghosh, A., & Moon, D. (2010). Corporate Debt Financing and Earning Quality. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5, 6), 538-559. DOI: 10.1111/j.1468-5957.2010.02194.x
- Gu, Z., Lee, C-W. J., & Rosett, J. G. (2005). What determines the variability of accounting accruals. *Review of Quantitative Finance And Accounting*, 24, 313-334.
- Hossain, M., & Hammami, H. (2009). Voluntary disclosure in the annual reports of an emerging country: the case of Qatar. *Advances in Accounting*, 25(2), 255-265. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2009.08.002>
- Iatridis, G., & Kadorinis, G. (2009). Earnings management and firm financial motives: A financial investigation of UK listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 18, 164-173. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2009.06.001>
- Inamura, Y. (2009). The determinants of accounting based covenants in public debt contracts. *Journal of International Business Research*, 8, 1-15.
- Jha, A. (2013). Earnings Management Around Debt-Covenant Violations – An Empirical Investigation Using a Large Sample of Quarterly Data. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 28(4), 369-396. DOI: <https://doi-org.ez159.periodicos.capes.gov.br/10.1177/0148558X13505597>
- Jo, H., & Kim, Y. (2007). Disclosure frequency and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 561-590. DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.03007
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2).
- Kim, B. (2009). Post-borrowing conservatism and debt covenant slack. Working Paper. American University
- Kim, B. H., Lei, L., & Pevzner, M. (2009). Debt covenant slack and real earnings management. George Mason University Working Paper.
- Kin, L., Ramos, F., & Rogo, F. (2017). Earnings management and annual report readability. *Journal of Accounting and Economics*, 63, 1-25. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2016.09.002>
- Klann, R. C., & Beuren, I. M. (2011). Características de empresas que influenciam o seu disclosure voluntário de indicadores de desempenho. *Brazilian Business Review*, 8(2) 96-118.

- Klapper, L., & Love, I. (2004). Corporate Governance, investor protection and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance* 10(5) 703-728.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 1(39), 163-197.
- Kuvaldina, T. (2015). *Covenants: essence and distribution of information in bushgalter accountability. National Standards of Accounting and Reporting*, 657(1), 12-20.
- Lobo, G. J., & Zhou, J. (2001). Disclosure quality and earnings management. *Journal of Accounting & Economics*, 8(1), 1-20. DOI: <https://doi.org/10.1080/16081625.2001.10510584>
- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *Brazilian Business Review - BBR*, 10(4), 1-31. DOI: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2013.10.4.1>
- Masullo, D. G., Lemme, C. F. (2005). Nível de internacionalização como condicionante da divulgação de informações sobre responsabilidade ambiental nas grandes empresas brasileiras de capital aberto. Associação Nacional de Pós- Graduação e Pesquisa em Administração. Brasília, Brasil.
- Mather, P., & Peirson, G. (2006). Financial *covenants* in the markets for public and private debt. *Accounting & Finance*, 46(2), 285-307.
- Morgenson, G. (2003). Why the Secrecy About Financial *Covenants*? (Money and Business/Financial Desk)(MARKET WATCH). *The New York Times*, p.BU1
- Murcia, F. D., & Wuerges, A. (2011). Escolhas contábeis no mercado brasileiro: divulgação voluntária de informações versus gerenciamento de resultados. *Revista Universo Contábil*, 7(2), 28-44. DOI:10.4270/ruc.2011211
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade e Finanças – UPS*. 20(50), 77-100.
- Nini, G., Smith, D. C., & Sufi, A. (2009). Creditor control rights and firm investment policy. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 400-420. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.04.008>
- Paulo, E (2007). “*Manipulação das Informações Contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*”(Tese de doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperando em 11 de dezembro de 2019, de [https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-28012008-113439/publico/EdilsonPauloTese\\_vl.pdf](https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-28012008-113439/publico/EdilsonPauloTese_vl.pdf)

- OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP Nº 01/2007 (2007). Dispõe sobre Orientação sobre Normas Contábeis pelas Companhias Abertas. Rio de Janeiro. 2007. Recuperado em 02 de julho, 2019, de [http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01\\_2007.asp](http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2007.asp)
- OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP Nº 03/2019 (2019). Dispõe sobre Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas, estrangeiras e incentivadas. Rio de Janeiro. 2019. Recuperado em 02 de julho, 2019, de file:///C:/Users/Willames/Downloads/oc-sep-0319.pdf
- Press, E., & Weintrop, J. (1991). Financial Statement Disclosure of Accounting-Based Debt Covenants. *Accounting Horizons*, 5(1), 64-74
- Prilmeier, R. (2017). Why do loans contain covenants? Evidence from lending relationships. *Journal of Financial Economics*, 123(3), 558-579. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.12.007>
- Reis, E. M., Lamounier, W. M., & Bressan, V. G. F. (2015). Evitar Divulgar Perdas: Um Estudo Empírico do Gerenciamento de Resultados por Meio de Decisões Operacionais. *Revista Contabilidade e Finanças – USP*, 26(69), 247-260.
- Reisel, N. (2014). On the value of restrictive covenants: Empirical investigation of public bond issues. *Journal of Corporate Finance*, 27, 251-268.
- Rezaee, Z., & Tuo, L. (2019). Are the Quantity and Quality of Sustainability Disclosures Associated with the Inherent and Discretionary Earnings Quality?. *Journal of Business Ethics*, 155(3), 763-786.
- Riahi, Y., & Arab, M. B. (2011). Disclosure frequency and earnings management: an analysis in the tunisian context. *Annamalai International Journal of Business Studies & Research*, 3(1), 52-66.
- Rosa, R. C., & Tiras, S. L. (2013). Adoção do IFRS no Brasil: um terreno fértil para pesquisa sobre gerenciamento de resultados. *Brazilian Business Review - BBR*, 10(4), 141-156.
- Rover, S., Tomazzia, E. C., Murcia, F. D., & Borba, J. A. (2012). Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando a análise de regressão em painel. *Revista de Administração*, 47(), 217-230. DOI: 10.5700/rausp1035
- Silva, A. H. C. (2008). *Escolha de práticas contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da hipótese dos covenants contratuais*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo. Recuperado e 20 abril, 2019, de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-16012009-120147/pt-br.php>
- Silva, A. H. C., & Lopes, A. B (2009). Escolha de práticas contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da hipótese dos covenants contratuais. Associação Nacional

dos Programas de Pós- Graduação em Ciências Contábeis. São Paulo, SP, Brasil.

Silva, R. L. M., Nardi, P. C. C., & Ribeiro, M. (2015). Gerenciamento de Resultados e Valorização do Ativo Biológico. *Brazilian Business Review – BBR*, 12(4), 1-27.

Sweeney, A. P. (1994), Debt Covenant Violations and Managers' Accounting Responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 281-308. DOI: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90030-2](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90030-2)

Trevor, C., Umar, B., & Sudipto, S. (2014). Accruals and Real Earnings Management around Debt Covenant Violations. *International Advances in Economic Research*, 20(1), 119-120. DOI: 10.1007/s11294-013-9422-3

Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive Accounting Theory: A ten year perspective. *The accounting review*, 65(1), 131-156.

Zhang, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 27-54.