

DETERMINANTES DA UTILIZAÇÃO DE COVENANTS CONTÁBEIS NAS DEBÊNTURES EMITIDAS PELAS EMPRESAS LISTADAS NA BOLSA BRASIL BALCÃO

Jonatan Marlon Konraht¹
Ernesto Fernando Rodrigues Vicente²

Resumo: Os covenants contábeis têm como finalidade reduzir potenciais conflitos de agência entre empresa e credores, bem como reduzir o risco relacionado à incerteza quanto à futura capacidade de pagamento da dívida. Os fatores que direcionam o uso dos covenants variam em função do país ou tipo de dívida contratada, podendo afetar tanto a decisão de utilizar (ou não) covenants quanto a quantidade utilizada. Nesse contexto, o objetivo desta pesquisa é identificar fatores determinantes da utilização de covenants contábeis nas debêntures emitidas no Brasil. Este estudo justifica-se pela característica brasileira de baixa proteção aos direitos dos credores, o que tende a aumentar a importância dos covenants como mecanismo complementar de proteção ao capital fornecido. A amostra analisada é composta por 287 debêntures emitidas entre 2010 e 2016 pelas empresas listadas na Bolsa Brasil Balcão. Para a identificação dos determinantes da utilização de covenants contábeis, foram especificados modelos de regressão logística e de Poisson com dados em painel com 10 variáveis testadas, as quais representam: (a) características econômicas e financeiras das empresas; (b) características de governança corporativa, e; (c) característica da dívida. Os resultados indicam que as características da dívida somente afetam a decisão de se utilizar (ou não) covenants contábeis, enquanto as características das empresas (econômicas e governança) afetam tanto a decisão de utilização quanto a quantidade de covenants contábeis utilizada. Como contribuição prática, este estudo mostra que as empresas podem adotar mecanismos substitutos à utilização de covenants contábeis e, assim, evitar as restrições à flexibilidade financeira impostas por eles. Esses mecanismos consistem na emissão de dívidas com prazo mais curto, emissão de dívida com garantia real ou, ainda, o reforço das características internas de governança corporativa.

Palavras-chave: Covenants contábeis, Cláusulas restritivas, Debêntures.

¹ jonatankonraht@gmail.com - Instituto Federal de Educação Ciência e Tecnologia do Rio Grande do Sul-RS, Brasil. <http://orcid.org/0000-0001-6586-6583>

² ernesto.vicente@ufsc.br - Universidade Federal de Santa Catarina-SC, Brasil. <https://orcid.org/0000-0002-1992-9982>

▪ DOI: <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2019120106>

▪ Trabalho apresentado no XVII USP International Conference in Accounting, São Paulo, SP, Brasil, julho de 2017.

▪ Os autores agradecem a CAPES pelo apoio financeiro.

▪ Artigo submetido em: 12/06/2018. Revisões requeridas em: 10/06/2019. Aceito em: 09/07/2019.

THE DETERMINANTS OF ACCOUNTING-BASED COVENANTS USED IN BONDS ISSUED BY COMPANIES LISTED ON THE BRAZILIAN STOCK EXCHANGE

Abstract: The purpose of financial covenants is to reduce the potential agency conflicts between the company and its creditors, as well as the reduction of uncertainty about the borrower's ability to repay the debt in the future. The factors which influence the use of financial covenants may vary, depending on the country or type of debt (public debt x private debt). As a result, they may affect both the decision to use (or not use) covenants and the intensity used. When considering the Brazilian context, there is a need to understand the characteristic of low protection of the creditor's rights, which tends to increase the importance of the covenants as a complementary mechanism of protection to the capital provided. Therefore, this study aims to identify the determinants of financial covenants used in bonds negotiated in Brazil. The analysis was performed for a sample of 287 bonds issued among the years 2010-2016 by the companies listed on the Brazilian Stock Exchange. To identify the financial covenants determinants both logistic and Poisson regression models were specified with panel data with 10 tested variables, which are divided into three analysis perspectives: (a) firms economic and financial characteristics; (b) corporate governance characteristics, and; (c) bond characteristics. As a practical contribution, this research shows that firms can adopt substitutive mechanisms for the use of financial covenants and, thus, avoid the reduction of financial flexibility imposed by it. These mechanisms could be issue bonds with shorter maturity, use collateral in the bond or, also, the reinforcement of the internal characteristics of corporate governance.

Keywords: Financial covenants, Accounting-based covenants; Covenants; Bonds.

1. INTRODUÇÃO

A utilização de covenants (cláusulas restritivas) é derivada de uma decisão do tipo custo versus benefício econômico (trade-off). Isso ocorre, pois, ao mesmo tempo em que os covenants adicionam valor à firma por fornecerem maior proteção aos credores (Jensen & Meckling, 1976), eles podem provocar custo de oportunidade por conta de imporem restrições à flexibilidade financeira e limitar a capacidade de endividamento da firma (Nash, Netter & Poulsen, 2003). Em função disso, tanto as características contratuais da dívida quanto as características econômicas e administrativas da organização podem afetar a percepção de custos (restrições à flexibilidade financeira) e benefícios (proteção ao credor) proporcionados pela utilização de covenants contábeis para a empresa e para os credores.

Nesse contexto, estudos foram realizados a fim de identificar os fatores determinantes da utilização de covenants contábeis nas captações de capital de terceiros, tal como Citron (1995), Moir e Sudarsanam (2007), Inamura (2009), Costello e Wittenberg-Moerman (2011) e Ismail (2014). O que se constata, a partir dos achados de tais estudos, é que a utilização de covenants contábeis varia em função das características institucionais dos países em que o financiamento é captado e da natureza do financiamento (título de dívida ou empréstimos/financiamentos). Diante disso, pode-se concluir que a relação entre as características da firma e as características contratuais da dívida com o uso de covenants é influenciada pelo ambiente institucional em que a dívida é contratada, o que torna a determinação do efeito dessas características uma questão de análise empírica para cada contexto institucional em que os recursos financeiros são captados.

Nesse sentido, tem-se que as características institucionais brasileiras apresentam diferenças significativas em relação aos contextos em que as evidências teóricas e empíricas sobre a demanda de covenants foram geradas. Especificamente, segundo classificação de Hong, Hung e Zhang (2016), o Brasil apresenta o nível mais baixo de enforcement legal dentre os países onde já foram testados os fatores determinantes da utilização de covenants contábeis, nomeadamente Reino Unido (Citron, 1995; Moir & Sudarsanam, 2007), Estados Unidos da América (Costello & Wittenberg-Moerman, 2011; Bradley & Roberts, 2015; Demerjian, 2017), Japão (Inamura, 2009) e França (Ismail, 2014). Ademais, em relação à proteção dos direitos dos credores, o Brasil fica abaixo apenas da França, de acordo com classificação de Hong et al. (2016). Essas características configuram o Brasil como um relevante contexto de análise empírica dos determinantes da utilização de covenants contábeis, pois o maior risco aos direitos dos credores tende a elevar a importância das cláusulas restritivas como mecanismo de proteção adicional a esses direitos.

Diante desse contexto, esta pesquisa tem como objetivo identificar fatores determinantes da utilização de covenants contábeis nas debêntures emitidas no Brasil. Para esta verificação, foram analisadas 287 debêntures emitidas por 126 empresas entre 2010 e 2016. Os covenants foram coletados manualmente das escrituras de debêntures. Os determinantes testados são relacionados a características econômico-financeiras e de governança corporativa da firma, bem como características da dívida. A análise compreendeu testes para identificar determinantes da utilização (ou não) de covenants contábeis nas debêntures, bem como determinantes da quantidade de covenants contábeis utilizada. Os testes foram operacionalizados, respectivamente, por regressão logística e de Poisson.

Os resultados apontam que a maturidade da dívida e a intensidade de crescimento da empresa aumentam o uso de covenants contábeis, sendo que a primeira influencia apenas a decisão de incluir (não incluir), enquanto a segunda influencia tanto a decisão de inclusão quanto a quantidade a ser

incluída. Tamanho da firma e oferecimento de garantia real se mostraram características que reduzem a probabilidade de inclusão (ou não) de covenants contábeis; enquanto as características que reduzem a quantidade de covenants contábeis utilizada são o tamanho da firma, nível de endividamento, rentabilidade, concentração de propriedade e independência do conselho de administração.

Assim, considerando o trade-off entre custo x benefícios da utilização de covenants nos títulos de dívida, a principal contribuição prática desta pesquisa é a indicação de que as empresas podem adotar mecanismos para substituir a demanda dos credores por covenants contábeis. Tais mecanismos consistem no oferecimento de garantia real aos credores, o que tende a reduzir a probabilidade deles incluírem covenants nas debêntures; promoção de alinhamento de interesses dos acionistas controladores com o desempenho da firma, por meio do aumento da participação do acionista controlador no capital da empresa (concentração de propriedade) e estruturação do conselho de administração com maior grau de independência dos conselheiros, o que tende a reduzir a quantidade de covenants demanda pelos credores; bem como emissão de dívida com prazos mais curtos. Assim, os resultados indicam que uma estratégia que as empresas podem adotar para captar dívidas com menor probabilidade de restrições impostas pelos covenants à flexibilidade financeira, é atuando na modificação desses três aspectos. Tal estratégia é relevante sobretudo para empresas em dificuldades financeiras ou em expansão, e que precisem captar recursos via financiamento com terceiros.

Na literatura nacional, este estudo se diferencia dos demais por focar exclusivamente nos determinantes da utilização de covenants contábeis. Assim, ela se posiciona como complemento ao estudo de Silva, Saito e Barbi (2013), os quais, dentre outras análises, testaram fatores que influenciam a quantidade de covenants gerais (covenants contábeis e não contábeis) utilizada nas debêntures. Além disso, esta pesquisa complementa as evidências de Silva (2008) e Beiruth, Fávero, Murcia, Almeida e Brugni (2017) sobre o uso de covenants contábeis: Silva (2008) analisou o efeito dos covenants contábeis sobre as escolhas contábeis para evitar a violação técnica da dívida; Beiruth et al. (2017) analisaram a modificação estrutural dos covenants provocada pela harmonização das normas brasileiras de contabilidade ao padrão International Financial Reporting Standard (IFRS).

Na literatura internacional, adiciona evidências às encontradas em Citron (1995), Moir e Sudarsanam (2007), Inamura (2009), Costello e Wittenberg-Moerman (2011), Demerjian (2017), Ismail (2014) e Bradley e Roberts (2015), por investigar os determinantes da utilização de covenants contábeis em ambientes institucionais de menor incentivo à proteção aos credores, bem como por adicionar à literatura o teste da relação dos mecanismos internos de governança corporativa com a utilização de covenants. Nesse aspecto, a principal contribuição é a constatação de que os mecanismos internos de governança corporativa “concentração de propriedade” e “independência do conselho de administração” tendem a reduzir a quantidade de covenants contábeis solicitada, o que sinaliza que o melhoramento dos mecanismos internos de governança corporativa pode refletir positivamente na captação de dívida, por meio da exigência de menos restrições contratuais pelos credores.

2. REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1 Papel dos covenants nos conflitos de agência e na incerteza

As duas principais funções desempenhadas pelos covenants são a redução dos conflitos de agência entre empresa e credores, e a redução da incerteza quanto à capacidade de pagamento da dívida no

futuro pelo devedor. Ao analisar a relação entre acionistas e credores sob a ótica da Teoria da Agência, tem-se que, quando recursos de terceiros são utilizados para financiar as atividades da empresa, surge um potencial conflito entre acionistas e credores (Jensen & Meckling, 1976). Isso ocorre pois os acionistas podem sentir-se incentivados a adotar políticas administrativas que maximizem o valor dos seus direitos residuais, mas que são prejudiciais aos direitos dos credores (Black & Scholes, 1973; Jensen & Meckling, 1976). Smith e Warner (1979) citam que as principais situações em que esses conflitos ocorrem, e os acionistas podem usá-las para desviar riqueza dos credores para si próprios, são por: (a) subinvestimentos (Myers, 1977); (b) pagamento de dividendos excessivos (Smith & Warner, 1979); (c) diluição da preferência de pagamento (Smith & Warner, 1979); e, substituição de investimentos (risk-shifting problem ou asset substitution) (Jensen & Meckling, 1976). O problema geral dessas situações é que elas aumentam o risco suportado pelo credor após a contratação da dívida.

Como alternativa para se mitigar esses potenciais conflitos, os contratos de dívida podem incluir cláusulas restritivas (covenants) para desincentivar a ação oportunista dos gestores (Jensen & Meckling, 1976). O papel dos covenants nessa relação é limitar a discricionariedade dos gestores em relação às políticas de investimento e financiamento, minimizando a probabilidade de serem adotadas decisões prejudiciais aos credores (Smith & Warner, 1979). Nesse sentido, as cláusulas podem limitar, por exemplo, a distribuição de dividendos, contratação de dívidas adicionais ou venda de ativos. Isso tende a reduzir os conflitos que ocorrem entre credores e acionistas após a contratação da dívida (Smith & Warner, 1979; Taylor, 2013). Dessa forma, na perspectiva dos credores, os covenants atuam como um mecanismo para controlar a elevação de risco da empresa e assegurar que os efeitos do aumento desse risco não sejam absorvidos pelos credores.

Como efeito, as cláusulas restritivas contribuem para maior alinhamento dos interesses de acionistas e credores, bem como reduzem os custos de agência da dívida (Bradley & Roberts, 2015). Isso tende a se refletir no aumento do valor da firma, por conta, dentre outros fatores, da redução, ex-ante, do custo da captação de financiamento (Bradley & Roberts, 2015). Por conta disso, a literatura defende, também, que há razões para os acionistas, assim como os credores, se sentirem incentivados a aceitar a inclusão de covenants nos contratos de dívida. Esse fenômeno é explicado por pelo menos duas situações: (a) os custos de monitoramento e proteção exigidos pelos credores são suportados pelos acionistas (Jensen & Meckling, 1976; Smith & Warner, 1979); ou, (b) os potenciais problemas de agência podem ser tão elevados que os credores não aceitem fornecer crédito à organização sem a utilização de covenants para lhes fornecer proteção adicional (Armstrong, Guay & Weber, 2010). Assim, a utilização de covenants tenderia a facilitar a captação de recursos junto a terceiros e reduzir o seu custo.

Em complemento à visão dos covenants como mecanismo de controle dos conflitos de agência, outra corrente da literatura os interpreta como um mecanismo facilitador de renegociações contratuais em caso de a empresa apresentar más perspectivas de desempenho econômico após a contratação da dívida (Christensen & Nikolaev, 2012). Essa função se justifica pela incerteza envolvida no processo de contratação da dívida: quando empresa e credor negociam um financiamento, mesmo que ambas as partes atuem na sua melhor conduta moral (ausência de conflitos de agência), elas não são capazes de ter certeza do desempenho futuro da empresa e sua capacidade de pagamento, pois, diversos fatores fora do controle da firma ocorrerão no futuro (Demerjian, 2017). O problema dessas situações é que, se o risco observado no futuro for maior do que aquele estimado no momento da contratação da dívida, o credor receberá uma remuneração inferior ao risco suportado; por outro lado, se o risco observado for menor do que o estimado, a empresa pagará juros superiores ao que seu perfil de risco corresponde

(Demerjian, 2017). Assim, uma forma de resolver esse impasse é utilizar covenants que empreguem métricas contábeis correlacionadas com aspectos de risco relevantes para os credores. Dessa forma, o papel dos covenants contábeis é permitir a renegociação da dívida no futuro, quando as informações reais sobre o risco da empresa se tornarem disponíveis. Com isso, os covenants permitem que informações futuras sejam incorporadas às especificações do contrato por meio de renegociação e ajuste dos termos contratuais ao novo panorama de risco apresentado pelo credor (Demerjian, 2017).

2.1 Desenvolvimento das hipóteses

2.1.1 Tamanho da empresa emissora de debêntures

Empresas maiores tendem a oferecer menor risco aos credores (Rajan & Zingales, 1995). Isso é explicado por elas tenderem a possuir maior quantidade de ativos que podem ser dados em garantia, ou liquidados em caso de dificuldades financeiras (El-Gazzar & Pastena, 1991), bem como maior diversificação das linhas de negócio, o que tende a reduzir a variabilidade dos resultados e o risco da empresa (El-Gazzar & Pastena, 1991; Brito, Corrar & Batistella, 2007). Além disso, essas empresas tendem a possuir mais informações disponíveis aos debenturistas (Lin, Ma, Malatesta & Xuan, 2011), o que reduz a assimetria informacional na captação de dívida. Tais características fazem com que empresas grandes tendam a apresentar menor custo de falência e risco de dificuldades financeiras (Brito, Corrar & Batistella, 2007), implicando em menor risco aos credores, o que pode reduzir a demanda deles por covenants contábeis. Consequentemente, é esperada uma relação negativa entre tamanho da empresa e uso de covenants contábeis. Assim, tem-se que:

Hipótese 1: Os covenants contábeis são menos utilizados nas debêntures emitidas por empresas maiores.

Destaca-se, no entanto, que Silva et al. (2013) não encontraram evidências de relação entre tamanho da empresa e a quantidade de cláusulas restritivas gerais utilizadas nas debêntures emitidas no Brasil.

2.2.2 Oportunidades de crescimento

A literatura indica que empresas com maiores taxas de crescimento podem apresentar tanto maior quanto menor uso de covenants. Os argumentos favoráveis ao aumento do uso de covenants baseiam-se nas premissas de que firmas com elevadas taxas de crescimento possuem uma parcela significativa do seu valor derivado de expectativas de retornos futuros e não do preço pelo qual seus ativos poderiam ser liquidados em caso de dificuldades financeiras (Brito et al., 2007), ou, ainda, que essas empresas apresentam maior incerteza quanto ao sucesso dos futuros investimentos de expansão. Assim, essas características tenderiam a elevar os conflitos relacionados à probabilidade de falência, o que refletiria na maior demanda dos credores por covenants. Dessa maneira, é esperada relação positiva entre oportunidades de crescimento e uso de covenants contábeis. Assim, tem-se que:

Hipótese 2a: Os covenants contábeis são mais utilizados nas debêntures emitidas por empresas com maiores oportunidades de crescimento.

Por outro lado, Nash et al. (2003) argumentam que empresas com maiores oportunidades de crescimento podem oferecer mais resistência à utilização de covenants devido à restrição que eles impõem à flexibilidade financeira. Essa restrição pode fazer com que os covenants gerem mais custos de oportunidade do que benefícios à empresa. Consequentemente, essas empresas tenderiam a utilizar mecanismos alternativos para reduzir o risco dos credores, tal como captar dívida de curto prazo e renová-las repe-

tidamente (Nash et al., 2003). Esse argumento é corroborado por Silva et al. (2013) e Hong et al. (2016), os quais constataram que empresas com mais opções de crescimento utilizam menor quantidade de cláusulas restritivas. A partir dessa perspectiva, é esperada relação negativa entre oportunidades de crescimento e uso de covenants contábeis. Assim, tem-se que:

Hipótese 2b: Os covenants contábeis são menos utilizados nas debêntures emitidas por empresas com maiores oportunidades de crescimento.

2.2.3 Nível de endividamento

Empresas com elevado nível de endividamento possuem maior probabilidade de dificuldades financeiras (Lin et al., 2011). Isso eleva os potenciais conflitos de agência da dívida, pois torna mais vantajosa a prática de ações que transfiram riqueza dos credores para os acionistas (Bradley & Roberts, 2015). Consequentemente, os credores tendem a demandar proteção adicional ao capital fornecido, o que resulta na maior exigência de covenants contábeis. Dessa maneira, é esperada relação positiva entre nível de endividamento e uso de covenants contábeis. Assim, tem-se que:

Hipótese 3: Os covenants contábeis são mais utilizados nas debêntures emitidas por empresas com maiores níveis de endividamento.

Para as debêntures emitidas no Brasil, Silva et al. (2013) constataram que o nível de endividamento não afeta a quantidade geral de covenants utilizada.

2.2.4 Rentabilidade da empresa tomadora de recursos

Empresas com maior rentabilidade geralmente são economicamente mais estáveis e possuem menor propensão à falência, reduzindo o risco dos credores (Lin et al., 2011). Além disso, os credores podem preferir fornecer crédito a essas empresas, pois elas apresentam menor risco de dificuldades financeiras (Valle, 2008). Como implicação desse menor risco de falência, tem-se a redução dos potenciais conflitos de agência derivados dela, bem como os credores podem reduzir a demanda por cláusulas restritivas. Assim, é esperada relação negativa entre rentabilidade e uso de covenants contábeis, o que implica na seguinte hipótese:

Hipótese 4: Os covenants contábeis são menos utilizados nas debêntures emitidas por empresas mais rentáveis.

2.2.5 Concentração de propriedade

Claessens e Fan (2002) relatam que a concentração de propriedade pode gerar benefícios à empresa, uma vez que a maior participação do acionista controlador no capital tende a aumentar o comprometido dele com o desempenho da organização. Essa situação é denominada efeito alinhamento (Claessens & Fan, 2002), devido a gerar maior alinhamento de interesses dos acionistas majoritários com os demais investidores da organização (Jensen & Meckling, 1976; Claessens & Fan, 2002). Na prática, esse benefício se materializa quando o acionista controlador utiliza o seu poder de controle para tomar decisões que aumentem o valor da firma, ao invés de expropriar riqueza dos demais investidores (Jensen & Meckling, 1976; Claessens & Fan, 2002). Consequentemente, empresas com maior concentração de propriedade podem apresentar menor risco aos credores, dado que os gestores tendem a estar mais comprometidos

em aumentar o valor da firma, o que tende a diminuir o risco de falência. Além disso, Shleifer e Vishny (1997) apontam que acionistas com grande participação de propriedade geralmente são investidores de longo prazo, o que os faz desincentivarem conflitos com os credores, dado que é favorável à empresa manter boa relação com eles para continuar captando financiamento. Assim, o menor risco ao capital fornecido pelos credores pode refletir na redução da demanda por covenants contábeis, o que sugere uma relação negativa entre concentração de propriedade e uso de covenants contábeis. Dessa forma, tem-se a seguinte hipótese:

Hipótese 5: Os covenants contábeis são menos utilizados nas debêntures emitidas por empresas com maior concentração de propriedade do acionista controlador.

2.2.6 Independência do conselho de administração

O Conselho de Administração (CA) é o órgão responsável pelo monitoramento das ações dos gestores (Fama & Jensen, 1983) e alinhamento de interesses entre acionistas e gestores (Silveira, 2004). Nesse sentido, Fama e Jensen (1983) argumentam que CA's compostos por mais membros externos à organização são mais efetivos para suas atividades, pois os membros externos apresentam menor probabilidade de concordar com os gestores em decisões que possam prejudicar os interesses dos investidores. Baseado nos argumentos de Fama e Jensen (1983), espera-se que empresas com CA's proporcionalmente mais independentes desenvolvam relações mais transparentes com os credores e tenham maior eficiência nas decisões administrativas, o que pode reduzir os conflitos com credores. Conseqüentemente, poderá haver redução do risco dos credores, e da demanda deles por utilização de covenants. Nessa perspectiva, é esperada relação negativa entre independência do CA e uso de covenants contábeis. Assim, tem-se que:

Hipótese 6: Os covenants contábeis são menos utilizados nas debêntures emitidas por empresas que possuem conselhos de administração proporcionalmente compostos com maior independência.

2.2.7 Maturidade da dívida

Dívidas com prazos mais longos envolvem maior incerteza quanto à capacidade de pagamento e maior risco de inadimplência (El-Gazzar & Pastena, 1991), o que pode aumentar a demanda dos credores por covenants para reduzir a incerteza no financiamento. Em complemento, Nash et al. (2003) argumentam que empresas e credores podem negociar dívidas com prazos mais curtos como mecanismos substitutos à utilização de cláusulas restritivas. Isso ocorre porque o prazo mais enxuto diminui o risco de agência ao qual os credores estão expostos. Os resultados de Silva et al. (2013) alinham-se a essa perspectiva, ao revelarem que as empresas utilizam debêntures de curto prazo como mecanismo substituto às cláusulas restritivas gerais. Assim, é esperada relação positiva entre maturidade e uso de covenants contábeis, o que leva à seguinte hipótese:

Hipótese 7: Debêntures emitidas com prazos de maturidade mais longos apresentam maior utilização de covenants contábeis.

2.2.8 Debênture emitida com esforços restritos

A partir de 2009, com a Instrução 476 emitida pela Comissão de Valores Mobiliários (ICVM 476/09), o mercado brasileiro de debêntures passou a permitir que as empresas realizassem ofertas públicas

de debêntures a grupos restritos de investidores qualificados. Essa modalidade é alternativa à emissão tradicional de debêntures, em que os títulos são ofertados ao público geral. Uma implicação dessa nova modalidade, quando comparada à oferta ao público geral, é a maior concentração dos credores, pois a quantidade máxima de investidores que podem adquirir ou subscrever esses títulos é de 50 investidores. Como consequência da maior concentração, as emissões na modalidade ICVM 476/09 podem ter menor custo de renegociação com os credores em caso de violação técnica, o que tende a reduzir a resistência das empresas em utilizar covenants nesses títulos.

Além disso, como a distribuição com esforços restritos é direcionada a investidores qualificados, os quais tendem a possuir maior sofisticação na análise de risco e maior capacidade de monitoramento do que os demais investidores, é possível que as debêntures dessa modalidade apresentem maior exigência de proteção aos credores do que as emissões ao público em geral, o que abrange a demanda por covenants. Consequentemente, é esperada relação positiva entre uso de covenants contábeis e emissões com esforços restritos, o conduz à seguinte hipótese:

Hipótese 8: Debêntures da modalidade distribuição com esforços restritos apresentam maior utilização de covenants contábeis.

2.2.9 Tipo de garantia

Nash et al. (2013) argumentam que a utilização de garantias (collateral) reduz os conflitos de agência da dívida sem a necessidade de impor restrições à flexibilidade financeira da empresa, tal como os covenants impõem. Ademais, a garantia do tipo real é a mais forte dentre as garantias possíveis de serem ofertadas na emissão de debêntures, pois vincula a alienação de um ativo ao pagamento dos debenturistas. Consequentemente, a garantia real aumenta a probabilidade do credor recuperar o capital fornecido, caso a empresa se torne insolvente. Assim, a proteção por meio de garantia real pode reduzir ou substituir a demanda por covenants, já que reduz o risco de não dos credores não recuperarem o capital fornecido. A partir disso, é esperada relação negativa entre uso de garantia real e covenants contábeis. Assim, tem-se que:

Hipótese 9: Os covenants contábeis são menos utilizados nas debêntures que oferecem garantia real aos credores.

2.2.10 Montante da dívida

A elaboração e monitoramento das cláusulas contratuais implica em custos, o que faz com que debêntures com valores baixos possam ser negociadas com maior simplicidade nos termos contratuais, devido aos custos relacionados à elaboração dos contratos e verificação das métricas utilizadas como covenants (El-Gazzar & Pastena, 1991). Além disso, quanto maior o montante da captação de dívida, maior será o endividamento da empresa após a consolidação do processo de captação, o que aumenta o risco de falência da empresa e o risco dos credores (Inamura, 2009). Tais argumentos sugerem que emissões de baixo montante têm menor uso de covenants, devido ao alto custo de negociação e monitoramento deles, enquanto emissões de alto montante têm maior uso de covenants, devido ao maior risco a que os credores estão expostos. Assim, é esperada relação positiva entre montante da dívida emitida e uso de covenants contábeis, o que leva à formulação da seguinte hipótese:

Hipótese 10: Quanto maior o montante da oferta de captação da debênture, maior a utilização de covenants contábeis.

Silva et al. (2013) constataram que o montante da dívida não afeta a quantidade geral de covenants utilizada nas debêntures emitidas no Brasil.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A amostra analisada é composta pelas empresas listadas na Bolsa Brasil Balcão (B3), não financeiras, e que emitiram debêntures entre os anos de 2010 e 2016. A seleção das empresas listadas na B3 se deu devido à disponibilidade de dados para operacionalização das hipóteses testadas. O corte temporal teve início em 2010 por conta da harmonização do padrão contábil brasileiro ao padrão IFRS ter provocado mudanças estruturais na utilização de covenants nas debêntures emitidas ao público geral (Beiruth et al., 2017). Assim, a comparação entre emissões realizadas antes e após a harmonização às IFRS poderia ser enviada pela redução do uso de cláusulas contábeis decorrentes da alteração do padrão contábil.

Após aplicação desses filtros de seleção e ajustes à disponibilidade de dados econômicos, financeiros e de governança corporativa, foi obtida uma amostra final de 287 debêntures emitidas por 126 empresas. A coleta de dados foi realizada a partir de três fontes: (a) software Economatica®, em que foram coletados os dados econômicos e financeiros; (b) Formulário de Referência, em que foram coletados os dados de governança corporativa; e, (c) escrituras e prospectos de debêntures, em que foram coletados os dados das características das debêntures.

A variável dependente deste estudo é a utilização de covenants contábeis que devem ser cumpridos pelas empresas emissoras da dívida, a qual foi coletada manualmente das escrituras e prospectos de debêntures registrados no Sistema Nacional de Debêntures, e foi mensurada por meio de duas abordagens: (a) se a debênture contém algum covenant contábil; e, (b) quantidade de covenants contábeis contidos na debênture. Na primeira abordagem, a mensuração da utilização de covenants contábeis foi realizada pela identificação da presença ou ausência dessas cláusulas. Assim, a utilização de covenants contábeis foi operacionalizada por meio de uma variável binária (dummy) e a ferramenta estatística utilizada para modelar a probabilidade de utilização foi a regressão logística. Na segunda abordagem, a mensuração da utilização de covenants contábeis foi realizada pela contagem de covenants contábeis contidos nas escrituras de debêntures. Essa forma de mensuração tem a finalidade de captar a intensidade de utilização de covenants contábeis, e foi modelada usando regressão de Poisson.

A identificação dos covenants contábeis seguiu a definição de Ramsay e Sidhu (1998), os quais os definem como as cláusulas restritivas baseadas em números ou indicadores contábeis. Assim, foram considerados como covenants contábeis todas as cláusulas que envolviam alguma métrica relacionada aos relatórios financeiros, ou aquelas que utilizassem conceitos contábeis para mensuração dos limites.

Para operacionalizar o modelo econométrico, as debêntures foram agrupadas de acordo com o ano de emissão. Quando uma mesma empresa realizou mais de uma emissão no mesmo ano, foram adotados os seguintes critérios: (a) seleção de apenas a primeira emissão do ano, quando os títulos apresentavam características diferentes, ou; (b) agrupamento das emissões do mesmo ano, formando uma única emissão, quando as características dos títulos eram idênticas (quantidade e tipos de covenants contábeis, prazo de vencimento e tipo de debênture). A utilização da primeira emissão justifica-se por ser o critério que garante aleatoriedade na seleção das emissões, uma vez que não utiliza critérios relacionados à característica da dívida (por exemplo, montante ou maturidade).

Na especificação do modelo econométrico, as características econômicas das empresas foram defasadas em um ano, pois adotou-se a premissa de que os investidores utilizam dados financeiros de

períodos anteriores para avaliar o risco da empresa na data emissão da dívida. Também foram adicionadas ao modelo variáveis de controle binárias (dummies) representativas do ano de emissão e setor de atuação das empresas. O controle do ano de emissão objetiva isolar os efeitos de variações no risco de mercado sobre a demanda por covenants, e baseia-se na constatação de Bradley e Roberts (2015) de que, em momentos de maior risco, tal como crises financeiras, há maior demanda por covenants em empréstimos/financiamentos.

A modelagem estatística (Modelo 1) utilizada para estimar a probabilidade de as debêntures utilizarem covenants contábeis é apresentada nas equações 1 e 2. Essa modelagem tem por objetivo identificar os fatores que influenciam a decisão de usar (ou não usar) covenants contábeis nas debêntures. Na Equação 1 é apresentada a forma funcional da regressão logística; enquanto que na Equação 2, a qual é um detalhamento da Equação 1, são apresentadas as variáveis explicativas testadas.

$$Pr(\text{presença de covenants contábeis}=1) = 1/(1+e^{-z})(1)$$

Em que,

$$Z_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 TAM_{i,t-1} + \beta_2 CRES_{i,t-1} + \beta_3 END_{i,t-1} + \beta_4 RENT_{i,t-1} + \beta_5 CONCI_{t,t} + \beta_6 ICAI_{t,t} + \beta_7 MATI_{t,t} + \beta_8 DEBI_{t,t} + \beta_9 MONTI_{t,t} + \beta_{10} REAL_{i,t} + \sum_{k=2011}^{2015} \delta_k ANOK_{t,t} + \sum_{j=1}^11 \gamma_j SETOR_{j,i+ei,t} \quad (2)$$

Na Equação 3 é apresentada a modelagem utilizada para se estimar os fatores que influenciam a quantidade de covenants contábeis utilizada nas debêntures. Essa modelagem é feita com regressão de Poisson, pois a variável dependente consiste em dados de contagem. $\ln(Y_{i,t})$ e $\ln(\lambda_{i,t})$ representam a quantidade esperada de covenants contábeis utilizada na debênture emitida pela empresa i no período t .

$$\ln(Y_{i,t}) = \ln(\lambda_{i,t}) = \alpha_i + \beta_1 TAM_{i,t-1} + \beta_2 CRES_{i,t-1} + \beta_3 END_{i,t-1} + \beta_4 RENT_{i,t-1} + \beta_5 CONCI_{t,t} + \beta_6 ICAI_{t,t} + \beta_7 MATI_{t,t} + \beta_8 DEBI_{t,t} + \beta_9 MONTI_{t,t} + \beta_{10} REAL_{i,t} + \sum_{k=2011}^{2015} \delta_k ANOK_{t,t} + \sum_{j=1}^{11} \gamma_j SETOR_{j,i+ei,t} \quad (3)$$

Foram realizados os testes de subdispersão e superdispersão, sugeridos por Cameron e Trivedi (1990), para os dados de contagem da quantidade de covenants utilizada, os quais indicaram igualdade dos parâmetros de média e variância. Tais resultados indicam que o pressuposto de equidispersão da distribuição de Poisson foi atendido, sendo adequada a utilização desse modelo (Fávero, 2015).

A definição e operacionalização das variáveis que compõem os modelos são apresentadas no Quadro 1. Estas variáveis podem ser divididas em três perspectivas de análise: (a) características econômicas e financeiras da firma (tamanho; crescimento; endividamento; rentabilidade; e, setor); (b) características de governança corporativa (concentração de propriedade e independência do CA); e, (c) características contratuais da dívida (presença e quantidade de covenants contábeis, maturidade; modalidade de emissão; montante; e, garantia real).

Quadro 1 – Definições operacionais das variáveis utilizadas na pesquisa

Variável	Hipótese	Relação esperada	Embasamento teórico/empírico	Método de mensuração
Presença de covenants contábeis	-	NA	-	Variável binária (dummy) que assume valor 1 se a debênture possuir ao menos um covenant contábil; e valor 0, caso contrário.
Quantidade de covenants contábeis	-	NA	-	Quantidade de covenants contábeis contidos na escritura de debênture.
Tamanho (TAM)	H1	Negativa	El-Gazzar e Pastena (1991), Rajan e Zingales (1995), Brito et al. (2007), Lin et al. (2011) e Silva et al. (2013)	Logaritmo natural do valor do Ativo Total.

Crescimento (CRES)	H2a e H2b	Em aberto	Brito et al. (2007), Nash et al. (2003), Silva et al. (2013) e Hong et al. (2016)	Média geométrica da variação da receita líquida dos últimos três anos: [(Receita líquida _t / Receita líquida _{t-2}) ^{1/3}]
Endividamento (END)	H3	Positiva	Lin et al. (2011), Silva et al. (2013) e Bradley e Roberts (2015)	Passivo exigível / Ativo total.
Rentabilidade (RENT)	H4	Negativa	Lin et al. (2011) e Valle (2008)	EBITDA _t / [(Ativo _{t-1} + Ativo _t)/2]
Concentração de propriedade (CONC)	H5	Negativa	Jensen e Meckling (1976), Shleifer e Vishny (1997) e Claessens e Fan (2002)	Percentual total de ações (ON e PN) que o acionista controlador (ou maior acionista) possui.
Independência do conselho de administração (ICA)	H6	Negativa	Fama e Jensen (1983) e Silveira (2004)	Proporção de membros independentes em relação ao total de membros do conselho.
Maturidade da debênture (MAT)	H7	Positiva	El-Gazzar e Pastena (1991), Nash et al. (2003) e Silva et al. (2013)	Quantidade de meses entre a data de emissão da debênture e a data final de resgate da dívida.
Debênture da modalidade de esforços restritos (DEB)	H8	Negativa	-	Variável binária (dummy) que assume valor 1 para emissão com esforços restritos; e 0 para oferta aberta ao público em geral.
Garantia real (REAL)	H9	Negativa	Nash et al. (2013)	Variável binária que assume valor 1 se a debênture conter garantia real, e 0 caso contrário.
Montante da oferta (MONT)	H10	Positiva	El-Gazzar e Pastena, (1991), Inamura (2009) e Silva et al. (2013)	Logaritmo natural do valor total da proposta de debênture.
Setor (SETOR)	-	Em aberto	-	Classificação setorial da Bolsa Brasil Balcão ao nível de subsetores.
Ano (ANO)	-	Em aberto	Bradley e Roberts (2015)	Dummies representativas do ano em que a debênture foi emitida.

Legenda: NA: Não se aplica. EBITDA: Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization); ON: ações ordinárias; PN: ações preferenciais.

Nota: As variáveis mensuradas em valores monetários foram inflacionadas para a data de 31 de dezembro de 2016, pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Fonte: Elaborada pelos autores.

4. ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

Na Tabela 1 são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis da pesquisa. O Painel A apresenta as estatísticas descritivas das variáveis em geral, enquanto o Painel B descreve o uso de covenants contábeis nas debêntures.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas das variáveis da pesquisa

Painel A: Estatísticas descritivas das variáveis analisadas na pesquisa									
Variáveis	N	n	Média	DP	Min.	Q1	Md	Q3	Máx
Quantidade covenants contábeis	322	145	1,53	1,07	0	1	2	2	6
Presença de covenants contábeis	322	145	0,78	-	0	1	1	1	1
Concentração de propriedade (%)	320	144	58,7	28,4	0	36,0	53,3	83,5	100
Independência do conselho (%)	322	145	18,9	20,5	0	0	16,7	33,3	83,3
Tamanho da empresa (milhões R\$)	322	145	15.100	60.200	0,012	2.224	4.780	11.900	938.000
Crescimento (%)	287	126	18,6	38,7	-51,4	2,6	8,7	19,3	405
Rentabilidade (%)	295	131	14,4	8,8	-16,4	8,5	13,2	18,4	50,1
Endividamento (%)	322	145	63,3	15,6	19,2	53,0	62,7	74,9	100
Maturidade (meses)	322	145	72,0	36,95	12	48	60	84	262
Esforços restritos (dummy)	322	145	0,82	-	0	1	1	1	1
Garantia real (dummy)	322	145	0,12	-	0	0	0	0	1
Montante da captação (milhões R\$)	322	145	582	576	0,047	229	401	689	4.440
Painel B: Quantidade de covenants contábeis utilizada nas debêntures									
	Nenhum	Um	Dois	Três	Quatro	Cinco	Seis	Total	

Frequência	70	63	152	25	9	2	1	322
Proporção	21,7%	19,6%	47,2%	7,8%	2,8%	0,6%	0,3%	100%
Proporção acumulada	21,7%	41,3%	88,5%	96,3%	99,1%	99,7%	100%	

Legenda: N: quantidade de observações; n: quantidade de empresas; DP: desvio padrão; Mín: menor valor; Q1: primeiro quartil; Md: mediana; Q3: terceiro quartil; Máx: maior valor.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os dados revelam que aproximadamente 78% das debêntures contêm ao menos um covenant contábil que deve ser cumprido pela empresa emissora. Além disso, em média, é utilizado aproximadamente 1,5 covenant contábil por debênture, predominando o uso de até três covenants, sendo mais utilizada a quantidade de dois covenants contábeis por debênture. Comparado com pesquisas correlatas, os dados revelam que a proporção de debêntures que contêm covenants contábeis é superior à documentada pelos estudos realizados na Inglaterra (Citron, 1995; Moir & Sudarsanam, 2007), Japão (Inamura, 2009) e França (Ismail, 2014). Uma possível explicação para esse maior uso de covenants pode ser a necessidade de oferecimento de maior proteção aos direitos dos credores, como forma de compensar a característica institucional brasileira de baixa proteção aos credores. Esta explicação decorre da constatação de Hong et al. (2016), de que os covenants são usados como mecanismos substitutos à baixa proteção legal aos credores. Vale destacar também que a proporção de covenants contábeis identificada nesta pesquisa é inferior às proporções documentadas nas pesquisas que tiveram como amostra os empréstimos/financiamentos estadunidenses (Costello & Wittenberg-Moerman, 2011; Demerjian, 2017; Bradley & Roberts, 2015); porém, esta comparação é limitada devido aos financiamentos dessa natureza tenderem a ter uso mais intenso de covenants do que as debêntures, dadas suas características de negociação (Smith & Warner, 1979).

No tocante às características das debêntures, constata-se que a maioria (82%) é emissão com esforços restritos, indicando ampla utilização dessa modalidade pelas empresas da B3. Ademais, as características das debêntures apontam que a maturidade média é de seis anos (72 meses) e que a proposta de captação é no volume médio de R\$ 582 milhões. Por fim, é constatado que a utilização de garantia real foi utilizada em 12% das emissões.

Na Tabela 2 são apresentados os resultados da estimação da utilização de covenants contábeis nas debêntures. Em ambas as formas de análise, presença e quantidade utilizada, são apresentados dois modelos: (a) modelo completo, em que são inseridas todas as variáveis testadas no estudo; e, (b) um modelo refinado, selecionado por meio da técnica stepwise backward, em que somente as variáveis estatisticamente significantes a 10% foram mantidas no modelo final.

Tabela 2 - Resultados da estimação da utilização de covenants contábeis

Variável dependente	Presença de covenants contábeis (dummy)		Quantidade de covenants contábeis utilizados	
	Modelo completo	Seleção stepwise	Modelo completo	Seleção stepwise
Variáveis explicativas	Coefficientes	Coefficientes	Coefficientes	Coefficientes
Tamanho	-3,23***	-1,53*	-0,08*	-0,11***
Endividamento	-11,54		-0,64**	-0,63**
Rentabilidade	-3,02		-1,11**	-0,87*
Crescimento	12,54**	7,96***	0,16***	0,18***
Maturidade	0,09***	0,08***	0,002	
Montante	-1,08		-0,02	
Distribuição com esforços restritos	2,27		0,03	
Garantia real	-10,59***	-4,97***	0,53	

Concentração de propriedade	-0,14**		-0,004***	-0,005***
Independência do conselho	-14,86**		-0,53**	-0,71***
Constante	101,20***	32,79***	2,94***	3,02***
Dummies setores econômicos	Incluídas	Incluídas	Incluídas	Incluídas
Dummies anuais	Incluídas	Incluídas	Incluídas	Incluídas
Wald χ^2	84,58***	89,4***	144,78***	125,46***
Log likelihood	-69,21	-75,95		
Likelihood-ratio test of rho = 0 a	59,97***	108,14***		
Log pseudolikelihood			-374,19	-376,44
Likelihood-ratio test of alpha = 0 b			0,02	0,20
Pseudo R ²			9,0%	8,4%
Nº observações (N)	279	287	279	279
Nº empresas (n)	123	126	123	123

Legenda: a: Teste de nulidade do rho; b: Teste de nulidade do alpha; os símbolos *, ** e *** representam, respectivamente, 10%, 5% e 1% de nível de significância estatística.

Nota: A probabilidade de presença de covenants contábeis foi estimada por meio de regressão logística com dados em painel de efeitos aleatórios, uma vez que os testes de nulidade do rho, indicaram que o modelo logístico de efeitos aleatórios é mais adequado do que o modelo de dados empilhados (pooled). A estimação da quantidade de covenants contábeis foi realizada por meio de regressão de Poisson com dados empilhados (pooling), uma vez que os testes de nulidade do alpha indicaram que o modelo de Poisson de dados empilhados é mais adequado do que o modelo de Poisson em efeitos aleatórios. Os parâmetros da estimação de Poisson foram estimados com erros-padrão robustos. As significâncias estatísticas foram calculadas pela probabilidade bicaudal. A seleção stepwise utilizada foi a do tipo backward. Os testes de multicolinearidade (Fator de Inflação da Variância – VIF) indicaram não haver variáveis potencialmente problemáticas no modelo, uma vez que o maior valor de VIF foi de 2,34.

Fonte: Dados da pesquisa.

No tocante à presença de covenants contábeis, os resultados obtidos no modelo selecionado pela técnica stepwise indicam que o “tamanho”, “maturidade”, “crescimento” e “garantia real” apresentam relação estatisticamente significativa, ao nível de confiança mínimo de 90%, com a presença de covenants nas debêntures. Já para a quantidade de covenants utilizada nas debêntures, os resultados obtidos no modelo selecionado pela técnica stepwise indicam que as variáveis “tamanho”, “endividamento”, “rentabilidade”, “concentração de propriedade” e “independência do conselho de administração” apresentam relação estatisticamente significativa, ao nível de confiança mínimo de 90%, com a intensidade de covenants contábeis utilizados nas debêntures. Destaca-se que, na estimação da quantidade de covenants, todas as variáveis estatisticamente significantes no modelo completo se mantiveram estáveis na estimação refinada (stepwise), o que indica solidez dos resultados.

Tomando-se em conjunto os resultados das estimações da presença e quantidade de covenants, podem ser extraídas algumas inferências. Primeiramente, tem-se a confirmação da H1, pois os resultados indicam que os credores reduzem a demanda por covenants contábeis para empresas maiores. Essa redução ocorre tanto para a decisão de inserir (ou não) covenants na dívida quanto para a quantidade de covenants inseridos. Isso pode ser explicado tanto pelo menor risco de falência das empresas maiores quanto pela maior reputação que elas tendem a desenvolver no mercado financeiro. Pela Teoria da Agência, essas duas condições reduzem os conflitos entre empresa e credores, o que reduz a demanda por cláusulas restritivas.

Analisado esse resultado em conjunto com os resultados de Silva et al. (2013), conclui-se que o tamanho da empresa não modifica a quantidade de cláusulas restritivas gerais impostas às empresas na emissão de debêntures no Brasil (Silva et al., 2013), porém reduz a utilização de cláusulas especificamente de natureza contábil. Dois possíveis fatores explicam este contraste: (a) natureza dos eventos abrangidos pelos covenants não contábeis; e, (b) sensibilidade do risco de insolvência ao tamanho da

firma. A primeira explicação foi constatada durante a fase de coleta de dados desta pesquisa, em que se observou que as cláusulas não contábeis abordam eventos variados, tais como modificações na condução dos negócios, alteração da estrutura societária, falência, inadimplência, veracidade das informações fornecidas e a validade legal das garantias fornecidas. Em geral, tais eventos podem ocorrer independentemente do tamanho da companhia, o que faz com que os covenants não contábeis variem pouco em função do porte. A segunda explicação refere-se ao fato de as dificuldades financeiras e o risco de insolvência serem mais sensíveis ao porte da empresa do que os eventos restringidos pelos covenants não contábeis. Como implicação, há maior probabilidade de os credores recuperarem o capital fornecido para empresas maiores em caso de problemas financeiros. Conseqüentemente, o tamanho exerce mais influência sobre a utilização de covenants contábeis do que não contábeis, pois os primeiros são mais precisos para monitorar o risco de insolvência.

Quanto ao crescimento, os resultados revelaram que quanto mais intenso ele for, maior é a demanda dos credores por covenants contábeis (presença e quantidade). Essa constatação não corrobora a Hipótese 2b, de que as empresas em crescimento apresentam resistência à utilização de covenants para manterem a flexibilidade financeira e aproveitar futuros investimentos (Nash et al., 2003). No entanto, os achados confirmam a Hipótese 2a, de que empresas com maiores taxas de crescimento são percebidas como mais arriscadas pelos credores e, assim, têm maior utilização de covenants. Assim, conta-se que a perspectiva de risco do credor é mais forte do que a de resistência das empresas à utilização de covenants contábeis.

Dentre as possíveis explicações para esse resultado, tem-se que empresas em crescimento possuem maior risco nos seus negócios, o que gera maior dificuldade na captação de financiamento. Isso tende a diminuir a resistência delas ao uso de restrições à flexibilidade financeira, além de incentivá-las a tornar as debêntures menos arriscadas aos credores por meio do uso de covenants. Tal situação pode ainda ser potencializada pelas características institucionais brasileiras de baixa proteção aos credores e enforcement legal (Hong et al., 2016), e de limitadas fontes de financiamento de longo prazo. Assim, a menor proteção e enforcement aumentam o risco dos credores, o que tende a aumentar a exigência deles por covenants. Já a limitação nas fontes de financiamento implica em as empresas terem menor poder de barganha para negociarem os termos da dívida, forçando-as a fornecer covenants adicionais para aumentar a atratividade dos títulos de dívida para os credores.

Vale ressaltar que essa constatação é contrária aos achados de Silva et al. (2013). Todavia, a comparação de tais resultados é limitada, pois as pesquisas foram realizadas utilizando proxies diferentes para representar oportunidades de crescimento. Além disso, os períodos analisados são distintos, e a presente pesquisa inclui na amostra debêntures distribuídas com esforços restritos, as quais diferem estruturalmente das ofertadas ao público geral, analisadas por Silva et al. (2013).

Em relação ao endividamento, os resultados apontam que ele não afeta a presença de covenants contábeis, porém afeta a decisão sobre a quantidade de covenants contábeis inseridos. No entanto, os resultados revelam que a quantidade de covenants utilizada tende a ser menor para empresas mais endividadas. Tal constatação é contrária à hipótese formulada (H3), e não se assemelha aos resultados das pesquisas correlatas. Uma possível explicação para esse resultado é que o endividamento elevado impõe limitações à flexibilidade financeira da empresa. Assim, caso uma empresa altamente endividada capte recursos com vários covenants contábeis, ela assumirá ainda mais restrições à sua flexibilidade financeira, bem como terá alta probabilidade de violar os covenants contábeis pactuados.

No tocante à rentabilidade, os resultados suportam parcialmente a Hipótese 4, pois foi constatado que ela afeta apenas a quantidade de covenants contábeis utilizada. Especificamente, os resultados indicam que os credores demandam menor quantidade de covenants contábeis de empresas mais rentáveis. Tal resultado assemelha-se ao obtido nas pesquisas de Inamura (2009) e Costello e Wittenberg-Moerman (2011), e pode ser explicado devido à maior rentabilidade reduzir o risco dos credores e, conseqüentemente, a demanda por covenants.

Em relação às características de governança corporativa, foram confirmadas parcialmente as Hipóteses 5 e 6, pois foi constatado que tanto a concentração de propriedade quanto a independência do CA reduzem a quantidade de covenants utilizada, mas não afetam a presença/ausência dessas cláusulas. Portanto, esses resultados sugerem que quanto maior o investimento realizado pelo controlador, menor a quantidade de covenants contábeis demanda pelos credores. Tal resultado aponta indícios de que as predições da teoria da agência sobre o benefícios da concentração de propriedade na relação com os credores (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997; Claessens & Fan, 2002) se estendem também para as restrições impostas na captação de dívida, impactando nos covenants que são estipulados para monitoramento da empresa devedora. Já em relação à independência do CA, os resultados indicam que os credores a interpretam como um fator de redução do risco, sendo que a maior independência reduz a demanda por covenants contábeis. Essa constatação está alinhada com a perspectiva teórica de que a maior independência do CA pode contribuir com o alinhamento de interesses dos acionistas e dos credores, contribuindo para a redução do risco da captação de dívida. Tomados em conjunto, os resultados dos mecanismos internos de governança sugerem que os credores se sentem menos incentivados a demandar covenants contábeis de empresas que apresentam estrutura de governança que transmite maior segurança contra a ocorrência de conflitos de interesse com os credores.

Em relação às características da dívida, foi constatado que a maturidade e o oferecimento de garantia real apresentam relação apenas com a decisão de inclusão de covenants contábeis. Essas constatações confirmam parcialmente as Hipóteses 7 e 8, uma vez que não foram constatadas relações desses fatores com a quantidade de covenants utilizada. Especificamente, esses resultados revelam que emissões com prazo de maturidade maior elevam a probabilidade de se inserir covenants contábeis nos títulos de dívida; enquanto que o oferecimento de garantia real reduz a probabilidade de inserção de covenants contábeis nas debêntures. A partir desses resultados, pode-se inferir que o oferecimento de garantia real aos credores e a captação de dívidas com prazos mais curtos atuam como mecanismos substitutos à presença de covenants contábeis nas debêntures. Ou seja, os credores se sentem menos incentivados a demandar a inclusão de covenants contábeis em títulos de prazos mais curtos ou que ofereçam garantia real. Os resultados para a maturidade podem ser explicados tanto pela perspectiva da incerteza, descrita por Demerjian (2017), quanto pela perspectiva de conflitos de agência (Smith & Warner, 1979), dado que dívidas com prazos maiores possuem maior incerteza quanto à capacidade de pagamento (El-Gazzar & Pastena, 1991), bem como por empresas e credores poderem negociar dívidas com prazos mais curtos para evitar os conflitos de agência da dívida e a restrição imposta pelos covenants (Nash et al., 2003; Silva et al. 2013).

Foi verificado também que o montante da proposta de captação e a modalidade de distribuição das debêntures não apresentam relação com a utilização de covenants contábeis. No tocante ao montante, uma possível explicação para a ausência de relação é que as debêntures geralmente são negociadas com um grupo diversificado de investidores, o que permite que a empresa emita propostas de captação em volumes maiores sem necessariamente elevar o volume (e o risco) de recursos adquiridos por cada

investidor. Já em relação à distribuição com esforços restritos, os resultados indicam que, em média, não há diferença entre a utilização de covenants contábeis nessa modalidade e na modalidade de oferta aberta ao público. Isso indica que os credores apresentam comportamento semelhante na busca de proteção por meio de cláusulas contábeis em ambas as formas de distribuição de debêntures.

Dois testes adicionais foram realizados. Primeiramente, testou-se mensuração alternativa para endividamento, usando o índice de cobertura da dívida (EBITDA/Dívida Líquida), pois esse foi o principal indicador contábil utilizado como covenant contábil nas debêntures analisadas. Porém, essa mensuração alternativa do endividamento não apresentou relação estatisticamente significativa. O segundo teste foi realizado com a inserção de uma proxy de variabilidade dos resultados (desvio padrão do EBITDA dos últimos cinco anos) para representar o nível de incerteza da empresa. No entanto, a variabilidade dos resultados também não apresentou relação estatisticamente significativa. Assim, esses testes sugerem que o uso de covenants contábeis não difere entre empresas com mais e menos incerteza em relação desempenho futuro (variabilidade dos fluxos de caixa). Dado que a incerteza é tratada pela literatura como aspecto relevante para determinação do risco, é provável que os credores estejam adotando mecanismos alternativos ao uso de covenants contábeis para proteção a esse risco ou a proxy testada não capta este risco de forma eficaz.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Tomados em conjunto, os resultados desta pesquisa permitem concluir que as características da dívida somente afetam a decisão de se utilizar ou não covenants contábeis nas debêntures, enquanto que as características das empresas afetam tanto a decisão de utilização quanto a quantidade de covenants contábeis utilizada.

A principal contribuição desta pesquisa à literatura é a constatação de que as características da firma e da dívida podem afetar de forma distinta a utilização de covenants contábeis: afetar a quantidade utilizada ou afetar a decisão de incluir ou não incluir covenants. Além disso, a pesquisa contribui à literatura ao levantar evidências de que os mecanismos internos de governança corporativa “concentração de propriedade” e “independência do conselho de administração” reduzem a demanda dos credores por covenants contábeis.

Os resultados desta pesquisa podem interessar a empresas que buscam captar recursos, mas que não podem abrir mão da flexibilidade financeira. Nesse sentido, a contribuição prática do estudo está na apresentação de mecanismos substitutos à utilização de covenants contábeis. Especificamente, os resultados apontam que a emissão de dívida com prazo mais curto ou com oferecimento de garantia real tende a substituir a inclusão de covenants contábeis pelos credores. Além disso, a presença de mecanismos internos de governança corporativa que explicitem maior alinhamento da gestão ou grupo controlador à maximização do valor da firma tende a reduzir a quantidade de cláusulas contábeis demanda pelos credores. Assim, o uso desses mecanismos alternativos facilita a captação de financiamento, com redução da imposição de restrições à flexibilidade financeira, tal como ocorre com o uso de covenants contábeis. Essa estratégia é especialmente útil quando a empresa está em dificuldades financeiras ou em processo de expansão dos negócios.

Dentre as limitações deste estudo, tem-se que esta pesquisa não esgota todos os possíveis fatores explicativos para a utilização de covenants contábeis. Além disso, destaca-se que esta pesquisa não procurou identificar as cláusulas restritivas não contábeis, as quais podem atuar como mecanismos substitutos aos covenants contábeis para a proteção dos credores. Assim, outros fatores que potencial-

mente podem afetar a percepção de custo e benefício da utilização de covenants contábeis podem ser testados em análises profissionais e acadêmicas posteriores.

REFERÊNCIAS

- 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. doi: 10.1016/j.jacceco.2010.10.001
- Beiruth, A. X., Fávero, L. P. L., Murcia, F. D.-R., de Almeida, J. E. F., & Brugni, T. (2017). Structural changes in covenants through the adoption of IFRS in Brazil. *Accounting Forum*, 41(3), 147–160. doi: 10.1016/j.accfor.2017.06.004
- Black, F., & Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637–654. doi: 10.1086/260062
- Bradley, M., & Roberts, M. R. (2015). The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants. *Quarterly Journal of Finance*, 5(2), 1550001. doi: 10.1142/S2010139215500019
- Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(43), 9–19. doi: 10.1590/S1519-70772007000100002
- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (1990). Regression-based tests for overdispersion in the Poisson model. *Journal of Econometrics*, 46(3), 347–364. doi: 10.1016/0304-4076(90)90014-K
- Christensen, H. B., & Nikolaev, V. V. (2012). Capital Versus Performance Covenants in Debt Contracts. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 75–116. doi: 10.1111/j.1475-679X.2011.00432.x
- Citron, D. B. (1995). The Incidence of Accounting-based Covenants in UK Public Debt Contracts: An Empirical Analysis. *Accounting and Business Research*, 25(99), 139–150. doi: 10.1080/00014788.1995.9729937
- Claessens, S., & Fan, J. P. H. (2002). Corporate Governance in Asia: a survey. *International Review of Finance*, 3(2), 71–103. doi: 10.1111/1468-2443.00034
- Costello, A. M., & Wittenberg-Moerman, R. (2011). The Impact of Financial Reporting Quality on Debt Contracting: Evidence from Internal Control Weakness Reports. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 97–136. doi: 10.1111/j.1475-679X.2010.00388.x
- Demerjian, P. R. (2017). Uncertainty and debt covenants. *Review of Accounting Studies*, 22(3), 1156–1197. doi: 10.1007/s11142-017-9409-z
- El-Gazzar, S., & Pastena, V. (1991). Factors affecting the scope and initial tightness of covenant restrictions in private lending agreements. *Contemporary Accounting Research*, 8(1), 132–151. doi: 10.1111/j.1911-3846.1991.tb00839.x
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. doi: 10.1086/467037
- Fávero, L. P. L. (2015). *Análise de Dados: Modelos de Regressão com Excel, Stata e SPSS* (1. ed.). Rio de Janeiro: Elsevier.
- Hong, H. A., Hung, M., & Zhang, J. (2016). The Use of Debt Covenants Worldwide: Institutional Determinants and Implications on Financial Reporting. *Contemporary Accounting Research*, 33(2), 644–681. doi: 10.1111/1911-3846.12169
- Inamura, Y. (2009). The determinants of accounting-based covenants in public debt contracts. *Journal of International Business Research*, 8(2), 1–15.
- Ismail, R. H. (2014). The Determinants of Financial Covenants on Private Debt: The Case of Listed French Companies. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(15), 176–184.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 160–305. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., & Xuan, Y. (2011). Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 1–23. doi: 10.1016/j.jfineco.2010.10.012
- Moir, L., & Sudarsanam, S. (2007). Determinants of financial covenants and pricing of debt in private debt contracts: the UK evidence. *Accounting and Business Research*, 37(2), 151–166. doi: 10.1080/00014788.2007.9730066
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175. doi: 10.1016/0304-405X(77)90015-0
- Nash, R. C., Netter, J. M., & Poulsen, A. B. (2003). Determinants of contractual relations between shareholders and bondholders: investment opportunities and restrictive covenants. *Journal of Corporate Finance*, 9(2), 201–232. doi: 10.1016/S0929-1199(02)00007-X
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421. doi: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x
- 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. doi: 10.1111/1467-629X.00010
- Silva, A. H. C. (2008). Escolha de práticas contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da hipótese dos covenants contratuais. Tese de Doutorado (Doutorado em Ciências Contábeis). Universidade de São Paulo.
- Silva, V. A. B., Saito, R., & Barbi, F. C. (2013). The role of bond covenants and short-term debt: Evidence from Brazil. *BAR - Brazilian Administration Review*, 10(3), 323–346. doi: 10.1590/S1807-76922013000300006
- Silveira, A. D. M. Da. (2004). Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese de Doutorado (Doutorado em Administração). Universidade de São Paulo.
- Smith, C. W., & Warner, J. B. (1979). On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117–161. doi: 10.1016/0304-405X(79)90011-4
- Shleifer, A., Vishny, R., 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52, 737–783. doi: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x
- Taylor, P. (2013). What do we know about the role of financial reporting in debt contracting and debt covenants? *Accounting and Business Research*, 43(4), 386–417. doi: 10.1080/00014788.2013.798551
- Valle, M. R. Do. (2008). Estrutura de capital de empresas brasileiras num ambiente de altas taxas de juros e na presença de fontes diferenciadas de financiamento. Tese de livre docência (Livre docência em Contabilidade). Universidade de São Paulo.