

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E O DETALHAMENTO DOS COVENANTS

Willams da Conceição de Oliveira¹
Nadia Cardoso Moreira²
Silvania Neris Nossa³
Danilo Soares Monte-Mor⁴

Resumo: A divulgação de covenants financeiros é obrigatória por lei apenas quando existe a violação do limite desses covenants. Entretanto, a despeito da não obrigatoriedade legal, boa parte das companhias não divulgam voluntariamente tais limites quando os contratos são firmados, o que reduz o conteúdo informacional de investidores acerca dos contratos de dívida. Este estudo objetivou investigar a relação do detalhamento dos covenants financeiros com o nível de gerenciamento de resultados. A amostra contempla companhias brasileiras não financeiras de capital aberto no período de 2010 a 2018, em um total de 1.288 observações obtidas junto ao Economatica. Detalhes dos covenants financeiros foram obtidos mediante leitura de notas explicativas e nos sites das firmas direcionados a relações com investidores. Para cada uma das três hipóteses de pesquisa realizou-se em um primeiro estágio um Propensity Score Matching como forma de se identificar grupos comparáveis e com probabilidades semelhantes de possuírem, violarem e divulgarem covenants financeiros, respectivamente. Os resultados encontrados apresentam evidências de que a existência de covenants financeiros está associada a maiores níveis de gerenciamento de resultados. Resultados adicionais indicam que empresas que violam tais cláusulas possuem maiores níveis de gerenciamento no ano anterior à violação, e que empresas com maiores níveis de gerenciamento de resultados possuem menor probabilidade de detalharem voluntariamente os limites dos covenants financeiros. Conjuntamente, tais evidências indicam que gestores podem estar se utilizando de gerenciamento para evitar o rompimento dos limites das cláusulas contratuais. Tal fato reforça a discussão sobre os covenants na revisão do CPC 26 no sentido de tornar obrigatório que Sociedades Anônimas divulguem os limites dos covenants financeiros nas notas explicativas.

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

¹ wil.god@hotmail.com. Fucape Business School, Vitória-ES, Brasil. <https://orcid.org/0000-0003-0845-5109>

² nadiacmoreira@fucape.br. Fucape Business School, Vitória-ES, Brasil. <https://orcid.org/0000-0002-9085-6595>

³ silvanianossa@fucape.br. Fucape Business School, Vitória-ES, Brasil. <https://orcid.org/0000-0001-8087-109X>

⁴ danilo@fucape.br. Fucape Business School, Vitória-ES, Brasil. <https://orcid.org/0000-0002-5677-5804>

DOI: <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2020130202>

Artigo submetido em: 03/04/2020. Revisões requeridas em: 28/07/2020. Aceita em: 12/08/2020.

EARNINGS MANAGEMENT AND COVENANTS DETAILS

Abstract: The disclosure of financial covenants is mandatory by law only when there is a violation of the limit of those covenants. However, in spite of not being legally required, most companies do not voluntarily disclose these limits when contracts are signed, which reduce the information content of investors about debt contracts. This study investigates the relationship between covenants details and the level of earnings management. We use a sample of publicly traded non-financial Brazilian companies from 2010 to 2018, with a total of 1,288 firm-year observations. Details of financial covenants were obtained from explanatory notes and on the websites of the companies. For each of the three research hypotheses, we estimate a Propensity Score Matching in a first stage that allow us to identify comparable groups with similar probabilities of owning, violating and disclosing financial covenants, respectively. The results show evidence that financial covenants are associated with higher levels of earnings management. Other results review that companies that violate these clauses have higher levels of management in the year prior to the violation, and firms with higher levels of earnings management are less likely to voluntarily disclose the limits of financial covenants. Together, results suggest that managers may be using earnings management to avoid breaking the limits of contractual clauses. This fact reinforces a discussion about the agreements in the revision of CPC 26 by requiring mandatory disclosure of financial covenants details.

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

INTRODUÇÃO

Covenants são cláusulas incluídas de forma explícita em contratos de dívida com o propósito de proteger o credor e limitar ações discricionárias do gestor (Demerjian, 2017). A inclusão dessas cláusulas se faz necessária durante a contratação do empréstimo para garantir que o credor seja protegido de decisões e riscos futuros tomados pela empresa contratante, se configurando como um dos mecanismos de monitoramento efetuado pelos credores (Prilmeier, 2017). Tais cláusulas impedem, por exemplo, que gestores realizem escolhas operacionais, de investimento ou de distribuições de dividendos que comprometam o desempenho e a capacidade de pagamento de longo prazo das empresas (Bushman & Smith, 2001).

Quando companhias não cumprem os acordos estabelecidos nos contratos de dívidas, o(s) credor(es) obtêm o direito de acelerar a dívida (Borges, 1999; Prilmeier, 2017), de aumentar as taxas de juros nos empréstimos num possível reperfilamento da dívida (Press & Weintrop, 1991; Beneish & Press, 1993; Kim, Lei & Pevzner, 2009), ou ainda de exigir novas garantias (Press & Weintrop, 1991). Gestores possuem incentivos a evitarem que tais cláusulas restritivas sejam descumpridas na medida em que tais implicações têm potencial para prejudicar o fluxo de caixa e a continuidade operacional das empresas (Silva & Lopes, 2009). Nesse sentido, esta pesquisa visa responder o seguinte problema: os gestores realizam escolhas contábeis para evitarem as penalidades geradas pela violação dos limites dos covenants financeiros? Especificamente, a pesquisa tem como objetivo investigar a relação do detalhamento dos covenants financeiros com o nível de gerenciamento de resultados.

A divulgação de covenants financeiros é obrigatória por lei apenas quando existe a violação do limite desses covenants conforme exposto no CPC 26 (R1) - Apresentação das Demonstrações Contábeis (2011). A despeito da não obrigatoriedade legal da divulgação voluntária dos detalhes de tais cláusulas, boa parte das companhias não divulgam voluntariamente tais limites quando os contratos são firmados (Demerjian & Owens, 2016; Duarte & Galdi, 2018). Tal posicionamento existe ainda que o próprio CPC 26 (R1) indica que as companhias devem divulgar informações adicionais para que os usuários compreendam o impacto de determinadas transações sobre a posição financeira e patrimonial da entidade.

Da perspectiva do investidor, a não divulgação voluntária dos detalhes dos covenants financeiros reduz o conteúdo informacional dos stakeholders acerca dos contratos de dívida (Press & Weintrop, 1991; Morgenson, 2003). Da perspectiva dos gestores, entretanto, a não divulgação pode se dar de forma estratégica na medida em que tal assimetria concede aos gestores maiores margens de discricionariedade com vistas a evitar o rompimento das cláusulas restritivas (Murcia & Wuerges, 2011). Nesse caso, é possível que empresas com covenants financeiros possuam maiores níveis de gerenciamento de resultados, e que empresas com maiores níveis de gerenciamento de resultados possuam menor probabilidade de divulgarem os detalhes dos covenants financeiros em suas notas explicativas (Watts & Zimmerman, 1990; Iatridis & Kadorinis, 2009; Silva & Lopes, 2009; Franz, Hassabelanby & Lobo, 2014; Beiruth & Fávero, 2016; Duarte & Galdi, 2018).

Com base no Comitê de Pronunciamento Contábeis (CPC) 00 (R2) – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro (2019), a omissão de uma informação relevante pode influenciar nas decisões dos usuários. Esse estudo amplia essa discussão, assim como os resultados de Demerjian e Owens (2016) e Duarte e Galdi (2018), ao analisar não apenas a relação entre a existência de

covenants financeiros e o gerenciamento de resultados, mas os possíveis incentivos da não divulgação dos detalhes desses covenants nas notas explicativas.

Ao estudar a relação do gerenciamento de resultados com a divulgação voluntária dos limites dos covenants financeiros, a pesquisa visa contribuir para discussão sobre os covenants financeiros na revisão do CPC 26, tornando obrigatória a divulgação dos limites de tais cláusulas nas notas explicativas para Sociedades Anônimas. Além disso, evidenciando-se que gestores possam estar se utilizando de gerenciamento para evitar o rompimento dos limites das cláusulas contratuais, adiciona-se à literatura nacional que investiga os incentivos à prática do gerenciamento de resultados por parte de empresas brasileiras.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Cláusulas restritivas em contratos de dívida

O covenant é uma cláusula em benefício do credor de forma explícita no contrato para forçar a renegociação do empréstimo (Demerjian, 2017) e, sua inclusão está relacionada com a falta de informações relevantes sobre o tomador durante a contratação inicial do empréstimo (Prilmeier, 2017).

Os covenants fazem relação com a contabilidade em consequência das cláusulas restritivas financeiras estarem habitualmente estabelecidas em números contábeis (Watts & Zimmerman, 1990), diante disso, as pesquisas relacionadas aos covenants no campo contábil ganham destaque devido ao fato destas cláusulas estarem inseridas por meio de indicadores financeiros em uma considerável parte dos empréstimos e financiamentos bancários contraídos pelas companhias (Beiruth & Fávero, 2016).

Os acordos financeiros monitoram os conflitos de interesses entre as instituições financeiras e os devedores por meio de dois mecanismos: covenants de capital, responsável por controlar os problemas de agência impondo restrições à estrutura de capital e os covenants de desempenho avalia a performance das companhias (Christensen & Nikolaev, 2012).

Os contratos de dívidas desempenham papel importante no contexto dos conflitos de interesses, sendo evidenciada no mercado Japonês uma relação entre a inclusão de cláusulas contábeis e as taxas de juros no qual, para se protegerem, os credores incluem cláusulas contábeis restritivas ou elevam a taxa de juros do empréstimo para controlarem as ações da companhia (Inamura, 2009).

A literatura contratual sugere que os covenants financeiros desempenham um papel fundamental nas atividades de monitoramento dos credores (Prilmeier, 2017), em que a maioria covenants consistem em restrições de investimento e financiamento numa possível renegociação (Beneish & Press, 1993).

A escolha pela inclusão de cláusulas restritivas financeiras em contratos de dívidas surgiu da necessidade de informações privadas aos credores sobre o desempenho futuro dos mutuários, diminuindo o nível de assimetria da informação (Demiroglu & James, 2010), em que as características das dívidas influenciam a decisão de inclusão ou não de covenants de debêntures e, as características econômicas e de governança das empresas influenciam tanto na inclusão ou não quanto na quantidade de covenants contábeis (Konraht & Vicente, 2019).

Segundo Nini, Smith e Sufi (2009), os covenants financeiros são agrupados em seis categorias: endividamento no balanço, cobertura, endividamento no fluxo de caixa, liquidez, patrimônio líquido e covenants de EBITDA. Já Prilmeier (2017), por meio da amostra de 7.924 empréstimos extraídos da base DealScan de empresas americanas, identificou vários tipos de covenants, com destaque aos covenants financeiros relacionados ao endividamento, cobertura, capacidade de pagamento e EBITDA.

Duarte e Galdi (2018) identificaram nas companhias brasileiras os principais indicadores financeiros de monitoramento, com destaque para o EBITDA, sendo comparado com a Receita Líquida, Dívida Líquida, Despesa Financeira e Cobertura da Dívida compondo as cláusulas restritivas financeiras.

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

2.2 Gerenciamento de resultados contábeis e os covenants financeiros

O modelo econométrico da Jones (1991) foi ajustado para mensuração dos accruals discricionários incluindo a variação dos recebíveis ficando o modelo conhecido como Jones modificado, resultando no importante controle do nível de gerenciamento de resultados das companhias (Dechow, Sloan & Sweeney, 1995).

A literatura relacionada à qualidade de resultados foi revisada por Dechow, Ge e Schrand (2010), com abordagem de definir a sua importância em qualquer tomada de decisão, identificando a proxy em 300 estudos, organizando em três grandes categorias: propriedades dos lucros, capacidade de resposta dos investidores e indicadores externos de distorção dos resultados.

Os contratos de dívidas de uma empresa influenciam nas escolhas contábeis, em que os tomadores de empréstimos realizam mudanças nos métodos contábeis para aumentar a renda quando os contratos flexibilizam tais mudanças (Beatty & Weber, 2003). As empresas estão dispostas a pagar juros relativamente mais altos para manter a flexibilidade contábil por meio de mudanças voluntárias, nas quais os gestores usufruem dessa flexibilidade para realizar escolhas que revertam numa possível ruptura das cláusulas restritivas (Beatty, Ramesh & Weber, 2002).

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

A qualidade de lucros diminui com elevação dos níveis de endividamento, considerando que a probabilidade de violar um covenant de dívida é alta com altos níveis de endividamento bancário (Ghosh & Moon, 2010), em que Costa, Matte e Monte-Mor (2018) indicam que a qualidade de lucros possui relação não linear e côncava com a dívida, verificando também que, a relação não linear entre o volume de endividamento e qualidade de lucros está relacionada com dívidas vencendo em longo prazo. A relação do nível de gerenciamento de resultados com o custo da dívida foi investigada por Nardi e Nakao (2008), identificando para uma relação unidirecional em que o custo da dívida é influenciado positivamente pelo nível de gerenciamento de resultados.

Na revisão da literatura brasileira em torno do tema gerenciamento de resultados, Martinez (2013) identificou três conjuntos de incentivos que estimulam o gerenciamento, entre eles, para cumprir termos contratuais, no quais as empresas que enfrentam graves problemas de agência têm maior probabilidade de possuir cláusulas restritivas em contratos (Reisel, 2014), sendo as violações das cláusulas restritivas

uma das preocupações dos gestores, devido exposição da companhia as penalidades impostas nos contratos (Iatridis & Kadorinis, 2009; Silva & Lopes, 2009).

2.3 Desenvolvimento das hipóteses

A inclusão dos covenants financeiros se faz necessária durante a contratação do empréstimo para garantir que o credor seja protegido de decisões e riscos futuros tomados pela empresa contratante. Tal medida se configura como um dos mecanismos de monitoramento efetuado pelos credores (Prilmeier, 2017) e impede, por exemplo, que gestores realizem escolhas operacionais, de investimento ou de distribuições de dividendos que comprometam o desempenho e a capacidade de pagamento de longo prazo das empresas (Bushman & Smith, 2001).

Nesse caso, verifica-se que o monitoramento das instituições financeiras por meio dos covenants financeiros pode aumentar a probabilidade de sucesso dos financiamentos mediante a diminuição da assimetria e de estratégias arriscadas que potencialmente podem ser tomadas por parte do gestor após a assinatura do contrato (Bushman & Smith, 2001). Tais pontos levam à primeira hipótese da pesquisa, a qual segue associada ao potencial de monitoramento dos covenants financeiros, conforme a seguir:

H1: Empresas que possuem covenants financeiros e não violaram os limites apresentam menor nível de gerenciamento de resultados do que as empresas que não possuem covenants financeiros.

Na revisão da literatura brasileira em torno do tema gerenciamento de resultados, entretanto, Martinez (2013) identificou três conjuntos de incentivos que estimulam o gerenciamento, dentre os quais se destaca a necessidade de cumprimento de termos contratuais. Quando companhias não cumprirem os acordos estabelecidos nos contratos de dívidas, o(s) credor(es) obtêm o direito de acelerar a dívida (Borges, 1999; Prilmeier, 2017), aumentar as taxas de juros nos empréstimos num possível reperfilamento da dívida (Press & Weintrop, 1991; Beneish & Press, 1993; Kim et al., 2009) ou exigir novas garantias (Press & Weintrop, 1991).

Tais razões elencam as cláusulas restritivas como uma das grandes preocupações dos gestores na medida em que tais violações aumentam a exposição da companhia e têm potencial para prejudicar o fluxo de caixa e a continuidade operacional das empresas (Iatridis & Kadorinis, 2009; Silva & Lopes, 2009). Nesse caso, gestores possuem incentivos a evitarem que tais cláusulas restritivas sejam descumpridas, o que sustenta a segunda hipótese dessa pesquisa:

H2: Empresas que possuem covenants financeiros apresentam maior nível de gerenciamento de resultados um ano antes da violação de um covenant financeiro.

A hipótese H2 anterior é corroborada ainda por resultados anteriores que evidenciaram que os gestores gerenciam resultados quando da proximidade de violar os limites estabelecidos nos covenants de dívida, influenciados pelas penalidades impostas na violação dos covenants (Watts & Zimmerman, 1990; Press & Weintrop, 1991; Sweeney, 1994; DeFond & Jiambalvo, 1994; Dichev & Skinner, 2002; Bikki & Lee, 2002; Zhang, 2008; Kim et al., 2009; Franz et al., 2014; Duarte & Galdi, 2018).

Como forma de proteger investidor de tais ações discricionárias, o CPC 26 (R1) impõe que as companhias devem divulgar informações adicionais para que os usuários compreendam o impacto de determinadas transações sobre a posição financeira e patrimonial da entidade. Entretanto, a divulgação de covenants financeiros é obrigatória por lei apenas quando existe a violação do limite desses covenants conforme exposto no CPC 26 (R1), o que contribui para que boa parte das companhias não divulguem voluntariamente tais limites quando os contratos são firmados (Demerjian & Owens, 2016; Duarte & Galdi, 2018).

Da perspectiva do investidor, a não divulgação voluntária dos detalhes dos covenants financeiros reduz o conteúdo informacional dos stakeholders acerca dos contratos de dívida (Press & Weintrop, 1991; Morgenson, 2003). Da perspectiva dos gestores, entretanto, a não divulgação pode se dar de forma estratégica na medida em que tal assimetria concede aos gestores maiores margens de discricionariedade com vistas a evitar o rompimento das cláusulas restritivas (Murcia & Wuerges, 2011).

Nesse caso, é possível que empresas com maiores níveis de gerenciamento de resultados possuam menor probabilidade de divulgarem os detalhes dos covenants financeiros em suas notas explicativas (Watts & Zimmerman, 1990; Iatridis & Kadorinis, 2009; Silva & Lopes, 2009; Franz et al., 2014; Beiruth & Fávero, 2016; Duarte & Galdi, 2018), o que sugere a terceira hipótese dessa pesquisa:

H3: Empresas com maior nível de gerenciamento de resultados têm menor probabilidade de divulgarem os limites dos covenants financeiros.

Tal hipótese segue alinhada a resultados como os de Kin, Ramos e Rogo (2017), os quais evidenciaram que empresas com maior nível de gerenciamento de resultados aumentam a complexidade das informações das notas explicativas para encobrir informações relevantes e influenciar na compreensão dos investidores, e aos de Press e Weintrop (1991), os quais evidenciaram que empresas que não divulgaram as cláusulas restritivas nas notas explicativas estão mais próximas de violarem os limites dos covenants financeiros.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1 Coleta de dados

Para a realização deste estudo foram consideradas as companhias brasileiras não financeiras de capital aberto listadas na B³ no período de 2010 a 2018. A amostra final compreendeu 190 empresas de 10 setores conforme classificação Setor Econômico Bovespa, compondo 1.288 observações em painel desbalanceado (ver tabela 1).

No processo de limpeza de dados foram desconsideradas as companhias que só possuem dívidas de curto prazo. Isso porque empresas com empréstimos e financiamentos classificados no longo prazo estão mais vulneráveis as cláusulas restritivas (Silva & Lopes, 2009). Foram eliminados ainda os setores-ano com menos de 10 observações na medida em que os accruals discricionários foram estimados por ano-setor.

A utilização de dados de empresas brasileiras para a verificação das hipóteses que relacionam covenants e gerenciamento de resultados segue alinhada a justificativas de outros estudos nos quais gestores brasileiros têm mais liberdade para gerenciar resultados devido ao menor monitoramento por parte do mercado (Beiruth & Fávero, 2016).

Tabela 1: Processo de seleção amostral

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

Fonte: Elaborado pelos autores

Para mensuração os resultados da segunda hipótese, foram desconsideradas as observações do ano de 2018, dada a defasagem temporal exigida pela hipótese. Para hipótese H_2 , a amostra foi reduzida em 278 observações, ficando a base de dados com 1.010 observações.

Em relação à amostra inicial, foram descartadas ainda as observações de empresas que violaram os limites dos covenants financeiros para a condução da terceira hipótese da pesquisa, o que totalizou 206 observações eliminadas (ficando a base de dados com 1.082 observações). Essa medida foi necessária porque os gestores das empresas que violaram os limites dos covenants financeiros são obrigadas perante o CPC 26 a divulgarem essa violação nas notas explicativas.

Vale destacar que a coleta de informações referentes aos covenants foi manual e feita por meio da leitura das notas explicativas coletadas junto ao site B³, assim como site das companhias na página direcionada ao relacionamento com investidores. As palavras chave utilizadas foram: "covenants", "cláusulas", "restritivas", "convênios" e "índices" para identificação dos covenants notas explicativas.

3.2 Modelos econométricos para testes das hipóteses

Para cada uma das três hipóteses de pesquisa realizou-se em um primeiro estágio um Propensity Score Matching como forma de se identificar grupos comparáveis e com probabilidades semelhantes de possuírem, violarem e divulgarem covenants financeiros, respectivamente. Como covariate utilizou-se a performance operacional, conforme Kothari, Leone e Wasley (2005).

A mensuração dos accruals discricionários se deu por meio do modelo de Dechow et al. (1995), estimado por setor-ano, conforme equação (1).

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

Após a identificação dos níveis de gerenciamento de resultados, foram utilizados diferentes modelos de regressão para se testar cada hipótese da pesquisa.

De acordo com a hipótese H_1 , espera-se que empresas que possuem covenants e não violaram os limites apresentem menor nível de gerenciamento de resultados do que as empresas não possuem covenants financeiros. O coeficiente β_1 do modelo a seguir responde à hipótese H_1 . Nesse caso, espera-se que o coeficiente da variável $QTNV_{it}$ seja negativo:

$$|GR|_{it} = \beta_0 + \beta_1 QTNV_{it} + \sum_k \beta_k Contoles_{it}^k + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

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

Para se testar a hipótese H_2 de que empresas que possuem covenants financeiros apresentam maior o nível de gerenciamento de resultados um ano antes da violação de um covenants, foi mensurado o nível de gerenciamento de resultado com defasagem de um ano, conforme equação 3. Nesse caso, espera-se que o coeficiente β_1 seja positivo:

$$|GR|_{it} = \beta_0 + \beta_1 QTV_{it+1} + \sum_k \beta_k Controles_{it}^k + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Sendo QTV_{it} é uma variável dummy que assume o valor 1 se a empresa i tem covenants financeiros e o violou no ano $t+1$; 0 se tem covenants financeiros e não violou os respectivos limites no ano $t+1$.

Para se testar a hipótese H_3 de que empresas com maior nível de gerenciamento de resultados têm menor probabilidade de divulgarem os limites dos covenants financeiros, utilizou-se uma regressão logística, conforme especificada pela equação 4. A variável dependente $Divulga\ limite_{it}$ assume o valor 1 se a empresa i tem covenants financeiros e divulgou os limites no ano t ; e 0 se a empresa i possuir covenants financeiros e não divulgou os limites no ano t . Conforme H_3 , espera-se que o coeficiente β_1 da variável explicativa $|GR|_{it}$ seja negativo, conforme equação 4 a seguir:

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

3.2.3. Variáveis de controle utilizadas nas equações

A variável de controle TAM, calcula o tamanho das companhias por meio do logaritmo natural do valor total do ativo, medido em reais. Segundo Nardi e Nakao (2009), espera-se que empresas maiores tenham menos incentivos ao gerenciamento de resultados e companhias de grande porte tendem a divulgar mais informações para o mercado (Rover, Tomazzia, Murcia & Borba, 2012). A variável de controle IDADE coletada por intermédio de dados disponíveis na B³, calcula o tempo de fundação das companhias até o ano de observação. Segundo Gu, Lee e Rosett (2005) espera-se que as companhias mais antigas tenham menos oscilação nos accruals. Além disso, e de acordo com Hossain e Hammami (2009), as empresas mais antiga tendem a divulgar mais informações voluntárias para o mercado.

Para controlar pela performance da empresa, utilizou-se a variável ROA (retorno sobre ativo total), calculada pela divisão do lucro líquido pelo ativo total do exercício anterior. Para Klapper e Love (2004), as empresas com maior nível de governança corporativa e maior nível de disclosure apresentam melhor rentabilidade. Já a variável de controle BTM (Book Tax Difference) é mensurada pelo lucro líquido menos lucro antes do imposto de renda e contribuição social dividido pelo ativo total. Segundo Ferreira, Martinez, Costa e Passamani (2012), quanto maior for o valor do BTM, maior será o nível de accruals discricionários.

Controlou-se ainda pela alavancagem da empresa (ALA), calculada pela divisão entre o exigível total e o patrimônio líquido da empresa ($ALA_{it} = PasExi_{it} / PL_{it}$). Gu et al. (2005) encontraram relação positiva da alavancagem com gerenciamento de resultados. Para Murcia e Wuerges (2011), quanto maior o nível de alavancagem das empresas maior será o nível de disclosure.

END representa o nível de endividamento total, sendo calculada pela divisão do passivo total pelo ativo total. Para Watts e Zimmerman (1990), empresas mais endividadas apresentem maior nível de accruals. Segundo Murcia e Wuerges (2011), espera-se que companhias mais endividadas tenham menor probabilidade de divulgar mais informações para o mercado. Controlou-se ainda pelo crescimento (CRESC), calculado pela variação percentual do ativo da empresa ($Cresc_{it} = (At_{it} - At_{it-1}) / At_{it-1}$). Gu et al. (2005), esperam-se que companhias em crescimento, medido por meio do ativo, tenham maior nível de accruals.

A variável de controle dummy ISE representa o Índice de Sustentabilidade Empresarial desenvolvido pela B³. Foi considerado (1) para as companhias participantes das carteiras de cada ano e (0) caso contrário. A variável CPC 26 representa uma dummy para o período após aprovação do CPC 26 para adoção pelas companhias *i* no período *t*, considerando-se o valor de (1) para os anos de 2012 até 2018 e (0) para os demais anos da amostra. Segundo Consoni, Colauto e Lima (2017), as companhias brasileiras tendem a divulgar mais informações com adoção das normas internacionais de contabilidade.

As companhias brasileiras com ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) tendem a divulgar mais informações para os investidores (Masullo & Lemme, 2005), sendo necessária a inclusão da variável dummy ADR (American Depositary Receipt), considerando (1) para as companhias com ADR e (0) caso contrário. A variável categórica do nível de governança corporativa (NGC) classificando as companhias conforme os níveis estabelecidos pela B³. De acordo com Murcia e Wuerges (2011), as companhias classificadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B³ tendem apresentar menor nível de gerenciamento de resultados e divulgar mais informações para o mercado.

Quadro 1: Variáveis utilizadas nas equações

	Dependente	Explicativa	Controle
H1	GR _{it}	QTNV _{it} (-)	TAM (-); IDADE (-); BTD (+); ALA (+); END (+); CRESC (+)
H2	GR _{it}	QTV _{it+1} (+)	TAM (-); IDADE (-); BTD (+); ALA (+); END (+); CRESC (+)
H3	Divulga Limite _{it}	GR _{it} (-)	TAM (+); ALA (+); ISE (+); CPC 26 (+); ADR (+); END (-); NGC (+); IDADE (+); ROA (+)

Fonte: Elaborado pelos autores

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Serão apresentados e discutidos nesse capítulo os resultados encontrados na estatística descritiva das variáveis da amostra, nos testes de diferença média Test t Student das hipóteses, nas regressões lineares das 1ª e 2ª hipóteses e, no modelo logístico da 3ª hipótese, além disso, as implicações práticas e teóricas dos achados.

4.1 Estatística descritiva

A pesquisa teve como objetivo investigar a relação do detalhamento dos covenants financeiros com o nível de gerenciamento de resultados. A tabela 2 resume a estatística descritiva das variáveis estudadas na pesquisa.

Tabela 2: Estatística descritiva da pesquisa

Variáveis	N	Média	Desv. Pad.	Mediana	Q1	Q3
GR	1.082	0,3412	0,4371	0,1997	0,0931	0,3974
GR após matching	310	0,1010	0,0975	0,0757	0,0318	0,1399
QTNV _{it}	1.082	0,8429	-	-	-	-
QTV _{it+1}	1.010	0,1802	-	-	-	-
Divulga limite _{it}	754	0,5942	-	-	-	-
TAM	1.082	15,2216	1,3347	15,2119	14,3254	16,1535

IDADE	1.082	36,4284	26,8714	26,8153	14,5000	53,7694
BTD	1.082	-0,0178	0,0277	-0,0136	-0,0277	-0,0018
END	1.082	0,5043	0,3015	0,4408	0,3041	0,6320
ALV	1.082	1,1506	1,8365	0,6961	0,4034	1,1470
CREC	1.082	-0,1187	0,2365	-0,0786	-0,1722	-0,0011
ROA	1.082	0,0463	0,0726	0,0409	0,0050	0,0857
ISE	1.082	0,1312	-	-	-	-
CPC 26	1.082	0,8272	-	-	-	-
ADR	1.082	0,0712	-	-	-	-
NGC	1.082	2,2800	-	-	-	-

Nota: Fonte: Elaborada pelos autores. [GR] é a variável representando o nível de accruals discricionários. [GR] após matching é a variável representando nível de accruals discricionários após matching. A variável explicativa QTNV é uma dummy onde (1) representa as empresas que têm covenants financeiros e não violaram os limites e (0) representa as empresas que informaram que não tem covenants financeiros. Já a variável explicativa QTV_{t+1} é uma dummy em que (1) representa as empresas que têm covenants financeiros e violaram os limites em t+1 e (0) as empresas que têm covenants financeiros e não violaram os limites em t+1. A variável explicativa divulga limite_{it} é uma dummy onde (1) representa as empresas que têm covenants financeiros e divulgaram os limites e (0) representa as empresas que têm covenants financeiros e não divulgaram os limites.

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

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

4.2. Análise de regressão

4.2.1 Testes de média e regressões relacionadas às hipóteses H1 e H2

A tabela 3 apresenta os testes de diferença de médias Test t Student antes e após o matching, sendo a hipótese nula rejeitada nos dois testes, demonstrando que as companhias que não possuem covenants apresentam média maior do nível de gerenciamento de resultados do que as companhias que possuem covenants financeiros.

Tabela 3: Resultados dos testes de média em relação ao nível de gerenciamento de resultados com os covenants financeiros

Grupos	[GR] - Antes do Matching			[GR] - Após Matching		
	N	Média	Desv. Pad.	N	Média	Desv. Pad.
Não tem covenant financeiro	170	0,64671	0,70216	159	4,64091	6,22552
Tem covenant financeiro	912	0,28431	0,33858	124	1,55284	2,64759
Diferença		0,3624***			3,0880***	

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

Por meio dos testes de diferenças de médias Test t Student antes e após o matching conforme tabela 4, resultando na rejeição da hipótese nula, foi possível evidenciar que as companhias que possuem covenants financeiros e violaram os limites apresentaram média maior do nível de gerenciamento de resultados no ano anterior à violação, em comparação com as companhias que possuem covenants financeiros e não violaram os limites em t+1.

Tabela 4: Resultados dos testes de média em relação ao nível de gerenciamento de resultados com a violação dos limites dos covenants financeiros em t+1

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

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

Por intermédio da análise dos resultados expostos na tabela 5, é possível evidenciar que a hipótese H_1 da pesquisa não foi rejeitada, sendo evidência localizada por meio da relação do nível de gerenciamento de resultados com os covenants financeiros antes do matching, apresentando significância de 1% para 1.083 observações e significância de 10% após realização do matching, reduzindo a amostra para 283 observações, demonstrando por meio do sinal negativo do coeficiente do β_1 , que as companhias que possuem covenant financeiro e não violou o limite estabelecido apresentam menor nível de gerenciamento de resultados em relação às companhias que não possuem covenant financeiro.

Tabela 5: Resultados da interferência do nível de gerenciamento de resultados com a violação dos covenants financeiros em t e t+1

GR	Hipótese- H1				Hipótese- H2			
	Antes do matching		Após o matching		Antes do matching		Após o matching	
	Coef.	Valor-p	Coef.	Valor-p	Coef.	Valor-p	Coef.	Valor-p
QTNV _t	-0,162	0,000***	-0,834	0,073*	-	-	-	-
QTV _{t+1}	-	-	-	-	0,065	0,046**	0,012	0,213
TAM	-0,173	0,000***	-2,898	0,000***	-0,128	0,000***	-0,014	0,001***
IDADE	0,001	0,008***	0,001	0,933	0,002	0,001***	0,000	0,348
BTD	-0,266	0,641	5,019	0,551	-1,139	0,019**	-0,478	0,096*
ALA	0,014	0,218	0,067	0,581	-0,009	0,294	0,001	0,493
END	-0,014	0,032**	-1,253	0,075*	-0,121	0,025**	-0,071	0,009***
CRESC	-0,194	0,032**	-2,464	0,028**	-0,311	0,006***	-0,071	0,033***
Constante	3,149	0,000***	45,972	0,000***	2,166	0,000***	0,305	0,000***
Ef. Fixo Ano	Sim		Sim		Sim		Sim	
Ef. Fixo Setor	Sim		Sim		Sim		Sim	
Observações	1.082		283		1.010		280	
R ²	36,92%		67,12%		23,95%		22,29%	

Fonte: Elaborada pelos autores. Nota: * 10% de significância, ** 5% de significância e *** 1% de significância. QTNV variável dummy onde (1) representa as empresas que têm covenant financeiro e não violou o limite e (0) as empresas que informaram não possuir covenant financeiro. QTV t+1 é uma variável dummy onde (1) representa as companhias que têm covenant financeiro e violou o limite em T+1 (0) representa as companhias que têm covenant financeiro e não violou o limite em T+1. TAM é a variável tamanho medida pelo logaritmo natural do ativo total. Idade é medida pela quantidade de anos das companhias. IDADE representante o tempo de fundação das companhias medida em anos. BTD é a variável Book Tax Differences responsável pela medição da desigualdade do lucro contábil vs lucro tributável. ALA representa alavancagem através do nível das obrigações alocadas no longo prazo sobre patrimônio líquido. END é a variável medida pelo logaritmo natural do ativo total dividido pelo passivo total. CRESC responsável pela medição da evolução do ativo total.

Por meio da tabela 5 ficou evidenciado com 5% de significância antes do matching e sinal positivo do coeficiente da variável "QTV_{t+1}", utilizando amostra 1.010 observações e R² de 23,95% que, as companhias apresentam maior nível de gerenciamento resultados no ano anterior à violação do limite de um covenant financeiro, não sendo possível rejeitar a hipótese H_2 da pesquisa.

Os resultados da H_2 antes do matching demonstram que, as companhias que violaram os limites dos covenants financeiros apresentaram maior nível de gerenciamento de resultados no ano anterior à violação, em comparação com as companhias que não violaram os limites dos covenants financeiros, sendo explicado esse tipo de comportamento visando evitar as penalidades impostas nos contratos de dívidas

Realizando controle das observações pelo nível de performance por intermédio do matching, os resultados não foram significantes, demonstrando que as empresas enquadradas no mesmo nível de desempenho não apresentam alterações no nível de accruals discricionários influenciadas pela proximidade de violar o limite de um covenant financeiro, podendo o resultado ser prejudicado pela quantidade de observações eliminadas após o matching.

É possível verificar que, a variável de controle TAM foi significativa com 1% antes e após o matching apresentando sinal negativo do coeficiente, demonstrando que o tamanho medido pelo logaritmo natural do ativo total das companhias, influencia negativamente o nível de gerenciamento de resultados. A variável de controle IDADE só foi significativa antes do matching e com 1% de significância apresentando sinal positivo do coeficiente, evidenciando que as companhias com maior tempo de fundação apresentam maior nível de gerenciamento de resultados.

A variável de controle END foi significativa com 5% antes e 10% após o matching apresentando sinal negativo do coeficiente, indicando que o nível de endividamento total influencia negativamente o nível de gerenciamento de resultados, já a variável de controle CRESC foi significativa com 5% antes e após o matching apresentando sinal negativo do coeficiente, demonstrando que as companhias em crescimento medido pelo valor do ativo total, apresentam menor nível de gerenciamento de resultados.

4.2.2 Testes de média e regressões relacionadas à hipótese H3

Por intermédio dos testes de diferenças de média Test t Student antes e após o matching conforme tabela 6 resultando na rejeição da hipótese nula, foi possível evidenciar que as companhias que não divulgaram os limites dos covenants financeiros apresentaram maior média de accruals discricionários do que as companhias que divulgaram os respectivos limites.

Tabela 6: Resultados dos testes de média em relação ao nível de gerenciamento de resultados com a divulgação ou não dos limites dos covenants financeiros

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

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

A tabela 7 demonstra resultado da regressão da hipótese H_3 do modelo logit, utilizando a variável “divulga limite_{it}” com variável dependente.

Tabela 7: Resultados da interferência do nível de gerenciamento de resultados na divulgação ou não dos limites dos covenants financeiros

Divulga limite _{it}	Antes do matching		Após o matching	
	Coef.	Valor-p	Coef.	Valor-p
GR	-2,395	0,073*	-5,951	0,005***
TAM	-0,117	0,243	0,046	0,780
ALA	0,267	0,009***	0,153	0,079*
ISE	0,490	0,065*	0,552	0,411
CPC 26	0,805	0,021**	-0,337	0,612
ADR	0,125	0,759	0,026	0,967
END	-0,143	0,731	-2,209	0,001***
NGC	-0,117	0,007***	-0,156	0,056*
IDADE	-0,003	0,276	-0,017	0,006***
ROA	7,137	0,000***	5,500	0,002***
Constante	1,712	0,276	1,226	0,645
Efeito Fixo de Ano	Sim		Sim	
Efeito Fixo de Setor	Sim		Sim	
Observações	754		310	
R ²	7,24%		21,64%	

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

Por meio da tabela 7 foi evidenciado com 10% de significância antes do matching para amostra de 754 observações e com 1% de significância após o matching, reduzindo a amostra para 310 observações, em que nas regressões o sinal do coeficiente β_1 foi negativo, demonstrando a interferência do nível de accruals discricionários na divulgação dos limites estabelecidos nos covenants financeiros, onde não foi possível rejeitar a hipótese H_3 da pesquisa, ficando evidenciado que as empresas com maiores níveis de gerenciamento de resultados possuem menor probabilidade de detalharem voluntariamente os limites estabelecidos nos covenants financeiros.

A variável de controle ALA foi significativa com 1% antes do matching e 10% após o matching apresentando sinal negativo do coeficiente, demonstrando que as companhias alavancadas tendem a divulgar os limites dos covenants financeiros nas notas explicativas. A variável de controle NGC representando os níveis diferenciados de governança corporativa da B³ foi significativa com 1% antes do matching e 10% após o matching apresentando sinal negativo, indicando que as companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B³ tendem a não divulgar os limites dos covenants financeiros nas notas explicativas, resultado ao contrário do esperado.

A variável de controle ISE que representa o Índice de Sustentabilidade Empresarial da B³ só foi significativa antes do matching com 90% de confiança e sinal positivo do coeficiente, indicando que as companhias com práticas de sustentabilidade empresarial tendem a divulgar os limites dos covenants

financeiros. A variável CPC 26, sendo uma dummy de tempo, também foi significativa antes do matching e com sinal positivo do coeficiente, porém, com 95% de confiança, demonstrando que a aprovação do CPC 26 influenciou na divulgação dos limites dos covenants financeiros nas notas explicativas.

As variáveis END e IDADE só foram significantes com 1% após o matching e sinal negativo de ambos os coeficientes, demonstrando que as companhias com maior nível de endividamento total e com maior tempo de fundação tendem a não divulgar os limites dos covenants financeiros, já a variável ROA foi significativa com 1% antes e após o matching e, sinal positivo do coeficiente, demonstrando que as companhias com maior nível de rentabilidade sobre o ativo total tendem a divulgar os limites dos covenants financeiros nas notas explicativas.

4.3 Implicações práticas e teóricas

Os achados da primeira hipótese evidenciam que as companhias brasileiras de capital aberto que possuem covenants financeiros e não violaram os limites estabelecidos, apresentam menor nível de gerenciamento de resultados em relação às companhias que não possuem covenants financeiros.

Estes resultados estão em linha com a literatura internacional ao demonstrar que o monitoramento das instituições financeiras exercido por meio dos covenants financeiros inibe a probabilidade dos gestores realizarem escolhas para melhorar a qualidade dos resultados das companhias (Bushman & Smith, 2001; Beatty & Weber, 2003), além dos covenants monitorarem os conflitos de interesses entre as instituições financeiras e os tomadores de empréstimos (Christensen & Nikolaev, 2012; Prilmeier, 2017), reforçando o uso dos covenants financeiros como um dos mecanismos de monitoramento adotado pelos credores.

Os resultados da segunda hipótese evidenciam que as companhias que violaram as cláusulas restritivas financeiras possuem maiores níveis de gerenciamento de resultados no ano anterior à violação. Os achados se assemelham com os resultados da literatura internacional ao evidenciar que os gestores realizam escolhas contábeis quando as companhias estão próximas de violar os limites dos covenants financeiros (Watts & Zimmerman, 1990; Press & Weintrop, 1991; Sweeney, 1994; DeFond & Jiambalvo, 1994; Dichev & Skinner, 2002; Bikki & Lee, 2002; Zhang, 2008; Kim et al., 2009; Franz et al., 2014).

Duarte e Galdi (2018) evidenciaram nas companhias brasileiras maior nível de gerenciamento de resultados quando estão próximas de violar os limites dos covenants financeiros, sendo o nível de proximidade medido pelo índice de desempenho até 10% próximo dos limites estabelecidos nos covenants financeiros, em que os resultados da presente pesquisa ampliam os achados de Duarte e Galdi (2018) ao investigar o nível de gerenciamento de resultados das companhias no ano anterior à violação dos limites dos covenants financeiros.

Já os resultados da terceira hipótese, demonstram que as empresas com maiores níveis de gerenciamento de resultados possuem menor probabilidade de detalharem voluntariamente os limites dos covenants financeiros nas notas explicativas, sendo estes resultados consistentes com os resultados da literatura que envolve a investigação do nível de gerenciamento de resultados com a divulgação de informações complementares (Lobo & Zhou, 2001; Jo & Kim, 2007; Iatridis & Kadorinis, 2009; Murcia & Wuerges, 2011), principalmente com pesquisa de Press e Weintrop (1991), onde evidenciaram a relação da não divulgação dos covenants com proximidade de violar os índices estabelecidos nos covenants financeiros.

Os achados da presente pesquisa ampliam os resultados da literatura que investiga o comportamento dos gestores para prática de gerenciamento de resultados, contribuindo para discussão da revisão do CPC 26 e das normas da CVM referente aos covenants, em que a não divulgação voluntária dos detalhes dos covenants financeiros reduz o conteúdo informacional dos stakeholders acerca dos contratos de dívida (Press & Weintrop, 1991, Morgenson, 2003).

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve como objetivo investigar a relação do detalhamento dos covenants financeiros com o nível de gerenciamento de resultados, sendo utilizados para apuração e análise dos resultados os testes de diferenças de média Test t Student, regressões lineares e logística e, a técnica Propensity Score Matching como forma de se identificar grupos comparáveis e com probabilidades semelhantes de possuírem, violarem e divulgarem covenants.

Os resultados encontrados apresentam evidências de que a existência de covenants financeiros está associada a maiores níveis de gerenciamento de resultados. Os resultados adicionais indicam que companhias que possuem covenants financeiros e não violaram os limites estabelecidos apresentam menor nível de gerenciamento de resultados em comparação com as companhias que não possuem covenants financeiros, demonstrando que o monitoramento das instituições financeiras por meio dos covenants financeiros inibe que os gestores realizem escolhas para melhorar a qualidade dos resultados.

Os resultados auxiliam os credores na decisão de inclusão ou não dos covenants financeiros nos contratos de dívida, reforçando que os covenants financeiros exercem papel fundamental no monitoramento por parte dos credores e na redução do conflito de interesses entre credores e tomadores.

Do mesmo modo, foi evidenciado que companhias que violaram os limites dos covenants financeiros apresentaram maiores níveis de gerenciamento de resultados no ano anterior à violação, em comparação com as companhias que não violaram os limites dos covenants financeiros. Resultado encontrado reforça as evidências da literatura que investiga a relação do gerenciamento de resultados com os covenants, demonstrando que os gestores realizam escolhas contábeis quando as companhias estão próximas de violar os limites estabelecidos nos covenants financeiros.

Inclusive foi possível evidenciar que companhias com maiores níveis de gerenciamento de resultados possuem menor probabilidade de detalhar voluntariamente os limites dos covenants financeiros em comparação com as companhias que têm covenants financeiros e detalharam os respectivos limites, demonstrando que as companhias utilizam da não obrigatoriedade de divulgar os limites dos covenants financeiros nas notas explicativas para omitir a informação da proximidade de violar os limites.

Tais evidências indicam que os gestores podem estar se utilizando de gerenciamento para evitar o rompimento dos limites das cláusulas contratuais, adicionando à literatura nacional que investiga os incentivos à prática do gerenciamento de resultados por parte de empresas brasileiras. Tal fato reforça a discussão sobre os covenants na revisão do CPC 26 no sentido de tornar obrigatório que Sociedades Anônimas divulguem os limites dos covenants financeiros nas notas explicativas.

Para companhias que possuem covenants e divulgam voluntariamente os limites, os resultados impactam na sugestão de divulgar voluntariamente nas notas explicativas a memória de cálculo da apuração dos covenants, transmitindo para os usuários externos maior confiabilidade nos resultados das companhias.

As limitações desta pesquisa estão relacionadas ao fato de algumas empresas que tinham contratos de dívidas bancárias no balanço patrimonial e não informaram se possuíam ou não covenants financeiros. Como sugestões futuras de pesquisa, sugere-se investigar se as companhias que divulgam com frequência os limites dos covenants financeiros apresentam maior nível de gerenciamento de resultados no ano em que não divulgaram os respectivos limites.

REFERÊNCIAS

- Beatty, A., Ramesh, K., & Weber, J. (2002). The importance of accounting changes in debt contracts: The cost of flexibility in covenant calculations. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 205–227. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00046-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00046-0)
- Beatty, A., & Weber, J. (2003). The effects of debt contracting on voluntary accounting methods changes. *The Accounting Review*, 78(1), 119–142. <https://doi.org/10.2308/accr.2003.78.1.119>
- Beiruth, A. X., & Fávero, L. P. L. (2016). Um Ensaio Sobre a Adoção das International Financial Reporting Standards em Covenants Contratuais. *Revista de Finanças Aplicadas*, 7(1), 1-22.
- Beneish, D. M., & Press, E. (1993). Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt-Covenants. *The Accounting Review*, 68(2), 233-257.
- Borges, L.F.X. (1999). Covenants: Instrumentos de Garantia em Project Finance. *Revista do BNDES*, 5(9), 105-121.
- Bikki, J., & Lee, P. (2002). Earnings Management Response to Debt Covenant Violations and Debt Restructuring. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 17(4), 295-324. <https://doi.org/10.1177/0148558X0201700402>
- Bushman, R., & Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237-333. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)
- Christensen, H. B., & Nikolaev, V. V. (2012). Capital versus performance covenants in debt contracts. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 75-116. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00432.x>
- CPC 00 (R2). Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Brasília. 2019. Recuperado em 09 de julho, 2019, de [http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/573_CPC00\(R2\).pdf](http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/573_CPC00(R2).pdf)
- CPC 26 (R1). Apresentação das Demonstrações Contábeis. Brasília. 2011. Recuperado em 09 de julho, 2019, de http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/312_CPC_26_R1_rev%2013.pdf
- Consoni, S., Colauto, R. D., & Lima, G. A. S. F. (2017). A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis: evidências no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade e Finanças*, 28(74), 249-263. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703360>
- Costa, C. M., Matte, A. M., & Monte-Mor, D.S. (2018). Endividamento e Decisões Contábeis: A Relação Não Linear entre Dívida e Qualidade de Lucros. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 12:e137077. <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6482.rco.2018.137077>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 344-401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>

DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1), 145-176. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90008-6](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90008-6)

Demerjian, P. R., & Owens, E. L. (2016). Measuring the probability of financial covenant violation in private debt contracts. *Journal of Accounting and Economics*, 61, 433-447. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.11.001>

Demerjian, P. R. (2017). Uncertainty and debt covenants. *Review of Accounting Studies*, 22(3), 1156-1197. <https://doi.org/10.1007/s1114>

Demiroglu, C., & James, C. M. (2010). The Information Content of Bank Loan Covenants. *The Review of Financial Studies*, 23(10), 3700-3737. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq054>

Dichev, I., & Skinner, D. (2002). Large sample evidence on debt covenant hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1091-1123. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00083>

Duarte, E. R., & Galdi, F. C. (2018). Gerenciamento de Resultado e Ruptura dos Covenants: um estudo empírico no Brasil. XXI Seminário em Administração, São Paulo, SP, Brasil.

Ferreira, F. R., Martinez, A. L., Costa, F. M., & Passamani, R. R. (2012). Book-tax differences e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 52(5), 488-501.

Franz, D., Hassabelanby, R., & Lobo, G. J. (2014). Impact of proximity to debt covenant violation on earnings management. *Review Accounting Studies*, 19, 473-505. <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9252-9>

Ghosh, A., & Moon, D. (2010). Corporate Debt Financing and Earning Quality. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5) & (6), 538-559. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02194.x>

Gu, Z., Lee, C-W. J., & Rosett, J. G. (2005). What determines the variability of accounting accruals. *Review of Quantitative Finance And Accounting*, 24, 313-334. <https://doi.org/10.1007/s11156-005-6869-1>

Hossain, M., & Hammami, H. (2009). Voluntary disclosure in the annual reports of an emerging country: the case of Qatar. *Advances in Accounting*, 25(2), 255-265. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2009.08.002>

Iatridis, G., & Kadorinis, G. (2009). Earnings management and firm financial motives: A financial investigation of UK listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 18, 164-173. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2009.06.001>

Inamura, Y. (2009). The determinants of accounting based covenants in public debt contracts. *Journal of International Business Research*, 8, 1-15.

Jo, H., & Kim, Y. (2007). Disclosure frequency and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 561-590. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.03007>

Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2).

Kim, B. H., Lei, L., & Pevzner, M. (2009). Debt covenant slack and real earnings management. George Mason University Working Paper.

Kin, L., Ramos, F., & Rogo, F. (2017). Earnings management and annual report readability. *Journal of Accounting and Economics*, 63, 1-25. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2016.09.002>

Klapper, L., & Love, I. (2004). Corporate Governance, investor protection and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5) 703-728. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)

Konraht, J. M., & Vicente, E. F. R. (2019). Determinantes da utilização de covenants contábeis nas debêntures emitidas pelas empresas listadas na Bolsa Brasil Balcão. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 12(1), 101-119. <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2019120106>

Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 1(39), 163-197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>

Lobo, G. J., & Zhou, J. (2001). Disclosure quality and earnings management. *Journal of Accounting & Economics*, 8(1), 1-20. <https://doi.org/10.1080/16081625.2001.10510584>

Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *Brazilian Business Review*, 10(4), 1-31.

Masullo, D. G., & Lemme, C. F. (2005). Nível de internacionalização como condicionante da divulgação de informações sobre responsabilidade ambiental nas grandes empresas brasileiras de capital aberto. *Associação Nacional de Pós- Graduação e Pesquisa em Administração*. Brasília, Brasil.

Morgenson, G. (2003). Why the Secrecy About Financial Covenants? (Money and Business/Financial Desk) (MARKET WATCH). *The New York Times*, p.BU1.

Murcia, F. D., & Wuerges, A. (2011). Escolhas contábeis no mercado brasileiro: divulgação voluntária de informações versus gerenciamento de resultados. *Revista Universo Contábil*, 7(2), 28-44. <https://doi.org/10.4270/ruc.2011211>

Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade e Finanças*. 20(50), 77-100. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000300006>

Nini, G., Smith, D. C., & Sufi, A. (2009). Creditor control rights and firm investment policy. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 400-420. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.04.008>

OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP Nº 01/2007 (2007). Dispõe sobre Orientação sobre Normas Contábeis pelas Companhias Abertas. Rio de Janeiro. 2007. Recuperado em 02 de julho, 2019, de http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2007.asp

OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP Nº 03/2019 (2019). Dispõe sobre Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas, estrangeiras e incentivadas. Rio de Janeiro. 2019. Recuperado em 02 de julho, 2019, de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sep/anexos/oc-sep-0319.pdf>

Press, E., & Weintrop, J. (1991). Financial Statement Disclosure of Accounting-Based Debt Covenants. *Accounting Horizons*. 5(1), 64-74

Prilmeier, R. (2017). Why do loans contain covenants? Evidence from lending relationships. *Journal of Financial Economics*, 123(3), 558-579. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.12.007>

Reisel, N. (2014). On the value of restrictive covenants: Empirical investigation of public bond issues. *Journal of Corporate Finance*, 27, 251-268. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.05.011>

Rover, S., Tomazzia, E. C., Murcia, F. D., & Borba, J. A. (2012). Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando a análise de regressão em painel. *Revista de Administração*, 47, 217-230. <https://doi.org/10.5700/rausp1035>

Silva, A. H. C., & Lopes, A. B. (2009). Escolha de práticas contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da hipótese dos covenants contratuais. *Associação Nacional dos Programas de Pós- Graduação em Ciências Contábeis*. São Paulo, SP, Brasil.

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

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

Zhang, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 27-54. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.06.002>