

**FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO**

**JULYENDRESON MARQUES FERREIRA DE SOUSA**

**RESTRIÇÃO DE COVENANTS, GERENCIAMENTO DE RESULTADOS  
E DISTRIBUIÇÃO DE LUCRO**

**VITÓRIA  
2019**

**JULYENDRESON MARQUES FERREIRA DE SOUSA**

**RESTRIÇÃO DE COVENANTS, GERENCIAMENTO DE RESULTADOS  
E DISTRIBUIÇÃO DE LUCRO**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. André Aroldo Freitas de Moura.

**VITÓRIA  
2019**

**JULYENDRESON MARQUES FERREIRA DE SOUSA**

**RESTRIÇÃO DE COVENANTS, GERENCIAMENTO DE RESULTADOS  
E DISTRIBUIÇÃO DE LUCRO**

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 21 de outubro de 2019.

**COMISSÃO EXAMINADORA**

---

**Prof. Dr. ANDRÉ AROLDO FREITAS DE MOURA**  
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

---

**Prof. Dr. FÁBIO MORAES DA COSTA**  
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

---

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

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus pelo dom da vida e por todas as oportunidades que ele tem me proporcionado até aqui.

Agradeço à minha família por tudo! Aos meus pais por todo incentivo e apoio aos estudos desde a infância.

Agradeço à minha linda esposa, Vanessa, pelo apoio incondicional, suporte e motivação em todos os momentos, principalmente nos momentos de distração. Sem ela teria sido muito mais difícil.

Agradeço ao meu filho, Heitor, recém-nascido, que lerá este trabalho em breve e saberá a motivação que ele me forneceu para conclusão deste estudo.

Aos queridos amigos: Carolina Felix, José Luciano, José Felipe, Milton Carlos, e Paulo Almada por toda motivação, estudos, debates e construção de ideias.

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.

Ao professor André Aroldo Freitas de Moura e a professora Silvania Neris Nossa por toda paciência, dedicação e ensino durante esta etapa. Obrigado por todo conhecimento transmitido.

Agradeço a todos aqueles que, de alguma forma, contribuíram para a superação deste desafio, meu Muito Obrigado!

“O correr da vida embrulha tudo. A vida é assim:  
esquenta e esfria, aperta e daí afrouxa, sossega  
e depois desinquieta o que ela quer da gente é  
CORAGEM”

(Guimarães Rosa)

## RESUMO

Este trabalho analisa se as empresas brasileiras que possuem *covenants* - ou, se não possuem *covenants* -, gerenciam o resultado contábil. Adicionalmente, pretende-se verificar se empresas que tem e cumprem com cláusula de *covenants* distribuem dividendos maiores que as empresas que tem e não as cumprem. Estudos anteriores indicam a existência de *covenants* para o estabelecimento de garantias ao credor, impondo aos devedores deveres e restrições, tendo como propósito abrandar os riscos oriundos da transação, minimizando a inadimplência, a influência do credor na administração da organização e, assim, criar potencial motivação para que as empresas evitem a violação do convênio da dívida por meio do gerenciamento de ganhos, podendo-se, assim, transformar o gerenciamento de ganhos em dividendos aos acionistas. Analisou-se se todas as empresas listadas em B3 que possuem ou não cláusulas de *covenants*, cumprem ou não as cláusulas ou distribuem dividendos. Segregou-se as empresas com nível diferenciado de governança, ou seja, com nível A1, A2 e Novo Mercado e empresas que distribuíram lucros acima de 25% e com lucro líquido positivo. Utilizou-se 675 observações, abrangendo o período de 2012 até 2017. Dessas 675 observações, 364 observações são de empresas que não possuem contratos de *covenants*, 300 observações de empresas que possuem contratos de *covenants* e cumprem as cláusulas, e 11 observações são de empresas que possuem contratos de *covenants* mas não cumpriram com as cláusulas do contrato. O índice de performance EBITDA foi utilizado para controlar a lucratividade das empresas. Com a instrução normativa CVM 527/2012, tem-se o início do marco temporal deste estudo, sendo de 2012 até 2017, pois foi quando EBITDA passou a ser padronizado. Para obtenção dos resultados, a pesquisa utilizou-se da econometria por meios de técnicas estatísticas mediante correlação de Pearson, regressões em painel com efeito fixo e regressão pelo modelo, *logit* e testes de média. Os testes de média baseados na taxa de dividendo paga por cada empresa em relação ao lucro líquido indicaram que o fato de a empresa possuir ou não possuir cláusulas de *covenants*, e quando possuir, cumprir ou não, não afeta a taxa média de dividendo paga. Os testes de média baseados na taxa de dividendo paga por cada empresa padronizada pelo ativo total indicaram que tanto as empresas que possuem e cumprem com *covenants* como as empresas que possuem *covenants* mas não as cumprem possuem médias estatisticamente iguais. Em relação ao gerenciamento de resultado, o teste de média

por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) no modelo modificado e Collins, Pungaliya e Vijh (2017) identificou que empresas sem *covenants* apresentam maior média de gerenciamento que as empresas que possuem e cumprem *covenants*. Pelo modelo modificado de Dechow, Sloan e Sweeney (1995), a regressão indicou que não existem evidências estatísticas que comprovem a influência no nível do gerenciamento de resultado tanto para as empresas que não possuem *covenants* quanto para as que possuem e cumprem ou possuem e não cumprem. Já no modelo de Collins, Pungaliya e Vijh (2017), a regressão indicou que empresas com *covenant* e cumpre, apresentam maior média de gerenciamento que as empresas que não possuem *covenants*. A regressão indicou ainda que *covenants* têm relação direta com o pagamento de dividendos, onde as empresas que possuem e cumprem *covenants*, distribuem dividendos maiores que as que possuem e não cumprem com as cláusulas restritivas.

**Palavras-chave:** Gerenciamento de Resultados; *Covenants*; Dividendos.

## ABSTRACT

This paper analyzes whether Brazilian companies that have covenants - or, if they do not have covenants -, manage the accounting result. Additionally, it is intended to verify if companies that have and comply with the covenant clause distribute larger dividends than the companies that have and do not comply with them. Previous studies indicate the existence of covenants to establish guarantees to the creditor, imposing obligations and obligations on debtors, with the purpose of mitigating the risks arising from the transaction, minimizing default, the creditor's influence on the organization's management and thus creating potential motivation for companies to avoid breaching the debt covenant through earnings management, thereby turning earnings management into dividends to shareholders. It was analyzed whether or not all companies listed in B3 that have covenant clauses, comply with the clauses or distribute dividends. Segregated companies with differentiated level of governance, ie, level A1, A2 and Novo Mercado and companies that distributed profits above 25% and with positive net income. 675 observations were used, covering the period from 2012 to 2017. Of these 675 observations, 364 observations are from companies that do not have covenant contracts, 300 observations from companies that have covenant contracts and comply with the clauses, and 11 observations are from companies that have covenant contracts but did not comply with the contract clauses. The EBITDA performance index was used to control corporate profitability. With the CVM normative instruction 527/2012, we have the beginning of the time frame of this study, from 2012 to 2017, because that's when EBITDA started to be standardized. To obtain the results, the research used econometrics by means of statistical techniques through Pearson correlation, panel regressions with fixed effect and regression by model, logit and mean tests. The average tests based on the dividend rate paid by each company in relation to net income indicated that whether or not the company has covenant clauses, and when it does, complies or not, does not affect the average dividend rate paid. Average tests based on the dividend rate paid by each company standardized on total assets indicated that both companies that own and comply with covenants and companies that own but do not have covenants have statistically equal averages. Regarding earnings management, the average test by Dechow, Sloan e Sweeney (1995) in the modified model and Collins, Pungaliya and Vijh (2017) found that companies without covenants have a higher management average than companies

that own and fulfill covenants. According to Dechow, Sloan e Sweeney (1995) modified model, the regression indicated that there is no statistical evidence that proves the influence on the level of earnings management for companies that do not have covenants as well as those that own and fulfill or do and do not. In the Collins, Pungaliya and Vijn (2017) model, the regression indicated that companies with covenant and comply have higher management average than companies that do not have covenants. The regression also indicated that covenants are directly related to the payment of dividends, where companies that own and fulfill covenants, distribute larger dividends than companies that own and do not comply with restrictive clauses.

**Keywords:** Earnings Management; Covenants; Dividends

## LISTA DE SIGLAS

ACC	<i>Accruals</i> Totais
AGO	Assembleia Geral Ordinária
AT	Ativo
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CobDiv	Cobertura de Dívida
Cov	<i>Covenants</i>
CR	Contas a Receber
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DIV	Dividendos
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
FCO	Fluxo de caixa operacional
GR	Gerenciamento de Resultados
IE	Índice de Endividamento
IFS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IMOB	Imobilizado
IS	índice de Solvência
LL	Lucro líquido
NBC	Norma Brasileira de Contabilidade
NDCA	Accruals não Discricionários
PO	Passivo Oneroso
ROL	Receita Operacional Líquida
Tam	Tamanho
Tang	Tangibilidade
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
Nao_Possui	Não Possuem <i>covenants</i>
Possui_cumpre	Possuem e Cumprem <i>Covenants</i>
Possui_ncumpre	Possuem e Não Cumprem <i>Covenants</i>

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Estatística Descritiva .....	37
Tabela 2: Teste de diferença entre médias – Distribuição de dividendos.....	38
Tabela 3: Teste de diferença entre médias – Gerenciamento de Resultado – modelo modificado de Dechow et al. (1995) .....	39
Tabela 4: Teste de diferença entre médias – Gerenciamento de Resultado – Modelo de Collins, Pungaliya e Vijh (2017).....	40
Tabela 5: Correlação entre as variáveis.....	41
Tabela 6: Regressões com dados em Painel com efeito fixo .....	42

## SUMÁRIO

<b>Capítulo 1</b> .....	<b>12</b>
<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	<b>12</b>
<b>Capítulo 2</b> .....	<b>19</b>
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>18</b>
2.1. ARCABOUÇO TEÓRICO .....	18
2.2. DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES .....	21
<b>Capítulo 3</b> .....	<b>28</b>
<b>3. METODOLOGIA DA PESQUISA</b> .....	<b>27</b>
<b>Capítulo 4</b> .....	<b>39</b>
<b>4. ANÁLISE DOS DADOS</b> .....	<b>37</b>
4.1. AMOSTRA.....	37
4.2. ESTATÍSTICA DESCRITA .....	37
4.3. TESTES DE MÉDIA .....	38
4.4. CORRELAÇÃO DE <i>PEARSON</i> DAS VARIÁVEIS.....	40
4.5. ANÁLISE DE REGRESSÃO.....	42
<b>Capítulo 5</b> .....	<b>48</b>
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>46</b>
5.1. CONCLUSÕES .....	46
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>49</b>
<b>APÊNDICES</b> .....	<b>56</b>

## Capítulo 1

### 1. INTRODUÇÃO

Empréstimos e financiamentos realizados por instituições financeiras normalmente possuem algum tipo de bem em garantia, sendo que os mais comuns são imóveis, terrenos ou outro bem que possa garantir a dívida contraída, tendo em vista o aporte realizado pelas instituições (Inamura, 2009). O autor explica que é preciso criar meios mais adequados de garantia para diminuir a inadimplência em transações como estas.

Nessa seara, faz-se necessário entender o que são *covenants*. Trata-se de contratos firmados entre instituições financeiras e empresas, cujas cláusulas estabelecem garantias ao credor, impondo deveres e limitações aos tomadores, na intenção de reduzir os riscos e garantir uma menor inadimplência (Inamura, 2009). De acordo com Perin e Glitz (2015), *covenants* são excelentes mecanismos financeiros, pois, além avaliar e diminuir riscos de créditos, tem como medida, em certo ponto, a falta da necessidade de o credor interferir na administração das empresas que tomaram o crédito caso não sejam cumpridas as cláusulas previamente estabelecidas nos contratos.

Assim sendo, os *covenants* de dívida, por meio da qualidade dos lucros relatados, podem influenciar suas decisões. Dessa forma, o ambiente, assim como *covenants* de dívida, cria potencial motivação para que as empresas evitem a violação do convênio da dívida por meio do gerenciamento de ganhos (Silva, Nardi, & Ribeiro, 2015; Dechow, Ge, & Schrand, 2010). Alguns gestores, para não divulgar algum tipo de perda ou resultados indesejáveis, manipulam os resultados de desempenho por

meio de sua atuação no gerenciamento de resultados contábeis (Dechow & Skinner, 2000; Reis, Lamonuier, & Bressa, 2015).

Sobre o tema “dívidas”, alguns autores buscaram desenvolver estudos com o propósito de analisar seus impactos na empresa. Banerjee e De (2014), Ferraz, Sousa e Novaes (2017) e Ganiyu, Adelopo, Rodionova, & Samuel (2018) realizaram estudos em empresas internacionais com o propósito de examinar como veem a questão da dívida, dando suporte à contratação de hipótese de custo.

Nesse contexto, faz-se necessário destacar também os estudos sobre gerenciamento de resultados e *covenants*. Bhojraj, Hribar, Picconi e McInnis (2009), Gompers, Ishii e Metrick (2010) e Di Meo, Lara e Surroca (2017), todos realizados em empresas internacionais, destacaram como o gerenciamento dos resultados pode contribuir com os resultados da empresa. Segundo os autores, as informações usadas pelos executivos servem como incentivo nas tomadas de decisões, sem prejudicar as metas dos acionistas.

Sobre o pagamento dos dividendos, Oladipupo e Okafor (2013) e Franz, HassabElanby e Lobo (2014) e Cooper e Lambetides (2018) desenvolveram estudos com o propósito de analisar e documentar os fatos que impactam o gerenciamento dos resultados em empresas internacionais. Para os autores, as informações contidas nos documentos usados para fazer e acompanhar o gerenciamento dos resultados auxiliam os acionistas no pagamento dos dividendos. Essas temáticas, como *covenants*, serão mais bem abordadas no capítulo de revisão de literatura.

Observa-se em pesquisas anteriores que ainda há um consenso sobre a influência dos *covenants* no gerenciamento de resultado e no pagamento de dividendos. Os estudos apresentados são, na sua maioria, desenvolvidos em empresas internacionais, como Beatty e Weber (2003) e Sweeney (1994)

demonstrando efetivamente gerenciamento de resultados na intenção de evitar a diminuição de dividendos. Por outro lado, DeAngelo, DeAngelo e Skinner (1994) e Healy e Palepu (1990) não compartilham desse mesmo entendimento. Daniel, Denis e Naveen (2008) sugerem que acordos de dividendos em contratos de dívida podem afetar o incentivo de gerenciamento de resultados. Kim, Lee e Lie (2017), sugerem que as empresas que enfrentam restrições de dividendos têm mais probabilidade de cortar dividendos do que gerenciar lucros para evitar cortes de dividendos. Já Healy e Palepu (1990) citam que as empresas cortam dividendos e não parecem fazer alterações contábeis para contornar a restrição de dividendos. Eles também sugerem que os acordos baseados em contabilidade sejam meios efetivos para que os detentores de títulos restrinjam as políticas de dividendos das empresas.

Dentre os poucos estudos realizados no Brasil pode-se citar: Nadir e Nakao (2009), Martinez (2001) e Decourt, Martinewski e Pietro Neto (2007), os quais encontraram comprovações de gerenciamentos de resultados, no Brasil, por parte das empresas brasileiras. Esses mesmos autores corroboram a ideia de que os indivíduos, para alcançar interesses próprios, utilizam-se da teoria da agência e, mesmo sendo estabelecido um contrato com as premissas que atendam às partes, percebe-se que nem todas as oportunidades são contempladas em detrimento da riqueza do principal. No entanto, percebe-se que não são estudos recentes e não abordam o atendimento das empresas às cláusulas contratuais de restrições de dívidas e os dividendos, sendo necessário que novas pesquisas semelhante às desenvolvidas no ambiente internacional também sejam realizadas em empresas nacionais, haja vista que poucos estudos exploraram a relação entre gerenciamento de resultado e distribuição de dividendos em empresas com *covenants* criando, assim, uma lacuna do conhecimento.

Diante do exposto, o estudo em questão distingue-se dos demais por buscar preencher essa lacuna do conhecimento, fundamentando o problema de pesquisa na seguinte questão: as empresas brasileiras que possuem *covenants* e as empresas que não possuem *covenants* gerenciam o resultado contábil? Adicionalmente, pretende-se responder ao seguinte questionamento: empresas que tem e cumprem cláusula de *covenants* distribuem dividendos maiores que empresas que tem e não cumprem e com as cláusulas?

Destaca-se, assim, a importância de estudar essa temática, pois, além de não dispor de informações recentes, nas pesquisas anteriores não ficou evidente se o gerenciamento dos lucros evitam a redução dos dividendos. Além disso, tem-se observado, nos estudos em empresas internacionais, a influência de *covenants* de dividendos em relação ao investimentos, tendo como consequência o agravamento do baixo investimento em relação ao financiamento da dívida, sendo necessário analisar se tal fato acontece também com as empresas nacionais. Nesse sentido, o estudo em questão vai ajudar a sanar as lacunas o conhecimento, ajudando a entender esse gerenciamento entre as empresas brasileiras, sendo de interesse de acionista, empresários e comunidade acadêmica, uma vez que o índice de endividamento do país é um dos mais altos, em comparação aos demais países emergentes, e as taxas de juros real constituem uma das maiores do mundo, como explica Duarte (2018).

Trata-se de uma pesquisa para demonstrar, por meio de relatórios de administração, a quantidade de empresas listadas na B3 que distribuíram lucro obedecendo à cláusula de restrição. A amostra a ser utilizada por este estudo foi composta por todas as empresas listadas na B3, que possuem ou não cláusulas de *covenants* e que cumprem ou não as cláusulas restritivas e que distribuíram

dividendos. Foram trabalhadas apenas *covenants* e dividendo. Segregou-se também as empresas que distribuíram dividendos acima do mínimo obrigatório estabelecido por lei que é de 25%. As empresas com lucro líquido negativo também foram retiradas da amostra. As informações sobre *covenants* foram retiradas das notas explicativas das empresas. Foram utilizadas 675 observações, abrangendo o período de 2012 até 2017. O índice de performance EBITDA foi utilizado para controlar a lucratividade das empresas. Na pesquisa, todas as empresas que possuem EBITDA positivo e empréstimos e financiamentos superiores a 12 meses foram selecionadas para fazer parte do estudo, além das empresas com cláusula restritiva. Também foram selecionadas as empresas com índice de solvência pelo modelo de Kanitz (1978) entre 0 e 7, pois entende-se que essas empresas teriam como quitar suas dívidas mesmo distribuindo lucro.

Assim, com a proposta do estudo, pretende-se, com os resultados, evidenciar os avanços teóricos, com o intuito de que o desempenho e o gerenciamento possam ser melhorados pelos gestores a partir das suas escolhas no setor contábil a fim de evitar a ruptura dos *convenants*.

Pretende-se, desse modo, contribuir com a literatura, de modo a identificar se as empresas que gerenciam resultado, com o propósito de atender a cláusulas contratuais de restrições de dívidas ou não, conseguem distribuir dividendos maiores que as empresas que possuem ou não. De uma maneira prática, este estudo visa a contribuir com as empresas, em suas definições de políticas de dividendos, bem como auxiliar os credores a identificar se as empresas cumprem efetivamente o que fora acordado, complementando, assim, os estudos já realizados por Nadir e Nakao (2009), Martinez (2001), Decourt, Martinewski e Pietro Neto (2007), Daniel, Denis e Naveen (2008), Kim, Lee e Lie (2017) e Jung, Lee e Yang (2016), que não explanaram

de forma específica o fato de as empresas atenderem as cláusulas contratuais de restrições de dívidas e os dividendos. Desse modo, espera que este estudo possa contribuir com uma discussão mais ampla sobre o tema, demonstrando como está sendo feito o gerenciamento dos resultados e se os objetivos das cláusulas de *covenants* decorrentes dos dividendos estão sendo cumpridas nas empresas brasileiras.

Para alcançar a proposta do estudo, apresenta-se a seguinte estrutura: o capítulo 1, que apresenta a introdução do estudo, seguido pelo referencial teórico, que compõe o capítulo 2. A metodologia é apresentada no capítulo 3. Os resultados no capítulo 4, e, por fim, no capítulo 5, apresentam-se as conclusões e considerações gerais, explicitando as limitações e sugestões para pesquisas futuras.

## Capítulo 2

### 2. REFERENCIAL TEÓRICO

Esse capítulo faz uma abordagem sobre *covenants*, gerenciamento de resultados, dívida e pagamentos de dividendos. Seu desenvolvimento baseia-se nos ensinamentos de Healy e Palepu (1990), Daniel, Denis e Naveen (2008), Armstrong, Guay e Weber (2010), Demerjian (2017), entre outros. Tais autores trazem argumentos importantes, que elucidam os temas tratados no arcabouço teórico, bem como o comportamento das empresas quanto a *covenants*, gerenciamento de resultados, dívida e pagamentos de dividendos. Sob o arcabouço de Jung, Lee e Yang (2016), a literatura acadêmica evidencia que os *covenants* de dívida tratam de forma branda os conflitos que surgem entre os acionistas e os detentores de dívida, o que resulta na limitação das ações propostas pelos gestores que diminuem o valor dos títulos. Na sequência, tem-se a elaboração das hipóteses, para que, com as análises documentais, elas sejam confirmadas ou refutadas.

#### 2.1. ARCABOUÇO TEÓRICO

Segundo Modigliani e Miller (1958), a irrelevância envolvida nas decisões de estrutura de capital estão relacionadas às condições de um mercado de capitais perfeito, que, em linhas gerais, quer dizer a inexistência de impostos, custo de falência e custo de transação. Além disso, percebe-se que não há problemas de agência e de assimetria de informação (Modigliani & Miller, 1958). Os autores destacaram ainda que há um acesso ilimitado a crédito no mercado, sem risco em relação a taxa de juros. Com relação ao mercado perfeito, os autores sugerem que tanto faz estabelecer

um alto ou baixo nível de endividamento no que tange à influência do valor de mercado da empresa, até porque o que determina esse valor são as decisões tomadas em relação às decisões de investimento.

Anos depois, foram evidenciadas, nas decisões de estrutura de capital, a relevância dos impostos corporativos (Modigliani & Miller, 1963). Os autores chegaram a esse entendimento ao perceber que, em um mercado em que se calcula os impostos sobre o lucro das empresas, estas deveriam desenvolver suas atividades com proporções de dívidas bem significativas, isso porque a vantagem fiscal obtida com a quitação das dívidas pagas com os juros é utilizada para dedução no imposto de renda, prática essa que não acontece com o pagamento pelos acionistas realizados com os fluxos de caixa, especialmente em relação aos dividendos. A ideia de que existe, no endividamento, um nível considerado ótimo não descarta a possibilidade de que possam existir outros motivos, práticas ou teorias que elucidem a definição do composto de capital proposto pelas empresas (Nakamura, Martin, Forte, Carvalho Filho, Costa, & Amaral, 2007).

Armstrong, Guay e Weber (2010) explicam que, no mercado financeiro, essas operações de empréstimos e financiamento entre credores e empresas acontecem com bastante frequência, em virtude de a principal preocupação do credor ser a de que o devedor devolva o capital acrescido dos juros que foram pactuados nos contratos. Adicionalmente, o autor cita que todos os contratos firmados buscam a garantia do pagamento da dívida contraída, sendo essas garantias reais, ou seja, com hipoteca de bens do ativo imobilizado. Os contratos de dívida amenizam os conflitos de interesses entre o credor e o devedor, sendo que as cláusulas restritivas, no caso os *covenants*, são utilizadas para reforçar a segurança dos contratos (Armstrong, Guay, & Weber, 2010). Os *covenants* estão inseridos em contratos de empréstimos,

cujo objetivo é pacificar os conflitos existentes na relação financiador-acionista e reduzir os custos financeiros da operação e aumentar o valor total da empresa emprestadora (Smith & Warner, 1979; Beiruth & Fávoro, 2016). Dessa forma, há que se entender que os credores impõem certas condições como limites, restrições e obrigações, no sentido de garantir que a empresa evite tomar decisões errôneas que a façam entrar em estado de insolvência e, conseqüentemente, não realize o pagamento das dívidas (Even, 2015).

Frequentemente empregado nos Estados Unidos, o termo *covenants* significa “noções de convenção, pacto, convênio, cláusula contratual”, segundo o qual pactua-se um contrato entre a instituição financeira e o tomador do crédito, para resguardar a instituição financeira em caso de situações de descumprimento das regras ou eventuais alterações na tomadora dos recursos (Perin & Glitz, 2015). Complementa-se a essa definição o entendimento de Borges (1999), que considera *covenants* um conjunto de obrigações contratuais que tem como premissa indireta assegurar os financiamentos, tendo como resultado o pagamento da dívida. Demerjian (2017) menciona que *covenants* precisam obter duas características, a primeira delas refere-se à negociação, ou seja, fornecer um gatilho inicial para que de fato essa negociação aconteça, e a outra é usar o *covenant* de forma informativa, de modo que se tenha uma visão do valor futuro da empresa.

Entre vários tipos de *covenants*, há os contratuais, que estão separados em **contábeis financeiros** ou **não contábeis não financeiros** (Bradley & Roberts, 2015; Ramsay & Sidhu, 1998). Os *covenants* contábeis possuem cláusulas de restrição de dívidas baseadas em dados contábeis, seja por valores nominais ou índices financeiros (Bradley & Roberts, 2015; Ramsay & Sidhu, 1998). Sendo assim, a intenção dos contratos de restrições de dívida é controlar e limitar as ações do

devedor, evitando o inadimplemento da dívida ou um possível pedido de recuperação judicial, pois, nesses acordos, existe cláusula de vencimento antecipado em caso de descumprimento de cláusulas ou inadimplência (Inamura, 2009). Segundo o autor, são garantias cujo foco é assegurar a boa administração bem como a integridade do patrimônio. Tais premissas são relevantes, pois asseguram ao devedor uma maior credibilidade, diferentemente das garantias pessoais ou reais oferecidas pelo mercado, como no caso pignoratícias ou hipotecárias (Inamura, 2009).

## 2.2. DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

Mather e Peirson (2006) explanam sobre dois grupos em que os *covenants* dividem-se, são eles: *covenants* **contábeis** e **não contábeis**. Essa divisão evidencia a importância das demonstrações contábeis, que são documentos que podem ser utilizados para controlar os recursos das empresas assim como definir o momento de requerer recursos externos (Beiruth & Fávero, 2016). Os *covenants* são apresentados constantemente como forma de indicadores contábeis. Além disso, há também uma forte relação existente entre os *covenants* e as informações contábeis (Beiruth & Fávero, 2016; Watts & Zimmerman, 1986).

Nesse contexto, destaca-se o gerenciamento de resultados, que acontece quando os gestores, na divulgação das informações financeiras ou na estruturação de alguma outra transação, alteram as informações dos demonstrativos financeiros, no intuito de não demonstrar as partes interessadas o real desempenho da firma, ou com o intuito de interferir nos resultados contratuais que dependem das informações constantes nestes demonstrativos (Healy & Whalen, 1999).

Para Bhojraj et al. (2009), o gerenciamento dos resultados reais usados para atender ou alcançar uma determinada meta da empresa pode apresentar um pior

desempenho no futuro. Segundo Di Meo, Lara e Surroca (2017), ao ter um melhor acompanhamento das atividades da empresa e fazendo uma boa gestão dos resultados, é possível ter maiores ganhos, trazendo grandes benefícios para a empresa. Gompers, Ishii e Metrick (2010) mencionam também que, embora na literatura venha evidenciando que o acompanhamento da gestão dos resultados possa prejudicar os interesses dos acionistas, os gerentes que fazem esse tipo de acompanhamento conhecem melhor a empresa e, conseqüentemente, estão mais aptos a sobressair-se no mercado, cada vez mais concorrente, comportando-se de forma mais eficaz, já que conhecem bem os relatórios gerenciais.

Corroborando com esse raciocínio, Di Meo, Lara e Surroca (2017) mencionam que usar as informações apresentadas a partir da gestão dos resultados é, na verdade, mais uma ferramenta informativa e menos prejudicial aos acionistas, pois está relacionado ao aumento do valor futuro da empresa.

Seguindo essa linha, Healy e Whalen (1999) definem o gerenciamento de resultados como um conjunto de decisões gerenciais que não tem a intenção, pelo menos em curto prazo, conforme estabelecido pela gestão, de divulgar o valor real dos lucros. Pae (2005) lembra que, quando valor da empresa não é divulgado em curto e longo prazo ou ainda quando a gestão fica neutra ao ser informada sobre o desempenho real no curto período, as ações da empresa podem ser prejudicadas. O autor destaca também que os lucros gerenciados são oriundos da produção ou investimentos antes de os lucros serem realizados.

O gerenciamento de resultados é um processo no qual existe uma manipulação intencional nos relatórios financeiros externos, tendo como propósito obter algum ganho ou atender a algum benefício particular (Dechow & Skinner, 2000). O autor menciona também que a divulgação das informações gerenciais não abrange o lucro,

ou seja, somente números contábeis como informação e acrescenta o gerenciamento de componentes do lucro de forma complementar, sendo possível o gerenciamento acontecer independente da fase do processo para divulgação externa (Dechow & Skinner, 2000).

Na concepção de Beiruth (2015), há, no momento em que se percebe que um *covenant* está prestes a ser violado, um incentivo para que seja praticado o gerenciamento de resultado, tendo como propósito mascarar o real cenário da empresa e, assim, demonstrar que o *covenant* está sendo cumprido. Nesse caso, a percepção de que o *covenant* apresenta sinais de que não será cumprido faz que a empresa pratique o gerenciamento dos resultados.

Como pode ser visto, o gerenciamento de resultados é feito pelas empresas com o propósito de manipular os dados dos contratos de dívidas. No entanto, as que não cumprem os *covenants* têm outros motivos que incentivam os gestores a gerenciar os resultados. Segundo Stolowy e Breton (2004), as empresas sentem-se motivadas a fazer o gerenciamento dos resultados por causa da possibilidade de a riqueza ser transferida entre a empresa e a sociedade, que, nesse caso, refere-se aos custos políticos, ao custo de capital ou aos planos de compensação. Os autores destacam que, nas duas primeiras situações: custos políticos e custo de capital, busca-se beneficiar os proprietários e a própria empresa, ao passo que os planos de compensação beneficiam os gestores.

Segundo Moura e Gupta (2019), o Brasil possui problemas como alta concentração acionária, baixo *enforcement* e baixa proteção aos investidores. Dessa forma, as empresas, independentemente de possuir *covenants*, veem um custo relativamente baixo para gerenciar resultado. Portanto, tem-se a seguinte hipótese:

**H1** - Existe prática de gerenciamento de resultado em empresa que possui *covenants* e em empresas que não tem *covenants*.

Jung, Lee e Yang (2016) explicam que as cláusulas de restrição de dividendos poderiam se relacionar a mais investimentos em projetos de valor presente líquido positivos ou possivelmente ser melhorados no desempenho operacional subsequente. No entanto, como Myers (1977) aponta, restringir os pagamentos de dividendos pode não resolver o problema do sub-investimento, citando como exemplo a situação em que as partes interessadas não conseguem monitorar as atividades de autosserviço da administração ou quando é muito caro fazê-lo. Nesse caso, a administração pode transferir capital para si mesma como vantagens não pecuniárias. Segundo Jung, Lee e Yang (2016), os *covenants* de dividendos são projetados para mitigar o conflito entre detentores de dívida e acionistas em relação à distribuição de dividendos. Para Smith e Warner (1979) e Kalay (1982), a influência das restrições ao pagamento de dividendos sobre o investimento não exige necessariamente que os acordos de dividendos sejam vinculativos. Eles propõem que, com a identidade do fluxo de caixa, impor um montante máximo de pagamento de dividendos efetivamente coloca um mínimo em despesas de investimento, sugerindo uma quantidade maior de investimento associada a cláusulas de dividendos.

A discussão acima sugere que a administração não pode investir dinheiro restrito do pagamento de dividendos. Por outro lado, quando a administração opta por investir em projetos disponíveis, na presença de risco de agência gerencial que surge da separação de propriedade e controle, os administradores podem buscar políticas de interesse próprio que não maximizam o valor da empresa, como a construção de um império (Chava, Kumar, & Warga, 2010). Nesse caso, a administração poderia usar o *covenant* de dividendos como justificativa para não pagar o excesso de caixa

aos acionistas e, em vez disso, investir em projetos de valor presente líquido negativo. Assim, a restrição de dividendos poderia exacerbar o problema do fluxo de caixa livre e potencialmente levar ao excesso de investimento (Jensen, 1986).

Na vida das empresas existem processos que devem ser considerados para tomada de decisão financeira, e nesse conjunto, a política de dividendos é considerada como parte relevante, pois provoca alterações importantes nos indicadores econômico-financeiros, gerando impactos significativos e diretos na política de investimentos e financiamentos (Almeida, Pereira, & Tavares, 2015). Os autores mencionam também que a empresa, ao definir sua política de dividendos, para que a rentabilidade dos acionistas seja maximizada, faz-se aferir um nível ótimo de pagamento. A confrontação desses objetivos provoca um trade-off entre o valor a pagar e a reter (Almeida, Pereira, & Tavares, 2015).

De acordo com o exposto nesta seção, por limitar as atividades da empresa, os *covenants* têm uma grande relevância no que se refere à diminuição dos riscos operacionais, isso porque propõem ações que impedem a utilização inadequada de capital de terceiros pela administração, que, caso contrário, teria uma consequência indireta, aumentando os recursos recebidos por parte dos credores (Beiruth & Favero, 2016). Dessa forma, as empresas que cumprem as cláusulas de *covenants* estariam aptas a pagar dividendos em relação às que não cumprem.

Ademais, espera-se que as empresas que não tenham cláusulas de *covenants* não atendam necessidades específicas dos credores e, portanto, possam distribuir mais dividendos para os acionistas.

Healy e Palepu (1990) citam que as empresas próximas de violar *covenants* de dividendos não gerenciam resultados para cima, mas reduzem seus dividendos. DeAngelo e DeAngelo (1990) afirmam que, para as empresas que sofrem perdas

persistentes, os acordos de dividendos vinculativos parecem ser um importante fator para a redução de dividendos. Por outro lado, um estudo mais recente de Daniel, Denis e Naveen (2008) conclui que as empresas com dívida, mas não aquelas sem dívida, gerenciam resultados para cima para manter os níveis de dividendos existentes. Os mesmos autores sugerem que acordos de dividendos em contratos de dívida poderiam afetar o incentivo de gerenciamento de resultados.

Portanto, conjectura-se o seguinte:

**H2** - As empresas que tem e cumprem cláusulas de *covenants* distribuem dividendos maiores que as empresas que tem e não cumprem.

## Capítulo 3

### 3. METODOLOGIA DA PESQUISA

O objetivo deste trabalho é verificar se as empresas brasileiras que possuem *covenants* — ou, se não possuem *covenants* —, gerenciam o resultado contábil. Adicionalmente, pretende-se verificar se empresas que tem e cumprem com cláusula de *covenants* distribuem dividendos maiores que as empresas que tem e não as cumprem.

O procedimento técnico baseia-se em uma pesquisa empírica, quantitativa e documental, tendo sido a coleta de dados extraída dos documentos contábeis da empresa na base de dados da economática, das notas explicativas, formulários de referência e nos relatórios aos investidores. Sobre esse procedimento, Silva e Grigolo (2002) afirmam que a pesquisa tem o objetivo de selecionar, de tratar e interpretar a informação de forma bruta, com a finalidade de extrair dela algum sentido e introduzir nela algum valor, visando a dar uma contribuição para a comunidade científica e, ao mesmo tempo, possibilitar que outros possam voltar a desempenhar o mesmo papel no futuro. Na abordagem quantitativa, o objetivo é demonstrar quantas empresas cumpriram as cláusulas de *covenants* evidenciados nos relatórios de administração e distribuíram lucro obedecendo à cláusula de restrição. As informações sobre *covenants* foram retiradas das notas explicativas das empresas.

O estudo realizado está composto por todas as empresas listadas na B3. Foram segregadas as empresas com nível diferenciado de governança, ou seja, as empresas no segmento A1, A2 e Novo Mercado, pois essas empresas estão sujeitas ao cumprimento de obrigações mais rígidas que as empresas de outros segmentos,

realizando divulgação de relatórios e balanços com informações fidedignas, como as que se presume que foram utilizadas para a coleta de dados desta pesquisa. Segregou-se também as empresas que distribuíram dividendos acima do mínimo obrigatório estabelecido por lei que é de 25%. As empresas com lucro líquido negativo também foram retiradas da amostra. Desta forma, foram utilizadas 675 observações, abrangendo o período de 2012 até 2017. Dessas 675 observações, 364 observações são de empresas que não possuem contratos de *covenants*, 300 observações de empresas que possuem contratos de *covenants* e cumprem as cláusulas, e 11 observações são de empresas que possuem contratos de *covenants* mas não cumpriram com as cláusulas do contrato. O índice de performance EBITDA foi utilizado para controlar a lucratividade das empresas.

Com a divulgação da instrução normativa CVM 527/2012, tem-se o início do período do estudo, sendo este de 2012 até 2017, pois foi por meio dessa instrução normativa que o EBITDA passou a ser padronizado.

Na pesquisa, todas as empresas que possuem informações de EBITDA e empréstimos e financiamentos superiores a 12 meses, ou seja, empréstimos e financiamentos de longo prazo, foram selecionadas para fazer parte do estudo, além das empresas com cláusula restritiva. Também foi calculado o índice de solvência pelo modelo de Kanitz (1978), demonstrando-se que empresas com índice abaixo de zero estão em risco de falência. Dessa forma, espera-se que empresas que possuam altos índices tenham como quitar suas dívidas, mesmo distribuindo lucro.

Sobre a coleta de dados, dada a dificuldade imposta pela pesquisa, já que não há uma base de dados com as informações requeridas, foi necessário desenvolver uma base de dados própria. A base de dados foi criada a partir das notas explicativas

das empresas para coleta dos dados sobre *covenants* e os dados coletados na Economática®.

Para análise dos resultados de *covenants* e realização dos testes de média e para análise das regressões entre grupos, foram criadas as *dummies* “**não possui (nao\_possui)**”, que assume valor 1 quando não possui e 0 caso contrário; “**possui e cumpre (possui\_cumpre)**” que assume 1 quando a empresa possui e cumpre e 0 em caso contrário e a *dummie* “**possui e não cumpre (possui\_ncumpre)**” assumindo valor 1 quando possui e não cumpre e 0 em caso contrário.

Para análise dos resultados de dividendos, foram consideradas todas as empresas que distribuíram lucro acima do mínimo obrigatório por lei e que contém lucro líquido. Considera-se dividendos todas as formas de remuneração a sócios e acionistas constantes na base da economática.

Para a construção das análises de dados, foram utilizados os métodos de Mínimos Quadrados Ordinários, por se tratar de regressão linear, para análise da hipótese 1 e, *logit* para análise da hipótese 2. Para Cordeiro e Demétrio (2007) e Freitas (2013), o *logit* e o *probit* são alguns dos métodos estatísticos, entre outros, usados para a análise de dados considerados casos especiais de modelos lineares generalizados. Segundo Stock e Watson (2004) e Freitas (2013), a função de ligação *logit* é semelhante à *probit*, salvo no que diz respeito à substituição da função de distribuição acumulada utilizada no cálculo da probabilidade, uma vez que a função de ligação *logit* utiliza da distribuição logística e a função de ligação *probit* utiliza da distribuição normal. Os dados estão em painel com efeito fixo.

Em relação ao gerenciamento de resultados, dentre várias formas de calculá-lo, foi utilizado a equação modificada de Dechow, Sloan e Sweeney (1995):

$$ACC_{it} / A_{it-1} = \alpha / A_{it-1} + \beta_1([\Delta ROL_{it} / A_{it-1}] - [\Delta CR_{it} / A_{it-1}]) + \beta_2[Imob_{it} / A_{it-1}] + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde:

ACC = *accruals* totais;

A = ativos totais;

$\Delta ROL$  = variação da receita operacional líquida de vendas;

$\Delta CR$  = variação de contas a receber;

Imob = saldo de ativo imobilizado, intangível e diferido (brutos);

$\varepsilon$  = termo de erro;

Subscritos: empresa *i*, ano *t*.

Conforme demonstrado no trabalho de Pinho e Costa (2008), os *accruals* podem ser definidos assim:

$$ACC = LL - FCO \quad (2)$$

Onde:

LL = Lucro líquido;

FCO = Fluxo de caixa operacional.

Jones (1991), e, posteriormente, DeFond e Jimbalvo (1994) e Subramanyan (1996), separaram os *accruals* em discricionários e não discricionários. Os primeiros são a parte dos *accruals* que pode ser manipulada pela gestão com intuito de gerenciar os resultados, e os últimos são a parte dos *accruals* decorrente exclusivamente dos fundamentos da firma e, portanto, fazem parte das atividades operacionais.

O modelo proposto estima os *accruals* não discricionários como uma função do nível de ativos imobilizado e a variações na receita, conforme abaixo:

$$\frac{ACC_{j,t}}{AT_{j,t-1}} = \alpha \left[ \frac{1}{AT_{j,t-1}} \right] + \beta \left[ \frac{\Delta ROL_{j,t} - \Delta CR_{j,t}}{AT_{j,t-1}} \right] - \gamma \left[ \frac{IMOB_{j,t}}{AT_{j,t-1}} \right] + e_{j,t} \quad (3)$$

Na equação, ACC são os *accruals* totais para a firma j no ano t, AT representa os ativos totais,  $\Delta ROL$  é a variação da receita,  $\Delta CR$  é a variação das contas a receber e IMOB refere-se aos ativos imobilizados.

Os *accruals* não discricionários são definidos como valor estimado da equação anterior:

$$NDCA_{j,t} = \hat{\alpha} \left[ \frac{1}{AT_{j,t-1}} \right] + \hat{\beta} \left[ \frac{\Delta ROL_{j,t} - \Delta CR_{j,t}}{AT_{j,t-1}} \right] + \hat{\gamma} \left[ \frac{IMOB_{j,t}}{AT_{j,t-1}} \right] \quad (4)$$

E os *accruals* discricionários são determinados como o resíduo da regressa 4, a nossa *proxy* utilizada para gerenciamento de resultados, GR.

Como teste adicional, o gerenciamento de resultados também foi calculado pelo modelo de Collins, Pungaliya e Vijh (2017). Esse modelo é o modelo Jones com *dummys* de *accruals* de quintil de retorno sobre os ativos para medir o desempenho da empresa (ROA), crescimento de vendas (SG) e *Market-to-book* (MB). De acordo com Collins, Pungaliya e Vijh (2017), o modelo tem um refinamento importante quando comparado ao modelo de Jones básico, pois fornece uma abordagem geral de controle simultâneo dos efeitos de desempenho e crescimento em *accruals* (não discricionário) de maneira não linear, mantendo o poder dos testes.

$$ACC_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 Q_{1,i,t} + \lambda_2 Q_{2,i,t} + \lambda_3 Q_{3,i,t} + \lambda_4 Q_{4,i,t} + \lambda_5 (\Delta SALE_{it} - \Delta AR_{it}) + \lambda_6 \Delta ACC_{it-4} + \sum_k \lambda_{7,k} ROA\_Dum_{k,i,t} + \sum_k \lambda_{8,k} SG\_Dum_{k,i,t-4} + \sum_k \lambda_{9,k} MB\_Dum_{k,i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Onde:

$ACC = accruals$  totais; representando  $ACC_{i,t}$  os acréscimos, conforme segue:  
 $ACC_{i,t} = b_0 + b_1 \Delta SALES_{i,t} + e_{i,t}$ . As provisões  $ACC_{i,t}$  são calculadas usando a demonstração do fluxo de caixa;

$Q$  = trimestre;

$i$  = empresa, observação;

$t$  = tempo;

$k$  = quintil;

$\Delta SALES_{i,t}$  = variação de vendas no trimestre adjacente, calculada como:  
 $(VENDAS_{i,t} - VENDAS_{i,t-1}) / ATIVOS_{i,t-1}$ . É a variação das vendas padronizada pelo ativo;

$\Delta AR$  = variação de contas a receber, sendo contas a receber a soma do curto prazo com longo prazo;

$\Delta ACC$  = variação *accruals* totais;

$ROA$  = Lucro Líquido / AT, calculado como o lucro líquido dividido pelo total de ativos durante o trimestre  $t$  (ou seja,  $NI_{i,t} / ATIVOS_{i,t}$ ). Variável para medir lucro sobre ativo total, representa retorno sobre ativos.

$SG = (VENDAS_{i,t} - VENDAS_{i,t-1}) / VENDAS_{i,t-1}$ ; é variação nas vendas do trimestre  $t-1$  para  $t$  dividida pelas vendas durante o trimestre  $t-1$ , representa o crescimento de vendas

$MB$  = calculado como a razão entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido no trimestre  $t-1$ .

Na equação, a variável *dummy*  $SG\_Dum_{k,i,t_4 a t}$  assume o valor 1 se SG do trimestre  $t_4 a t$  para a empresa  $i$  pertence ao quinto quintil de SG nos dados agregados e 0 em caso contrário. Como foi incluído um termo de interceptação, incluíram-se variáveis *dummys* somente para o quintil  $k \in \{1, 2, 4 e 5\}$ . Assim, os coeficientes de regressão,  $b_{8,k}$ , da variável *dummy*  $SG\_Dum_{k,i,t_4 a t}$  podem ser vistos como a diferença entre os *accruals* médios para o quintil SG  $k$  quintil 3 depois de controlar o efeito de outras variáveis.

As variáveis *dummys* do quintil para outras características da empresa, como ROA e MB, têm a mesma interpretação.

Cada uma dessas variáveis de *dummy* são divididas em 5 partes (quintil), gerando 5 *dummys*, sendo que uma *dummy* de cada variável é omitida para análise das demais a partir da que foi omitida; nesse modelo; a omitida foi a 3ª.

$\varepsilon$  = termo de erro.

A abordagem *dummy* do quintil apresenta as vantagens, em relação a outras abordagens, de incluir controles lineares ou subtrair as provisões de uma empresa correspondente. Primeiro porque acomoda a não linearidade na relação entre *accruals* e características da empresa. Segundo porque ela não aumenta o desvio padrão transversal de medidas de competência discricionárias da  $\sqrt{2}$ . Assim, o poder de detectar uma determinada quantidade de gerenciamento de resultados será maior para essa abordagem *versus* as abordagens correspondentes (Collins, Pungaliya, & Vijn, 2017).

O modelo utilizado neste estudo teve as variáveis defasadas em 1 ano, para se obter uma assimetria nos resultados, uma vez que os cálculos do trabalho estão ano. Segue modelo ajustado:

$$\begin{aligned}
ACC_{it} = & \lambda_0 + \lambda_1 Q_{1,i,t} + \lambda_2 Q_{2,i,t} + \lambda_3 Q_{3,i,t} + \lambda_4 Q_{4,i,t} + \lambda_5 (\Delta SALE_{it} - \Delta AR_{it}) + \\
& \lambda_6 \Delta ACC_{it-1} + \sum_k \lambda_{7,k} ROA\_Dum_{k,i,t} + \sum_k \lambda_{8,k} SG\_Dum_{k,i,t-1} + \sum_k \lambda_{9,k} MB\_Dum_{k,i,t-1} + \\
& \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{6}$$

Para testar a hipótese 1, estimamos a equação 7 da seguinte forma:

$$\begin{aligned}
GR_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Covenant_{it} + \beta_2 Tamanho_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 CobDiv_{it} + \\
& \beta_5 Dividendo_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{7}$$

**Nota:** **não possui** (dummy onde se a empresa não possuir, covenants, assume valor 1 e 0 em caso contrário); **possui cumpre** (dummy onde se a empresa possuir e cumprir com covenants, assume valor 1 e 0 em caso contrário); **Tamanho:** Log (Ativo) ou AT Real; **ROA:** Lucro Líquido/AT; **CobDiv:** EBTIDA/PO); **Dividendo** (dummy onde se a empresa pagar dividendo assume valor 1 e 0 em caso contrário).

A equação 7, que mede o gerenciamento de resultados, é utilizada tanto para o modelo modificado de Dechow, Sloan e Sweeney (1995) (GR1) como para o modelo de Collins, Pungaliya e Vijh (2017) (GR2), tendo como *proxy* o resíduo de cada um dos modelos citados. Tanto GR1 quanto GR2 estão em módulo. A variável de controle ROA foi desconsiderada no teste do modelo GR2 pois já é variável presente no modelo original.

A variável “covenants” possui duas *dummies*, que serão estimadas separadamente acompanhando  $\beta_1$  e testadas em dois modelos, sendo em “**não possui (nao\_possui)**”, que assume valor 1 quando não possui e 0 caso contrário; “**possui e cumpre (possui\_cumpre)**”, que assume 1 quando a empresa possui e cumpre e 0 em caso contrário.

A variável de controle tamanho, Dechow, Ge e Schand (2010), Francis, LaFond, Olsson e Schiper (2005) e Gu, Lee e Rosett (2005) explicam que empresas maiores possuem menos *accruals* discricionários e motivos para gerenciar, apresentando um sinal negativo. Com relação ao ROA, Dechow, Ge e Schand (2010) e Dechow e

Dichev (2002) mencionam que se trata de uma variável criada para medir lucro sobre ativo total, sendo, nesse caso, esperado um sinal negativo. Nardir e Nakao (2009), sobre CobDiv, afirmam que trata-se de uma variável criada para medir o fluxo de caixa para fins de cumprimento das dívidas e capacidade de evitar dificuldades financeiras, esperando-se, assim, um sinal positivo.

Para testar a hipótese 2, que consiste em verificar se empresas que tem e cumprem com cláusulas de *covenants* distribuem dividendos maiores que as empresas que tem e não cumprem com as cláusulas, estimaremos a equação 8:

$$Dividendo_{it} = \beta_0 + \beta_1 Covenant_{it} + \beta_2 Tamanho_{it} + \beta_3 IS + \beta_4 IE + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 CobDiv_{it} + \beta_7 Tangibilidade_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

**Nota:** **possui\_cumpre** (dummy onde se a empresa possui e cumprir com covenants, assume valor 1 e 0 em caso contrário); **possui\_ncumpre** (dummy onde se a empresa possui e não cumprir covenants, assume valor 1 e 0 em caso contrário); **Tamanho:** Log (Ativo) ou AT Real; **Solvência (IS):**  $X1 + X2 + X3 - X4 - X5$ ; **Endividamento (IE):**  $(EmpFinCP + EmpFinLP) / AT$ ; **ROA:** Lucro Líquido/AT; **CobDiv:** EBTIDA/PO; **Tangibilidade:**  $(ImobLiq - RR)/(AT - RR)$ .

A variável “*covenants*” possui duas *dummies*, que serão estimadas separadamente acompanhando  $\beta_1$  e testadas em dois modelos, “**possui e cumpre (possui\_cumpre)**” que assume 1 quando a empresa possui e cumpre e 0 em caso contrário e “**possui e não cumpre (possui\_ncumpre)**”, assumindo valor 1 quando possui e não cumpre e 0 em caso contrário.

No que diz respeito à variável de controle tamanho, Vancin e Procianoy (2014) e Zhang e Zhou (2018) explicam que empresas maiores tendem a pagar maiores dividendos do que as demais empresas, apresentando um sinal positivo. Com relação ao ROA, Zhang e Zhou (2018) mencionam que se trata de uma variável criada para medir lucro sobre ativo total, circunstância em que as empresas tendem a pagar maiores dividendos por ser mais rentáveis do que as demais, sendo, nesse caso,

esperado um sinal positivo. Nardir e Nakao (2009), sobre CobDiv, afirmam que trata-se de uma variável criada para medir o fluxo de caixa para fins de cumprimento das dívidas e capacidade de evitar dificuldades financeiras, esperando-se, assim, um sinal negativo. Quanto ao endividamento (IE), Vancin e Procianny (2014), Forti, Peixoto e Alves (2015) explicam que existe uma tendência ao menor nível de pagamento de dividendos, pois o recurso que vai para o acionista é o mesmo para o pagamento da dívida, estimando-se, nesse caso, um sinal negativo. Em relação a solvência (IS), Kanitz (1978) explica que as empresas que possuam altos índices têm como quitar suas dívidas, mesmo distribuindo lucro. Para Islam, Aamir, Ahmad e Saeed (2012) a solvabilidade da empresa é um índice importante para análise de solvência da firma, encontrando relação inversa entre endividamento e pagamento de dividendos, sendo sua hipótese confirmada por DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2004); esperando-se, nesse caso, um sinal negativo. Por fim, sobre a variável “tangibilidade”, Omram e Pointon (2004) e Aivazian, Booth e Cleary (2003) afirmam que a quantidade de tangíveis tem relação negativa com *payout*, sendo nesse caso esperado um sinal negativo.

Também foram realizados testes de média para verificar a taxa de pagamento de dividendos, o montante de dividendo pago por cada empresa, e o gerenciamento de resultados entre as empresas que possuem e cumprem as cláusulas de *covenants*, não possuem cláusulas restritivas e possuem e não cumprem *covenants*.

## Capítulo 4

### 4. ANÁLISE DOS DADOS

#### 4.1. AMOSTRA

A amostra foi obtida por meio do software Económica e das notas explicativas das empresas listadas na B3, disponibilizadas pela Comissão de Valores Mobiliários. Foram utilizadas 675 observações, abrangendo o período de 2012 até 2017. Dessas 675 observações, 364 observações são de empresas que não possuem contratos de *covenants*, 300 observações de empresas que possuem contratos de *covenants* e cumprem as cláusulas, e 11 observações são de empresas que possuem contratos de *covenants* mas não cumpriram com as cláusulas do contrato. A seguir, demonstrar-se-á que a estimação é controlada pela heterocedasticidade e auto correlação serial.

#### 4.2. ESTATÍSTICA DESCRITA

A TABELA 1 apresenta as informações de média, desvio padrão, mínimo e máximo das variáveis.

**TABELA 1: ESTATÍSTICA DESCRITIVA**

	<b>OBS</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Mín</b>	<b>Máx</b>
<b>nao_possui</b>	675	0.53	0.4988	0	1
<b>possui_cumpre</b>	675	0.44	0.4972	0	1
<b>possui_ncumpre</b>	675	0.01	0.1267	0	1
<b>GR1</b>	632	0.06	0.0683	0.0005	0.3218
<b>GR2</b>	487	0.05	0.0651	0.0016	0.3137
<b>dividendo D</b>	675	0.77	0.4160	0	1
<b>tamanho</b>	675	1.46	2.000	5.885	1.796

<b>roa</b>	675	6.44	5.634	-0.8699	2.221
<b>cob</b>	675	0.37	3.976	-4.836	3.047
<b>tangib</b>	675	0.19	0.2157	0	0.7436
<b>IS</b>	675	1.27.	4.644	-2.446	3.897
<b>IE</b>	675	5.65.	3.482	1.895	4.098

Fonte: Elaborado pelo autor (2019)

### 4.3. TESTES DE MÉDIA

Na TABELA 2, é apresentado o teste de média que objetiva testar a hipótese 2, que consistem em verificar se empresas que tem e cumprem cláusulas de *covenants* distribuem maiores dividendos do que empresas que tem e não cumprem as cláusulas. A análise aqui é baseada na taxa de dividendos padronizados pelo ativo total.

**TABELA 2: TESTE DE DIFERENÇA ENTRE MÉDIAS – DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS**

<b>Grupo</b>	<b>Média</b>	<b>Erro Padrão</b>	<b>Desvio Padrão</b>
<b>possui_cumpre (1)</b>	0.0347	0.0024	0.0422
<b>possui_ncumpre (2)</b>	0.0235	0.0138	0.0459
<b>Combinado</b>	0.0343	0.0024	0.0423
<b>Diferença</b>	0.0112	0.0130	
<b>H0: dif = 0 = média (0) – média (1)</b>			
<b>H1:</b>	<b>Prob (dif &lt; 0)</b>	<b>Prob (dif ≠ 0)</b>	<b>Prob (dif &gt; 0)</b>
	0.1937	0.3874	0.8063

No painel é apresentado os resultados entre empresas que possuem e cumprem com cláusulas de *covenants* (*possui\_cumpre*) contra empresas que possuem e não cumprem as cláusulas de *covenants* (*possui\_ncumpre*). Utilizando a métrica de dividendo dividido pelo ativo total.

Fonte: Elaborado pelo autor (2019).

Com base nos resultados da Tabela 2, a hipótese alternativa não possui p-valor significativo e, portanto, não há indícios de que se deva rejeitar a hipótese nula. Dessa forma, tanto as empresas que possuem e cumprem com *covenants* (1) como as

empresas que possuem *covenants* mas não as cumpre (2) possuem médias estatisticamente iguais.

A Tabela 3 apresenta um teste de diferença entre médias estimadas pelo modelo modificado de Dechow, Sloan e Sweeney (1995). Dado que existem na amostra empresas que possuem contratos de *covenants* e outras que não possuem, o teste busca testar se a média da variável “gerenciamento de resultado” é igual em uma comparação dois a dois, com um nível de significância de 5%. Abaixo, seguem os resultados.

**TABELA 3: TESTE DE DIFERENÇA ENTRE MÉDIAS – GERENCIAMENTO DE RESULTADO – MODELO MODIFICADO DE DECHOW, SLOAN E SWEENEY (1995)**

Grupo	Média	Erro Padrão	Desvio Padrão
nao_possui (0)	0.0694	0.0042	0.0768
possui_cumpre(1)	0.0507	0.0032	0.0570
Combinado	0.0604	0.0027	0.0686
Diferença	0.0186	0.0054	
<b>H0: dif = 0 = média (0) – média (1)</b>			
<b>H1:</b>	<b>Prob (dif &lt; 0)</b>	<b>Prob (dif ≠ 0)</b>	<b>Prob (dif &gt; 0)</b>
	0.9997	0.0007	0.0003

No painel é apresentado os resultados entre empresas que não possuem cláusulas de *covenants* contra empresas que possuem e cumpre as cláusulas de *covenants*.

Fonte: Elaborado pelo autor (2019).

Com base nos resultados da Tabela 3, no painel acima, a hipótese alternativa possui p-valor significativo e, portanto, rejeita-se a hipótese nula. Dessa forma, empresas sem *covenants* (0) apresentam maior média de gerenciamento que as empresas com *covenants* cumprido.

A Tabela 4 apresenta um teste de diferença entre médias estimadas pelo modelo de Collins, Pungaliya e Vijn (2017). Devido à existência, na amostra, de empresas que possuem contratos de *covenants* e outras que não possuem, o teste

busca averiguar se a média da variável “gerenciamento de resultado” é igual em uma comparação dois a dois, com um nível de significância de 5%. Abaixo, seguem os resultados.

**TABELA 4: TESTE DE DIFERENÇA ENTRE MÉDIAS – GERENCIAMENTO DE RESULTADO – MODELO DE COLLINS, PUNGALIYA E VIJH (2017)**

Grupo	Média	Erro Padrão	Desvio Padrão
nao_possui (0)	0.0666	0.0047	0.0747
possui_cumpre (1)	0.0538	0.0034	0.0525
Combinado	0.0605	0.0029	0.0653
Diferença	0.0128	0.0059	
<b>H0: dif = 0 = média (0) – média (1)</b>			
<b>H1:</b>	<b>Prob (dif &lt; 0)</b>	<b>Prob (dif ≠ 0)</b>	<b>Prob (dif &gt; 0)</b>
	0.9839	0.0322	0.0161

No painel é apresentado os resultados entre empresas que não possuem cláusulas de *covenants* contra empresas que possuem e cumpre as cláusulas de *covenants*.

Fonte: Elaborado pelo autor (2019).

Os resultados da Tabela 4, estimados pelo modelo de Collins, Pungaliya e Vijh (2017), são equivalentes aos do modelo modificado de Dechow, Sloan e Sweeney (1995), constantes na Tabela 3.

#### 4.4. CORRELAÇÃO DE PEARSON DAS VARIÁVEIS

A Tabela 5 apresenta as correlações entre as variáveis. Esta tabela de correlações foi gerada a um nível de 1% de significância, cujos valores significantes apresentam um asterisco\*.

TABELA 5: CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

	GR1	GR2	Dividendo	IS	IE	Tamanho	ROA	COB	Tangib
<b>GR1</b>	1.000								
<b>GR2</b>	0.5745*	1.000							
<b>Dividendo</b>	-0.1804*	-0.1573*	1.000						
<b>IS</b>	0.1394*	0.0422	-0.1496*	1.000					
<b>IE</b>	-0.0014	0.2993*	-0.2373*	-0.2472*	1.000				
<b>tamanho</b>	-0.2210*	-0.2799*	0.3531*	-0.4221*	0.0707	1.000			
<b>roa</b>	0.3170*	0.4452*	-0.0139	-0.0061	0.0463	-0.2522*	1.000		
<b>cob</b>	0.2069*	0.2436*	0.0959	-0.7302*	0.1087*	0.2503*	0.1450*	1.000	
<b>tangib</b>	-0.0033	-0.0253	0.0017	-0.1634*	0.0391	0.0841	-0.1934*	0.0574	1.000

Os asteriscos representam: \* coeficiente estatisticamente significante a 10%, \*\* a 5% e \*\*\* a 1%.

Fonte: Elaborado pelo autor (2019)

## 4.5. ANÁLISE DE REGRESSÃO

A Tabela 6, abaixo, demonstra os resultados obtidos por meio da estimação da equação 7, mediante dados em painel com efeito fixo pelo modelo modificado de Dechow, Sloan e Sweeney (1995) (GR1) e Collins, Pungaliya e Vijh (2017) (GR2).

Veja:

TABELA 6: REGRESSÕES COM DADOS EM PAINEL COM EFEITO FIXO			
Variáveis	Sinal esperado	GR1	GR2
<b>nao_possui</b>	+	0.0102 [0.0120]	0.0053 [0.0091]
<b>possui_cumpre</b>	+	0.0068 [0.0111]	0.0171** [0.0084]
<b>dividendo D</b>	-	0.0080 [0.0107]	-0.0247* [0.0127]
<b>tamanho</b>	-	0.0185* [0.0097]	0.0052 [0.0167]
<b>Roa</b>	-	0.0025* [0.0013]	
<b>CobDiv</b>	+	-0.0061 [0.0082]	0.0180** [0.0071]
<b>Efeito Fixo</b>			
<b>Firma</b>		SIM	SIM
<b>Cons</b>		-0.2430 [0.1489]	-0.0221 [0.2521]
<b>Num obs</b>		632	487
<b>Num grupos</b>		221	205
<b>Prob &gt; F</b>		0.1962	0.0032
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>		0.0238	0.0488

**Regressão com dados em Painel com efeito fixo.** Os valores entre colchetes representam o desvio padrão de cada coeficiente. Os asteriscos representam: \* coeficiente estatisticamente significativa a 10%, \*\* a 5% e \*\*\* a 1%. As variáveis estão assim definidas: **não\_possui** (dummy onde se a empresa não possui, covenants, assume valor 1 e 0 em caso contrário); **possui\_cumpre** (dummy onde se a empresa possui e cumprir com covenants, assume valor 1 e 0 em caso contrário); **dividendo\_d** (dummy onde se a empresa pagar dividendo assume valor 1 e 0 em caso contrário); **Tamanho**: Log (Ativo) ou AT Real; **ROA**: Lucro Líquido/AT; **CobDiv**: EBTIDA/PO.

Fonte: Elaborado pelo autor (2019)

Como é possível observar na tabela acima, as variáveis de *covenants* não foram estatisticamente significantes aos níveis de significância considerados para o

modelo de Dechow, Sloan e Sweeney (1995) (GR1). Assim sendo, não se pode determinar uma relação imediata entre gerenciamento de resultados e *covenants* entre as empresas. A variável TAMANHO para GR1 apresenta coeficiente com sinal negativo e estatisticamente significativo ao nível de 10%, o que demonstra que empresas maiores tendem a gerenciar mais seus resultados, o que também pode ser observado na variável ROA, que também é estatisticamente significativo, demonstrando que empresas que possuem maiores retornos sobre ativos, quanto maior for o retorno sobre o ativo, maior será o gerenciamento de resultados.

Pelo modelo de Collins, Pungaliya e Vijn (2017) (GR2), algumas variáveis de interesse são significantes aos níveis estatisticamente considerados. As empresas que possuem e cumprem *covenants* gerenciam mais seus resultados do que as empresas que não possuem *covenants*. A variável “dividendos” apresenta coeficiente com sinal negativo e estatisticamente significativo ao nível de 10%, o que demonstra que empresas que pagam dividendos tendem a gerenciar menos seus resultados. A variável “cob div” apresenta coeficiente com sinal positivo e estatisticamente significativo ao nível de 15%, o que demonstra que empresas que tem maior cobertura de dívida tendem a gerenciar mais seus resultados.

Abaixo, na Tabela 7, é apresentada a estimação de um modelo *logit*, que busca testar se as empresas que cumprem os contratos de *covenants* apresenta maior probabilidade de pagar dividendos.

$$\begin{aligned} Dividendo_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Covenant_{it} + \beta_2 Tamanho_{it} + \beta_3 IS_{it} + \beta_4 IL_{it} + \beta_5 ROA_{it} \\ & + \beta_6 CobDiv_{it} + \beta_7 Tangibilidade_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

onde  $\left\{ \begin{array}{l} Dividendo_{it} = 1 \text{ se a empresa paga dividendo} \\ Dividendo_{it} = 0 \text{ se a empresa não paga dividendo} \end{array} \right\}$

TABELA 7: MODELO LOGIT PARA TESTAR PROBABILIDADE DE PAGAMENTO DE DIVIDENDOS

Variáveis	Sinal Esperado	Dividendo
<b>possui_cumpre</b>	+	0.5940** [0.3468]
<b>possui_ncumpre</b>	-	1.0552 [1.1435]
<b>IS</b>	-	-0.0055 [0.0044]
<b>IE</b>	-	-0.0369*** [0.0070]
<b>Tamanho</b>	+	0.5058*** [0.0888]
<b>Roa</b>	+	0.0533** [0.0251]
<b>CobDiv</b>	-	-0.0336 [0.0391]
<b>Tangib</b>	-	0.0100 [0.7551]
<b>Cons</b>		-4.3539* [1.3107]
<b>Num obs</b>		675
<b>Prob &gt; F</b>		0.000

**Modelo logit.** Os valores entre colchetes representam o desvio padrão de cada coeficiente. Os asteriscos representam: \* coeficiente estatisticamente significativa a 10%, \*\* a 5% e \*\*\* a 1%. As variáveis estão assim definidas: **possui\_cumpre** (dummy onde se a empresa possuir e cumprir com covenants, assume valor 1 e 0 em caso contrário); **possui\_ncumpre** (dummy onde se a empresa possuir e não cumprir covenants, assume valor 1 e 0 em caso contrário); **Tamanho**: Log (Ativo) ou AT Real; **ROA**: Lucro Líquido/AT; **CobDiv**: EBTIDA/PO; **Endividamento** (IE): (EmpFinCP + EmpFinLP) / AT; **Solvência** (IS):  $X1 + X2 + X3 - X4 - X5$ ; **Tangibilidade**:  $(\text{ImobLiq} - \text{RR}) / (\text{AT} - \text{RR})$ .

Fonte: Elaborado pelo autor (2019)

Os resultados mostram que a variável *covenants* é estatisticamente significativa aos níveis de significância considerados, demonstrando que empresas que possuem e cumprem com cláusulas de covenants, distribuem dividendos maiores do que as empresas que possuem e não cumprem com as cláusulas. O índice de endividamento (IE) apresenta coeficiente com sinal negativo e estatisticamente significativa em todos os modelos, o que demonstra que um aumento no índice de endividamento de uma empresa diminui a probabilidade de ela pagar dividendos. Pode-se observar que as variáveis *tamanho* e *ROA* apresentam coeficiente com sinal positivo e

estatisticamente significativa, o que mostra que, quanto maior for a empresa e seu retorno sobre o ativo, maiores dividendos pagarão.

## Capítulo 5

### 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

#### 5.1. CONCLUSÕES

Estudos anteriores indicam a existência de *covenants* tanto para estabelecer garantias ao credor e fixar deveres e restrições aos devedores com o propósito de minimizar os riscos que surgem nas transações contratuais quanto para reduzir a inadimplência, a ingerência do credor na administração das empresas e também para criar potencial motivação para que as empresas evitem a violação do convênio da dívida por meio do gerenciamento de ganhos, podendo transformar o gerenciamento de ganhos em dividendos aos acionistas.

Este estudo avaliou se as empresas brasileiras, para atender a cláusulas contratuais de restrições de dívidas, gerenciam o resultado contábil. Avaliou ainda se as empresas que cumprem a cláusula de *covenants* distribuem dividendos maiores que as empresas que tem e não cumprem.

Para obtenção dos resultados, a pesquisa utilizou-se da econometria, mediante técnicas estatísticas, utilizando-se a correlação de *Pearson*, regressão com dados em painel e por modelo, *logit*, além dos testes de média. Também buscou-se testar gerenciamento de resultado tanto pelo modelo modificado de Dechow, Sloan e Sweeney (1995) quanto por Collins, Pungaliya e Vijh (2017).

Os testes de média baseados na taxa de dividendo paga por cada empresa padronizada pelo ativo total indicaram que tanto as empresas que possuem e cumprem com *covenants* como as empresas que possuem *covenants* mas não as cumprem, possuem médias estatisticamente iguais. Em relação ao gerenciamento de

resultado, o teste de média por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) no modelo modificado e Collins, Pungaliya e Vijn (2017) identificou que empresas sem *covenants* apresentam maior média de gerenciamento que as empresas que possuem e cumprem *covenants*.

Pelo modelo modificado de Dechow, Sloan e Sweeney (1995), a regressão indicou que não existem evidências estatísticas que comprovem a influência no nível do gerenciamento de resultado tanto para as empresas que não possuem *covenants* quanto para as que possuem e cumprem ou possuem e não cumprem, rejeitando a hipótese 1 do presente estudo. Já no modelo de Collins, Pungaliya e Vijn (2017), a regressão indicou que empresas com *covenant* e cumpre, apresentam maior média de gerenciamento que as empresas que não possuem *covenants*, confirmando a hipótese 1 deste estudo. A regressão indicou ainda que *covenants* têm relação direta com o pagamento de dividendos, onde as empresas que possuem e cumprem *covenants*, distribuem dividendos maiores que as empresas que possuem e não cumprem com as cláusulas restritivas, confirmando a hipótese 2 do presente estudo.

O presente estudo estende a literatura para o melhor entendimento na relação de *covenants* no gerenciamento de resultados e para a distribuição de dividendos, a fim de ajudar no entendimento da relação, direta ou não, entre os dois temas. Também ajuda aos credores, investidores e analistas do mercado financeiro para o real cumprimento da cláusula e tende a diminuir o viés existente no mercado sobre este assunto, bem como o melhor entendimento por parte do credor. Tende, ainda, ajudar as instituições financeiras a monitor seus devedores de forma mais transparente. O estudo pode ajudar à CVM e aos demais órgãos Brasileiros sobre possíveis fraudes e/ou gerenciamentos que possam existir para cumprimento de cláusula de restrição.

Como sugestão de pesquisas futuras, pode-se avaliar o nível de gerenciamento de resultados após a adoção do IFRS e o seu impacto nos contratos de *covenants* e, por conseguinte, nos dividendos.

## REFERÊNCIAS

- Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms? *Journal of Financial Research*, 26(3), 371-387.
- Almeida, L. A. G., Pereira, E. T. & Tavares, F. O. (2015). Determinantes da Política de Dividendos: evidência de Portugal. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 17(54), 701-719.
- Armstrong, C. S., Guay, W. R. & Weber, J. P. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 179-234.
- Banerjee, A. & De, A. (2014). Determinants of Corporate Financial Performance Relating to Capital Structure Decisions in Indian Iron and Steel Industry: An Empirical Study. *Paradigm*, 18(1), 35-50.
- Barclay, J., & Smith, C. (1995). The Priority Structure of Corporate Liabilities. *Journal of Finance*, 50(3), 899-917.
- Bartov, E., & Mohanram, P. S. (2004). Private Information, earnings manipulation, and executive stock option exercises. *The Accounting Review*, 79(4), 889-920.
- 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. (2015). *Transformação estrutural de covenants com a adoção das IFRS no Brasil*. (Tese de Doutorado), Universidade de São Paulo. São Paulo.
- Beiruth, A. X., & Favero, L. P. (2016). Um ensaio sobre a adoção das International Financial Reporting Standards em *Covenants* contratuais. *Revista de Finanças Aplicadas*, 7(1), 1-22.
- Bhojraj, S., Hribar, P., Picconi, M., & McInnis, J. (2009). Making sense of cents: An examination of firms that marginally miss or beat analyst forecasts. *Journal of Finance*, 64(5), 2361-2388.
- Borges, L.F.X. (1999). Covenants: Instrumentos de Garantia em Project Finance, Rio de Janeiro. *Revista do BNDES*, 5(9), 105-121.
- Bradley, M.; & Roberts, M. R. (2015). The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants. *Quarterly Journal of Finance*, 5(2), 155-201.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21<sup>st</sup> century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.

- Chava, S., Kumar, P. & Warga, A. (2010). Managerial Agency and Bond Covenants. *Review of Financial Studies*, 23(3), 1120-48.
- Christensen, H., & Nikolaev, V. (2012). Capital versus performance Covenants in debt contracts. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 75-116.
- Collins, D. W., Pungaliya, R. S., Vijh, A. M. (2017). The Effects of Firm Growth and Model Specification Choices on Tests of Earnings Management in Quarterly Settings. *The Accounting Review*, 92(2), 69-100.
- Cooper, I. A., & Lambertides, N. (2018). Large dividend increases and leverage. *Journal of corporate Finance*, 48, 17-33.
- Cordeiro, G., Demétrio, C. (2017). *Modelos lineares generalizados*. In: Simpósio de estatística aplicada à experimentação agrônômica SEAGRO, 12.; Reunião anual da região brasileira da sociedade internacional de biometria RBRAS, Santa Maria. Minicurso.
- Daniel, D., Denis, D., & Naveen, L. (2008). Do Firms Manage Earnings to Meet Dividend Thresholds?, *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 2-26.
- DeAngelo, H. & DeAngelo, L. (1990). Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms, *The Journal of Finance*, 45(5), 1475-31.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (1994). Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 113-143.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, 72(3), 424-456.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995), Detecting earnings management, *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Dechow, P. & Dichev, I. (2002), The Quality of Accruals and Earnings: the Role of Accrual Estimation Errors, *The Accounting Review*, 77(1), 35-59.
- Dechow, P. M., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 344-401.
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235-250.
- Decourt, R. R., Martinewski, A. L. & Pietro Neto, J. (2007). *Existe gerenciamento de resultados nas empresas com ações negociadas na B3?* In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 7, São Paulo. Anais..., São Paulo.

- DeFond, M., & J. Jiambalvo. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 145–176.
- Demerjian, P. R. (2017). Uncertainty and debt covenantes. *Review of Accounting Studies*, 22(3), 1156-1197.
- Di Meo, F., Lara, J. M. G. & Surroca, J. (2017). Managerial entrenchment and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(5), 399-414.
- Duarte, E. R. (2018). *Gerenciamento de resultado e ruptura dos covenants: um estudo empírico no Brasil*. (Dissertação de Mestrado). Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - FUCAPE, Vitória-ES.
- Even, P. R. (2015). Financial Covenants in the Markets for Public and Private Debt. *Accounting and Finance*, 46(2), 285-305.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Ferraz, P. S., Sousa, E. F., & Novaes, P. V. G. (2017). Relação entre liquidez e rentabilidade das empresas listadas na bmf&B3. *Revista Contexto*, 17(35), 55-67.
- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting & Economics*, 31(1-3), 255-307.
- Forti, C., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Pagamento de dividendos no Brasil: um estudo empírico de seus determinantes. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 14, 2014. *Anais. Recife: Sociedade Brasileira de Finanças*, Recuperado em 24 junho, 2019, <<http://www.sbfin.org.br/site/Encontros/2014/artigosaceitos?action=AttachFile&do=get&target=ID4544.pdf>>.
- Francis, J.; LaFond, R.; Olsson, P.; & Schipper, K. (2005). The Market Pricing of Earnings Quality. *Journal of accounting and economics*, 39(2), 295-327.
- Franz, D., HassabElanby, R., & Lobo, G. J. (2014). Impact of proximity to debt covenant violation on earnings management. *Revista Account Stud*, 19(1), 473–505.
- Freitas, L. R. (2013). *Comparação das funções de ligação logit e probit em regressão binária considerando diferentes tamanhos amostrais*. (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal de Viçosa, Viçosa-MG.
- Ganiyu, Y. O., Adelopo, I., Rodionova, Y., & Samuel, O. L. (2018). Capital structure in emerging markets: evidence from Nigeria. *EJAE. The European Journal of Applied Economics*, 15(2), 74-90.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2010). Extreme Governance: An Analysis of Dual Class Firms in the United States. *Review of Financial Studies*, 23(3), 1051-1088.

- Gu, Z., Lee, C., & Rosett, J. G. (2005). What determines the variability of accruals? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(3), 313-334.
- Gunny, K. A. (2010). The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855-888.
- Healy, P., & Palepu, K. (1990). Effectiveness of Accounting-based Dividend Covenants, *Journal of Accounting and Economics*, 12(1), 97-123.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 12-27.
- Houston, J.; & James, C. (1996). Bank Information Monopolies and the Mix of Private and Public Debt Claims. *Journal of Finance*, 51(5), 1863-89.
- Inamura, Y. (2009). The determinants of accounting based *Covenants* in public debt contracts. *Journal of International Business Research*, 15(2), 74-90.
- Islam, T., Aamir, M., Ahmad, A., & Saeed, M. (2012). Determinantes and motivators of dividend policy: a study of cement industry of Pakistan. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 3(2), 103-108.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jung, B., Lee, W. & Yang, S. Y. (2016). The Impact of Dividend Covenants on Investment and Operating Performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(3-4), 414–447.
- Kalay, A., (1982). Stockholder–Bondholder Conflict and Dividend Constraints, *Journal of Financial Economics*, 10(2), 211–33.
- Kanitz, S. C. (1978). *Como prever falências*. São Paulo: McGraw Hill.
- Kim, J., Lee, k. h., & Lie, E. (2017). Dividend Stickiness, Debt covenants and Earning Management. *Contemporary Accounting Research*, 34(4), 2022-2050.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Loss, L., & Sarlo Neto, A. (2003). Política de dividendos, na prática, é importante? *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, 1(1), 39-53.
- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo.

- Mather, P., & Peirson, G. (2006). Financial covenants in the markets for public and private debt. *Accounting & Finance*, 46(2), 285-307.
- McNichols, M. F. (2002). Discussion of the quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(1), 61-69.
- Miller, M. & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-296.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Moura, A. A. F., & Gupta, J. (2019). Mandatory adoption of IFRS in Latin America: a boon or a bias. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 60, 111-133.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S.; & Majluf .N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nardir, 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 – USP*, 20(50), 77-100.
- Nakamura, W. T.; Martin, D. M. L., Forte, D., Carvalho Filho, A. F., Costa, A. C. F. de, & Amaral, A. C. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999- 2003. *Revista de contabilidade e finanças*, 18(44), 72-85.
- Oladipupo, A. O., & Okafor, C. A. (2013). Relative contribution of working capital management to corporate profitability and dividend payout ratio: Evidence from Nigeria. *International Journal of Business and Finance Research*, 3(2), 11-20.
- Omram, M., & Pointon, J. (2004). Dividend Policy, Trading Characteristics and share prices: Empirical Evidence from Egyptian Firms. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 17(2), 121-133.
- Pae, J. (2005). Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Kingston, 24(1), 5-22.
- Perin, M. S., & Glitz, F. E. (2015). *Covenants em contratos de financiamento de longo prazo: uma perspectiva jurídica*. Rjlb, Lisboa, 1, 1375-1393.

- Pinho, R. M. de, & Costa, F. M. da. (2008). *Qualidade de Acruals e Persistência dos Lucros em Firms Brasileiras Listadas na B3*. (Tese de Doutorado). Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças – Fucape, Vitória, ES, Brasil.
- Procianoy, J. L., & Poli, B. T. C. (1993). A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 33(4), 6-15.
- Ramsay, I.; & Sidhu, B. (1998). Accounting and non-accounting based information in the market for debt: Evidence from Australian private debt contracts. *Accounting and Finance*, 38(2), 197–221.
- 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.
- Silva, R. L. M., Nardi, P. C. C., & Ribeiro, M. S. (2015). Gerenciamento de Resultados e Valorização dos Ativos Biológicos. *Brazilian Business Review*, 12(4), 1-27.
- Silva, M. B., & Grigolo, T. M. (2002). *Metodologia para iniciação científica à prática da pesquisa e da extensão II*. Caderno Pedagógico. Florianópolis: Udesc.
- Smith, C., & Warner, J. (1979). On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants, *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117–61.
- Sreenu, N. (2018). A Study on Financial Constraints of Capital Structure Theories and Dividend Policy: Evidence from Indian Capital Market. *IJBIT. Journal of Business Insights and Transformation*, 11(2), 38-45.
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2004). *Econometria*. São Paulo: Pearson Addison Wesley.
- Stolowy, H., & Breton, G. (2004). Accounts manipulation: a literature review and proposed conceptual framework. *Review of Accounting and Finance*. East Yorkshire, 3(1), 5-66.
- Subramanyan, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), 249-281.
- Sweeney, A. P. (1994). Debt-covenant violation and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17(2), 281–308.
- Valle, M. R. (2007). *A estrutura de capital das empresas brasileiras num ambiente de altas taxas de juros e na presença de fontes diferenciadas de financiamento*. (Tese de Doutorado). Concurso de Livre-docência –Departamento de Contabilidade – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

- Vancin, D., & Procianoy, J. L. (2014). Dividendos: a vontade de pagar, ou não, das empresas brasileiras de capital aberto. In: *Encontro Brasileiro De Finanças*, 14. *Anais... Recife: Sociedade Brasileira de Finanças*, Recuperado em 10 junho, 2019, <<http://www.sbfina.org.br/site/Encontros/2014/artigosaceitos?action=AttachFile&do=get&target=ID4561.pdf>>.
- Watts, R.; Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.
- Whatts, R. (2003). The Information Content of Dividends. *Journal of Business*, 46(2), 191-211,
- Zhang, X., & Zhou, S. (2018). Bond covenants and institutional blockholding, *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, 96, 136-152.

## APÊNDICES

## APÊNDICE A

Resumidamente, apresenta-se o quadro 1, com os objetivos e resultados gerais de alguns autores que explanam sobre dívida.

AUTOR	OBJETIVO	RESULTADOS GERAIS
Banerjee e De (2014)	Investigar as variáveis independentes nas quais a dependente variável, ou seja, a lucratividade depende das firmas pertencentes ao ferro e aço indianos indústria.	Observa-se a partir do estudo que “alavancagem financeira”, “capacidade de serviço da dívida (juros)” e “tamanho da empresa (log de ativos)” são fatores significativos que influenciam a lucratividade das empresas do setor.
Barclay e Smith (1995)	Examinar a estrutura de prioridades em empresas industriais COMPUSTAT de 1981 a 1991.	As evidências fornecem suporte consistente para a contratação de hipóteses de custo, suporte misto para hipóteses tributárias e pouco suporte para a hipótese de sinalização.
Denis Mihov (2003).	Examinar a escolha entre dívida bancária, dívida privada não bancária e dívida pública.	As firmas com a mais alta qualidade de crédito obtêm empréstimos de fontes públicas, firmas com crédito de qualidade média de crédito emprestadas de bancos e firmas com a menor qualidade de crédito são emprestadas de credores privados não bancários. A dívida privada não bancária, portanto, desempenha um papel único em acomodar as necessidades de financiamento de empresas com baixa qualidade de crédito.
Ferraz, Sousa e Novaes (2017)	Identificar a relação entre as variáveis econômico-financeiras, rentabilidade e liquidez das empresas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FB3), controlando as empresas que operam em setores regulados, nos anos de 2000 a 2013.	Os resultados das regressões lineares sinalizam uma relação negativa e estatisticamente significativa entre rentabilidade e liquidez, evidenciando o trade-off dos gestores entre manter mais recursos financeiros disponíveis em detrimento do investimento em recursos que têm potencial de agregar valor para a empresa no longo prazo.
Ganiyu et al. (2018)	Examina o impacto de fatores específicos da firma como determinantes da escolha da estrutura de capital das empresas nigerianas com base nos dados de 115 empresas não financeiras cotadas na bolsa de valores nigeriana, para período 1998-2016.	Gerentes das empresas podem preferir empregar menos dívida quando veem que a dívida pode restringi-los a explorar oportunidades futuras por causa do compromisso e convênios associados à dívida.
Houston e James (1996).	Examinar os determinantes do mix de dívida pública e privada usando informações detalhadas sobre a estrutura da dívida de 250 empresas de capital aberto entre 1980 e 1990.	Observou-se que a relação entre os empréstimos bancários e a importância das oportunidades de crescimento depende do número de bancos. Para empresas com um único relacionamento bancário, a dependência da dívida bancária está negativamente relacionada à importância das oportunidades de crescimento. Em contraste, entre as empresas que tomam empréstimos

		de vários bancos, o relacionamento é positivo.
Myers e Majluf (1984)	Analisar como a informação assimétrica afeta as decisões de investimento em empresas, levando a explicar algumas escolhas de financiamento corporativo.	O modelo sugere explicações para vários aspectos do comportamento de financiamento corporativo, incluindo a dependem de fontes internas de recursos e preferem a dívida ao patrimônio se for necessário financiamento externo.
Nakamura et al. (2007)	Investigação sobre os fatores determinantes da estrutura de capital das companhias abertas que atuam no mercado brasileiro.	Os resultados evidenciaram que devido as restrições para fazer o comparativo, a velocidade do ajuste apresentou menor do que em países como França, Suíça, Inglaterra e Estados Unidos. Tal fato se justifica devido a alguns fatores, dentre eles a estabilidade economia e escassez de capital.

Quadro 1. Objetivo e resultados gerais dos artigos que explanam sobre dívida

Fonte: Elaborado pelo autor (2019)

## APÊNDICE B

Apresenta-se o quadro 2, com os objetivos dos estudos de cada autor que explanam sobre covenants, bem como seus respectivos resultados gerais.

AUTOR	OBJETIVO	RESULTADOS GERAIS
Armstrong, Guy e Weber (2010)	Analisar o papel da transparência das informações financeiras na redução de conflitos de agência relacionados à governança entre gerentes, diretores e acionistas, bem como na redução dos conflitos entre acionistas e credores.	De acordo com os resultados os principais temas incluem a natureza endógena dos contratos de dívida e os mecanismos de governança no que diz respeito à assimetria de informação entre as partes contratantes, à natureza heterogênea das demandas informacionais das partes contratantes e à natureza heterogênea dos contratos de governança e dívida resultantes.
Beiruth e Favero (2016)	Aprofundar a análise dos impactos causados pela adoção das IFRS no mercado de crédito, com base em cláusulas contratuais restritivas ( <i>covenants</i> ).	Na tomada de decisões é de suma relevância que se tenha o conhecimentos dos impactos gerados pela adoção de novas regras aplicadas no <i>covenants</i> , não somente em relação ao mercado de crédito, mas também no fornecimento de recursos as organizações.
Bradley e Roberts (2015)	Análise de <i>covenants</i> de obrigações	As empresas que optam por emitir dívida privada em vez de pública são menores, têm maior oportunidades de crescimento, menos dívidas de longo prazo, menos ativos tangíveis, caixa mais volátil E incluem mais cláusulas em seus contratos de dívida.
Daniel, Denis e Naveen (2008)	Analisar como o gerenciamento de resultado afeta no corte de dividendos	O gerenciamento de resultados parece afetar significativamente a probabilidade de um corte de dividendos. Os resultados sugerem que os gerentes tratam os níveis de dividendos esperados como um importante limite de lucro.
Demerjian (2017)	Examinar o uso de <i>covenants</i> financeiros ao contratar dívidas sob incerteza.	Usando uma grande amostra de contratos de empréstimo privado, o uso de <i>covenants</i> financeiros está aumentando devido à incerteza do tomador de empréstimo.
Even (2015)	Analisar contratos de dívida pública e privadas australianas emitidos e documentamos uma mudança considerável no 'pacote' de cláusulas financeiras usadas em contratos de dívida pública.	Os contratos contêm um número maior, variedade e, coletivamente, um conjunto mais restritivo de cláusulas financeiras do que os contratos de dívida pública, apoiando a teoria que sugere que os contratos de cláusula restritiva e flexíveis de renegociação são mais adequados aos mutuários que contratam intermediários financeiros na dívida privada.
Jung, Lee e Yang (2016)	Examinar a influência dos <i>covenants</i> de dividendos em títulos corporativos sobre investimento e desempenho operacional.	Análises adicionais confirmam que o nível mais alto de investimento é consistente com o dividendo pactos que exacerbam o investimento excessivo, não mitigando o subinvestimento. Nossos resultados derramados luz sobre o aspecto de custo dos <i>covenants</i> de dividendos propostos na literatura prévia.

Zhang e Zhou (2018)	Documentar uma relação positiva entre a propriedade do bloco institucional e o número de convênios de títulos.	Embora tanto os <i>covenants</i> quanto os blockholding estejam positivamente relacionados aos custos de empréstimos, sua interação implica que os <i>covenants</i> atenuam o aumento nos custos de empréstimos resultantes da apropriação mais concentrada do bloqueio.
---------------------	--	--

Quadro 2. Objetivo e resultados gerais dos artigos que explanam sobre covenants

Fonte: Elaborado pelo autor (2019)

## APÊNDICE C

Apresenta-se o quadro 3, contendo os objetivos e resultados gerais de alguns dos autores que explanam sobre gerenciamento de resultados.

AUTOR	OBJETIVO	RESULTADOS GERAIS
Bartov e Mohanram (2004)	Investiga a decisão de executivos de alto nível de empresas públicas de exercer um grande número de prêmios de opções de ações	As descobertas sugerem que a informação privada usada por executivos de alto nível para mensurar exercícios anormalmente grandes vem do gerenciamento de resultados, de modo a aumentar o pagamento em dinheiro dos exercícios.
Bhojraj et al. (2009)	Examinar as consequências do desempenho de cortar despesas discricionárias e gerenciar os acréscimos para exceder as previsões dos analistas.	As empresas que apenas superaram as previsões dos analistas com lucros de baixa qualidade exibem um benefício de preço de ações de curto prazo em relação às empresas que não cumprem as previsões com ganhos de alta qualidade
Dechow e Skinner (2000)	Analisar a percepção dos acadêmicos contábeis, profissionais e reguladores sobre o gerenciamento de resultados.	Praticantes e reguladores geralmente veem o gerenciamento de resultados como generalizado e proibiático - e precisam de ação imediata de remediação. Os acadêmicos são mais otimistas. Inútil em acreditar que a gestão de resultados é ativamente praticada pela maioria das empresas ou que o gerenciamento de resultados existente realmente deve preocupar os investidores.
Di Meo, Lara e Surroca (2017)	Analisar se o empenhos dos gerentes das empresas influência nas análises do resultado	Os resultados são consistentes com essa previsão, pois sugerem que, quando há incentivos para manipular o desempenho das empresas, os gerentes são menos propensos a se engajar em atividades de gerenciamento de resultados que prejudicam os acionistas.
Fama e French (2002)	Testar as previsões de Trade-Off e Pecking Order sobre Dividendos e Dívidas	Empresas com mais investimentos têm menos alavancagem de mercado, o que é consistente com o modelo de trade-off e um complexo modelo de hierarquia. Empresas com mais investimentos têm menores pagamentos de dividendos de longo prazo, mas os dividendos não variam para acomodar a variação de curto prazo no investimento.
Fields, Lys e Vincent (2001)	Revisar a pesquisa da década de 1990 que examina os determinantes e as consequências da escolha contábil, a partir de três tipos de imperfeições de mercado que influenciam as escolhas dos gestores: custos de agência, assimetrias de informação e externalidades que afetam as partes não contratantes.	O resultado evidenciou que a pesquisa na década de 1990 fez um progresso limitado na expansão da compreensão da escolha contábil por causa das limitações no projeto de pesquisa e um foco na replicação, em vez de extensão do conhecimento atual.

Gompers, Ishii e Metrick (2010)	Analisar a relação entre a propriedade privilegiada e o valor da empresa	Em regressões de estágio único, encontrou-se fortes evidências de que o valor da empresa está aumentando nos direitos de fluxo de caixa dos insiders e diminuindo nos direitos de voto de insiders. Nas regressões variáveis instrumentais, as estimativas pontuais são semelhantes, mas os níveis de significância são mais baixos.
Gunny (2010)	Fazer uma avaliação direta do impacto das atividades reais nos lucros futuros.	Embora existam vários estudos documentando se as atividades reais ocorrem em várias situações, a literatura existente fornece poucas evidências do seus efeitos sobre o desempenho operacional subsequente das empresas.

Quadro 3. Objetivo e resultados gerais dos artigos que explanam sobre gerenciamento de resultados

Fonte: Elaborado pelo autor (2019)

## APÊNDICE D

Apresenta-se o quadro 4, com os objetivos e resultados gerais de alguns dos autores que explanam sobre pagamento de dividendos.

AUTOR	OBJETIVO	RESULTADOS GERAIS
Almeida, Pereira, e Tavares (2015)	Identificar os determinantes da política de dividendos das corporações não financeiras do mercado de capitais Português e contribuir para resolver a divergência existente nos vários estudos teóricos e empíricos sobre este tema	Observou-se com os resultados que há diversos indicadores importantes para analisar a política de dividendos do mercado de capitais em Portugal, dos quais podem ser citados: payout, pagamento de dividendos e dimensão da empresa. Tais indicadores, de acordo com os resultados obtidos, podem influenciar positivamente o valor dos dividendos distribuídos pela empresa. Por outro lado, existe uma influência negativa em relação as oportunidades de investimento e crescimento em relação a distribuição de dividendos.
Brav et al. (2005)	Determinar os fatores que impulsionam dividendos e compartilham decisões de recompra.	Os resultados indicam que a manutenção do nível de dividendos está no mesmo nível das decisões de investimento, enquanto as recompras são feitas a partir do fluxo de caixa residual após os gastos de investimento. A estabilidade percebida dos lucros futuros ainda afeta a política de dividendos
Cooper e Lambertides (2018)	Documentar o fato de que grandes aumentos de dividendos são seguidos por um aumento significativo na alavancagem, consistente com o gerenciamento dos resultados.	O aumento da alavancagem não é capturado por um modelo de ajuste parcial padrão de alavancagem. Também não reflete variáveis conhecidas como relacionadas ao aumento de dividendos, como maturidade da empresa, investimento e risco.
Franz, HassabElanby e Lobo (2014)	Examinar o impacto dos incentivos diferenciados decorrentes da proximidade com a violação do pacto da dívida no gerenciamento de resultados.	As empresas próximas à violação ou em situação de inadimplência técnica de seus contratos de dívida se envolvem em níveis mais altos de gerenciamento de resultados contábeis, gerenciamento de resultados reais e gerenciamento total de lucros do que empresas de longe de violação.
Loss, e Sarlo Neto (2003)	Verificar os resultados empíricos que tratam a relevância da política de financiamento, em especial, a política de dividendos.	Os resultados alcançados no estudo mostrou que existem evidências, no caso da influência do ambiente em relação a política de dividendos, de que em alguns países em que o acesso as informações e aos recursos não são feitos de forma adequada, os acionistas optam por receber ou não os dividendos. Além disso percebeu-se na distribuição dos lucros, um tratamento diferenciado, como os JSCP, ação essa que pode ter relação com o comportamento da administração e dos investidores.
Oladipupo e Okafor (2013)	Examinar as implicações da prática de gerenciamento de capital de giro de uma	Embora o nível de alavancagem tenha um impacto negativo significativo na lucratividade corporativa, os impactos da gestão do capital de

	empresa em sua rentabilidade e taxa de pagamento de dividendos.	giro na lucratividade corporativa parecem ser estatisticamente insignificantes em um nível de confiança de 5%. Por outro lado, observamos que o índice de pagamento de dividendos foi influenciado positivamente pela rentabilidade e pelo ciclo de comércio líquido, mas negativamente pela taxa de crescimento dos lucros.
Procianoy e Poli (1993)	Discutir a política de dividendos	A redução dos impostos incidentes deve ser buscada constantemente dentro do objetivo primordial de desenvolvimento do mercado de capitais como um todo.
Sreenu (2018)	Examina a relação entre as decisões de Financiamento, Investimentos, Orçamento de Capital e Dividendos, onde o efeito de restrições financeiras na decisão de investimento da empresa é investigado.	Os resultados sugeriram uma relação quadrática entre a idade das decisões firmes e de dividendos. Tomados em conjunto, o resultados, até certo ponto, fornecem suporte para os custos de agência explicação da política de dividendos e amplamente consistente

Quadro 4. Objetivo e resultados gerais dos artigos que explanam sobre pagamento de dividendos  
 Fonte: Elaborado pelo autor (2019)

## APÊNDICE E

Apresenta-se o quadro 5, a explicação das variáveis que serão utilizadas para as equações 1 e 2:

VARIÁVEL	LITERATURA	FONTE	CÁLCULO	JUSTIFICATIVA
<b>EXPLICADA</b>				
GR1	Jones Modificado (1991)	Economática	Jones Modificado (1995)	Evidenciar <i>accruals</i> discricionários e criar <i>proxy</i> para gerenciamento de resultados.
GR2	Collins (2017)	Economática	Collins(2017)	Evidenciar <i>accruals</i> discricionários e criar <i>proxy</i> para gerenciamento de resultados.
<b>EXPLICATIVA</b>				
<i>nao_possui</i>	Smith e Warner (1979); Demerjian (2011); Christensen e Nikolaev (2012); Silva (2008)	Notas Explicativas	<i>Dummy</i>	Variável criada para investigar se empresas não possuem, <i>covenants</i> , que assume valor 1 quando não possui e 0 em caso contrário.
<i>possui_cum_pre</i>	Smith e Warner (1979); Demerjian (2011); Christensen e Nikolaev (2012); Silva (2008)	Notas Explicativas	<i>Dummy</i>	Variável criada para investigar se empresas possuem e cumprem, <i>covenants</i> , que assume valor 1 quando possui e cumpre e 0 caso contrário
<i>possui_ncu_mpre</i>	Smith e Warner (1979); Demerjian (2011); Christensen e Nikolaev (2012); Silva (2008)	Notas Explicativas	<i>Dummy</i>	Variável criada para investigar se empresas possuem e não cumprem, <i>covenants</i> , que assume valor 1 quando possui e não cumpre e 0 em caso contrário.
Dividendos	Kasanen, Kinnunen e Niskanen (1996); Daniel, Denis e Naveen (2008); Skinner e Soltes	Economática	<i>Dummy</i>	Variável criada para investigar se empresas distribuem lucro, assumindo dummy 1 para sim e 0 para os demais casos.

	(2011); Tong e Miao (2011);			
<b>CONTROLE</b>				
Tamanho	Dechow; Ge e Schand (2010), Francis et al (2005), Gu, Lee e Rosett (2005), Vancin e Procianoy (2014 e 2015), Zhang (2018).	Economática	Log (Ativo) ou AT Real	Empresas maiores tem menos <i>accruals</i> discricionários e motivos para gerenciarem.
ROA	Dechow; Ge e Schand (2010), Dechow e Dichev (2002), Zhang (2018).	Economática	Lucro Líquido / AT	Variável criada para medir lucro sobre ativo total
CobDiv	Nardir e Nakao (2009)	Economática	EBTIDA / PO	Variável criada para medir o fluxo de caixa para fins de cumprimento das dívidas e capacidade de evitar dificuldades financeiras.
Endividamento (IE)	Dechow et. al (2010), Dechow e Dichev (2002), Vancin e Procianoy (2014), Forti, Peixoto e Alves (2014).	Economática	(EmpFinCP + EmpFinLP) / AT	Evidenciar o % do endividamento sobre ativo total.
Solvência (IS)	Kanitz (1978), Islam et. al (2012), DeAngelo et. al (2004).	Economática	$X1 + X2 + X3 - X4 - X5$	Empresas que possuem altos índices tenham como quitar suas dívidas, mesmo distribuindo lucro
Tangibilidade	Valle (2007), Omram e Pointon (2004), Aivazian, Booth e Cleary (2003).	Economática	$(\text{ImobLiq} - \text{RR}) / (\text{AT} - \text{RR})$	Quantidade de tangíveis melhora a capacidade de captação de recursos desestimulando gerenciamento de resultado.

Quadro 5. Explicação das variáveis  
 Fonte: Elaborado pelo autor (2019)