

Gerenciamento de resultado contábil e ruptura dos *covenants*: um estudo empírico no Brasil

Evaldo Rezende Duarte

<https://orcid.org/0000-0003-3238-2325> | E-mail: erezende_9@hotmail.com

Fernando Caio Galdi*

<https://orcid.org/0000-0001-6231-0010> | E-mail: fernando.galdi@fucape.br

Felipe Storch Damasceno

<https://orcid.org/0000-0002-7046-0040> | E-mail: fdamasceno@fucape.br

Resumo

Objetivo: Este trabalho busca evidenciar que as empresas brasileiras listadas na B3, por conta da iminência da ruptura dos índices estabelecidos nos *covenants*, possuem maior nível de gerenciamento de resultado.

Método: Para identificar o grupo de empresas suspeitas (próximas da ruptura), foram coletados índices de ruptura dos *covenants* nas notas explicativas e, posteriormente, confrontados com os índices de desempenho gerados através de dados do Economática. A análise foi realizada por meio de testes Econométricos, utilizando-se da Regressão Linear Múltipla estimadas por OLS.

Resultados: Os resultados apontam robustas evidências de que as empresas brasileiras suspeitas (próximas da ruptura) atuam de modo a melhorar seu resultado possivelmente para evitar a ruptura dos *covenants*.

Contribuição: Este estudo espera contribuir na evidenciação da fragilidade de *covenants* financeiros inseridos nos contratos de dívida e, conseqüentemente, na exposição a risco maior do capital de terceiros. Dessa forma, o efeito da inserção de *covenants* financeiros seria reverso ao esperado pelos credores.

Palavras-chave: *Covenants*; *Ebitda*; Gerenciamento de resultado; *Accruals* Discricionários.

* O autor Fernando Caio Galdi agradece ao CNPq pelo apoio financeiro à pesquisa.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Recebido em 23/10/2019. Pedido de Revisão em 27/10/2019. Resubmetido em 24/4/2020. Aceito em 18/6/2020 por Dr. José Elias Feres Almeida (Editor associado) e por Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima (Editor). Publicado em 30/9/2020. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

Diversas pesquisas relacionam a existência de gerenciamento contábil com o custo da dívida (Watts e Zimmerman, 1990; Healy e Whalen, 1999; Fields, Lys, e Vicent, 2001; Lopes e Martins, 2005), e esses estudos sugerem que o gerenciamento de resultado contábil pode ser utilizado pelos gestores por motivos contratuais para atender às necessidades de restrições contratuais para facilitar ou melhorar condições para empréstimos futuros. Assim, na iminência de ter alto custo da dívida, as empresas atuam de modo a realizar escolhas contábeis alternativas a fim de divulgar melhores resultados e, conseqüentemente, diminuir esse custo.

Já Callen, Dou e Xin (2016) indicam a relação entre *covenants* e conservadorismo contábil na contratação de dívida privada, condicionando essa relação à extensão da assimetria da informação entre gestores e credores. Eles apontam que, havendo alto grau de assimetria, o conservadorismo e as cláusulas restritivas restauram a eficiência do contrato.

Nesse contexto, ao se firmar contratos de dívidas os credores buscam proteções adicionais inserindo cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) para se proteger de ações que não estejam alinhadas com seus interesses. Niklolaev (2010) e Reisel (2014) evidenciam que a importância dos *covenants* está em limitar ações oportunistas dos gestores como gerenciar resultados contábeis. Estudos também relacionam *covenants* e conflito de agência, conforme Fields, Lys e Vicent (2001), os custos da agência são geralmente relacionados às questões contratuais tais como a remuneração de gerência e *covenants* da dívida e isso teria relações diretas com as escolhas contábeis da empresa. Para Zhang (2019), a ruptura dos *covenants* implica também transtornos externos como perda de crédito comercial.

Conforme Freudenberg, Imbierowicz, Saunders e Steffen (2017), os *covenants* tentam diminuir o conflito de agência e, quando havendo ruptura dessas cláusulas, os credores atuam de modo a “implementar uma estrutura de aliança mais dura”. Demerjian e Owens (2016) também enxergam o uso de *covenants* a fim de diminuir o conflito de agência.

Torna-se notório que a ruptura dos *covenants* implicaria reflexos negativos às empresas tomadoras de crédito tanto em nível interno, com a antecipação do saldo devedor, como também em nível externo influenciando negativamente a relação com fornecedores, por exemplo.

No cenário brasileiro, Silva (2008) aponta que as empresas em geral utilizam práticas contábeis pouco conservadoras e que, nesse caso, existem evidências, indicando que os gestores adotam ações reais que impactam, principalmente, o fluxo da caixa a fim de evitar a violação das cláusulas de *covenants*. Nesse mesmo sentido, Dyreng, Vashishtha e Weber (2017) apontam evidências diretas sobre a má qualidade da informação contábil dos lucros utilizados em medidas de desempenho dos *covenants* que as empresas tendem a divulgar também previsão de fluxo de caixa maior do que as medidas de ganhos GAAP.

O cenário brasileiro apresenta-se como fonte de pesquisa interessante, já que o Relatório Estabilidade Financeira Global emitido pelo Fundo Monetário Internacional em 2015 aponta que o nível de endividamento das empresas brasileiras é de 79%, sendo essa medição realizada entre dívida total sobre o capital próprio e esse índice, posicionando-se entre os mais altos dos países emergentes. Complementa-se que, ao mesmo tempo que as empresas ficam mais alavancadas, a capacidade de fazer face ao serviço das dívidas é menor no Brasil do que em outros emergentes; soma-se a isso o fato de o país ter a maior taxa de juro real do mundo (*International Monetary Fund*, 2015).

Suspeita-se que as empresas brasileiras com alto índice de endividamento e o mercado com altas taxas de juros estariam motivando os gestores a evitarem a ruptura e sofrerem duras sanções (como antecipação do saldo devedor), pois em uma empresa com desempenho abaixo do esperado pelos investidores sofrer sanções financeiras tornar-se-ia um duro golpe.

A inserção de *covenants* busca mitigar conflitos entre credores e devedores minimizando os riscos de inadimplência (Smith & Warner, 1979). Porém, a eficácia dos *covenants* pode estar comprometida pela atuação discricionária dos gestores e a apresentação de relatório financeiro ofuscada pela prática de gerenciamento de resultado. Essa prática estaria aumentando o risco da operação financeira e iludindo credores.

Com a finalidade de complementar os estudos e preencher a lacuna existente, a presente pesquisa tem o objetivo de verificar se, ao se aproximar dos índices estabelecidos nos *covenants*, as empresas brasileiras gerenciam o resultado contábil referente ao índice estabelecido para evitar a ruptura do *covenant* em questão. Dessa forma, espera-se responder ao questionamento: **As empresas brasileiras gerenciam o resultado contábil para atender a cláusulas contratuais de restrições contábeis (*covenants*)?**

O presente estudo avaliou 344 empresas listadas na Bovespa, das quais foram selecionadas 74 que apresentam cláusulas restritivas financeiras “*covenants*” com presença do índice *EBTIDA*. Percebe-se que este índice é utilizado pelas credoras como *proxy* de performance e lucro. Dessa forma, foram geradas 102 observações ao longo do período pesquisado, utilizando-se como fonte de dados o Economática.

A seleção da amostra se deu preliminarmente excluindo-se as empresas com endividamento a curto prazo maior que o endividamento a longo prazo. Na sequência foram excluídas as empresas com nível de endividamento inferior a 20%, pois em tese essas empresas teriam menor motivação para gerenciar resultado em face das cláusulas restritivas.

Foi considerado o período de 2012 a 2016, no qual o espaço temporal se justifica devido à criação da Instrução Normativa 527/2012, que criou padronização no cálculo e divulgação do índice *EBITDA*, presente em diversos *covenants* como *proxy* de desempenho empresarial.

Avaliadas as características das cláusulas restritivas e identificados os índices financeiros presentes nos *covenants*, foram classificados e comparados os índices estabelecidos nos *covenants* aos índices de desempenho empresarial a fim de verificar a proximidade e estabelecer um grupo de empresas suspeitas. Após, passou-se à análise da relação do grupo de suspeitas e gerenciamento de resultado por meio dos *accruals* discricionários, o qual foi calculado conforme Kothari (2005).

Assim, a presente pesquisa contribui para o avanço da literatura, ajudando a explicitar situações que possam tornar as informações contábeis menos fidedignas. Sob a contribuição prática, espera evidenciar se as cláusulas de *covenants* cumprem com seu objetivo original, que é estabelecer convênios/compromisso de modo a resguardar recursos dos credores pelo monitoramento de índices financeiros de desempenho da organização de forma a medir eficácia da gestão e saúde financeira da empresa. Além disso, espera-se demonstrar que a fragilidade e a conseqüente ineficácia das cláusulas restritivas também colaboram a fim de que haja discussão sobre formas alternativas de restrições.

2. Referencial Teórico

2.1 Gerenciamento de Resultado Contábil

O gerenciamento contábil decorre da escolha dos gestores de forma a responder a regulação ou a contratos, de forma lícita ou ilícita, mediante escolhas favoráveis ou desfavoráveis, melhorando ou suavizando seu resultado (Benham, 2005).

Diversos estudos investigam a confiabilidade e os eventos que podem alterar o desempenho e a informação financeira. Graham e Dodd (1934), em sua obra “Análise de segurança”, iniciaram a discussão sobre modelos de avaliação do lucro por ações das empresas americanas.

Para Dechow *et al.* (1996), a discricionariedade no regime de competência de registro de seus eventos financeiros possibilita à empresa a manipulação a fim de divulgar bom desempenho organizacional. Já Nardi e Nakao (2009) complementam que, na tentativa de evitar a frustração na expectativa de investidores, assim como de credores que estabelecem limites mínimos de retorno nas cláusulas de dívida, criam-se motivação para esse gerenciamento de ganho, já que segurança e expectativa de retorno são pilares da relação empresa e investidor. Dessa forma, o resultado financeiro da entidade está diretamente ligado às informações contábeis, inclusive da rentabilidade do capital.

Conforme Santos e Paulo (2006), em decorrência da importância dessa informação contábil, nasce o incentivo para que os agentes gerenciem resultados a fim de que possam apresentar informações contábeis mais inspiradoras e, conseqüentemente, desempenho empresarial motivador. Para Nardi e Nakao (2009), essas informações sob a teoria de Agência podem ser gerenciadas de acordo com a necessidade/vontade do gestor, de modo a aumentar ou diminuir resultados contábeis.

Nesse sentido, pesquisadores desenvolvem diversos modelos com vistas a captar o nível de gerenciamento contábil assim como medir a qualidade do lucro.

Dechow *et al.* (2010) apresenta modelo para a avaliação da qualidade do lucro alicerçada em persistência dos ganhos e lisura dos lucros; indicadores externos e resposta dos investidores aos ganhos na tentativa de mensurar a confiança dos lucros apresentados. Concluem que a qualidade dos lucros relatados e o ambiente, assim como *covenants* de dívida, criam potencial motivação para que as empresas evitem a violação do convênio da dívida por meio do gerenciamento de ganhos.

Existem diversos modelos desenvolvidos através de *proxys*, a fim de analisar e evidenciar a prática de gerenciamento de resultado contábil. O modelo de Healy (1985) confronta *accruals* totais médios com ativos totais, levando em consideração os períodos utilizados para estimar *accruals*.

DeAngelo (1986) também desenvolve modelo baseado em *accruals* discricionários sobre ativos totais, considerando-se o período anterior para mensuração do ativo total. Já o modelo Dechow (1991) passa a avaliar *accruals* não discricionários constantes para empresas do mesmo setor e que seriam constantes ao longo do tempo.

O modelo Jones (1991) diferencia-se ao considerar as mudanças provocadas por eventos econômicos nos *accruals* discricionários, principalmente, pela variação das receitas e do imobilizado. Jones Modificado (1995) considera que receitas podem ser gerenciadas e avalia a variação das vendas e contas a receber como forma de medir gerenciamento de vendas a prazo.

Kang e Sivaramakrishnan (1995) desenvolveram modelo que investiga a relação/reflexo dos custos e despesas nas contas do Balanço Patrimonial, assim como Pae (2005), que incluiu a avaliação do fluxo de caixa operacional e a relação com *accruals* totais da empresa.

Dechow e Dichev (2002) relacionam o gerenciamento contábil e lucro por meio do resultado do fluxo de caixa em períodos anteriores, presente e futuro. Martinez (2013) avalia a gestão de lucros sob as perspectivas de gerenciamento de lucros para atingir metas ou expectativas estabelecidas, suavização pela redução da variabilidade dos lucros e diminuição de resultado presente para inflar resultados futuros.

Para Lopes e Tukamoto (2007), a pesquisa científica tem avançado nas últimas décadas em países, como Estados Unidos, Inglaterra e países desenvolvidos, com o aprofundamento de pesquisas sobre o tema a fim de identificar e mensurar essa prática. Em contrapartida, em países emergentes ainda são raras as evidências empíricas.

De acordo com Martinez (2013), no Brasil a pesquisa também se direciona a esse norte, uma vez que o modelo normativista encontra-se desgastado; soma-se a isso o fato de um amplo acesso a dados econômicos financeiros das empresas, bem como a preocupação com a qualidade da informação contábil própria do cunho positivista.

2.2 Cláusulas de Restrições Contratuais (*Covenants*)

As cláusulas de restrições contratuais têm o intuito de resguardar o direito dos credores por meio do compromisso entre empresa/credor e, para isso, estabelece índices financeiros a fim de monitorar o desempenho da organização, para Zhang e Yang(2013) essas cláusulas também beneficiam os acionistas diminuindo o custo do capital de terceiros.

Beiruth e Fávero (2016) ressaltam a relevância do tema no âmbito da Ciência Contábil, já que existem indicadores financeiros em grande quantidade nos contratos de dívida, mas indicam haver poucos estudos relacionados ao tema e, em seu trabalho, apresentam os principais resultados sobre o tema.

De acordo com Christensen e Nikolaev (2012), estes *covenants* dividem-se em duas categorias, *covenants* de capital e *covenants* de desempenho, sendo que o primeiro tenta minimizar o conflito de agência enquanto o segundo mede a eficiência da empresa. Esse esforço ocorre a fim de resguardar o capital de terceiros durante o período do contrato de dívida.

Segundo Inamura (2009), a teoria de Agência é justificada pela presença dos *covenants* nos contratos de dívida, já que o conflito de interesses deve limitar a atuação dos gestores de modo a resguardar os interesses dos credores a níveis minimamente aceitáveis.

A importância dos *covenants* está em limitar ações oportunistas dos gestores como gerenciar resultados contábeis. Assim, deve ajudar a prevenir a probabilidade de inadimplência ou ainda aumentar o valor de recuperação e, conseqüentemente, diminuir a assimetria informacional (Nikolaev, 2010; Reisel, 2014).

A utilização dessas medidas de desempenho serviria para indiretamente controlar ações indevidas de gestão. Esse monitoramento busca pela informação financeira reforçar a confiança, o que na prática pode não ocorrer, já que pelas escolhas discricionárias os gestores podem melhorar resultados e atingir metas artificialmente. Pior do que isso, a presença desses índices financeiros e suas sanções pode tornar-se fator motivador para gerenciamento de resultado.

Estudos relacionam a possibilidade de ruptura dos *covenants* e eventos contábeis. Nesses casos, foram utilizados como *proxy* o número de *covenant* financeiro relacionados ao empréstimo. Demerjian (2011), Christensen e Nikolaev (2012) também desenvolvem teoria que relaciona a intensidade do uso dessas cláusulas através da contagem de *covenants* e, não, através da probabilidade de violação.

Silva (2008) ressalta ainda que resultados das pesquisas em gerenciamento de resultado contábil e a relação com *covenants* podem apresentar variações ao longo do tempo em virtude da natureza dinâmica dos negócios ou mesmo variações decorrentes do ambiente (social e regulatório).

Nesse sentido, a adoção das IFRS poderia afetar resultados de novas pesquisas, assim como a normatização do EBITDA provocada por meio da Instrução Normativa CVM 527/2012, conforme a Normativa a CVM expõe a necessidade de preservar a qualidade das informações destinadas aos investidores e indica que mesmo informações não contábeis, como no caso do EBITDA, deve merecer o mesmo cuidado e tratamento dispensados às informações contábeis, já que essas informações são relevantes e influenciam as decisões econômicas dos das demonstrações financeiras.

Mesmo não sendo índice presente nas demonstrações contábeis, o EBITDA é calculado a partir destas pela seguinte equação: $EBITDA = \text{Lucro Operacional Líquido} + \text{Depreciação} + \text{Amortização}$.

Complementando, Dechow (1996) indica que as cláusulas de dívida podem ser motivadoras do gerenciamento contábil a fim de evitar sua ruptura. Assim, surge a hipótese da pesquisa: as empresas brasileiras estariam gerenciando resultados a fim de evitar ruptura dos *covenants*.

2.3 Desenvolvimento da Hipótese

Pesquisas relacionam a hipótese de gerenciamento de resultado e a relação com *covenants*. Para Watts e Zimmerman (1990), ao se aproximar de um índice financeiro estabelecido nos *covenants*, maior seria a probabilidade do gestor atuar aumentando resultados ou gerenciando índices contábeis.

Para Reis, Lamounier e Bressan (2015), as empresas gerenciam resultados a fim de evitar divulgar perdas por meio de decisões operacionais. Nessa perspectiva, também pode haver gerenciamento de resultados a fim de evitar divulgar perdas ou resultados insatisfatórios que implicariam diretamente no contrato de dívida.

Cristensen e Nikolaev (2012) e Demerjian (2011) identificaram existir significativa queda na utilização de índices baseados no Balanço Patrimonial nos *covenants*, demonstrando menor interesse dos credores nesses resultados, por outro lado, observa-se maior interesse com estabelecimento de índices financeiros nos *covenants* de contas de lucros e demonstração do resultado do exercício.

Já Ball, Li e Shivakumar (2013), assim como Fávero e Beiruth (2016), identificaram que, após a adoção das IFRS, houve redução na utilização de índices contábeis e financeiros e que esse reflexo fora provocado em decorrência da maior flexibilidade na escolha entre as regras contábeis.

No contexto brasileiro, além do cenário econômico, com altas taxas de juros e elevado nível de endividamento, verificou-se que os *covenants* presentes nas notas explicativas reportam a utilização de índices de desempenho, geralmente, utilizando-se da *Proxy* EBITDA para monitoramento e avaliação.

Dessa forma, conforme abordagem da literatura o presente estudo espera testar a seguinte hipótese:

- **H₁ = As empresas brasileiras que se aproximam da ruptura dos índices estabelecidos nos *covenants* apresentam maior nível de gerenciamento de resultado para melhorar seu desempenho e evitar a ruptura.**

3. Metodologia de Pesquisa

Expõe-se como objetivo deste trabalho verificar se as empresas brasileiras gerenciam resultado a fim de melhorar o desempenho e evitar a ruptura dos *covenants*.

Para a realização do estudo, foram consideradas como universo da pesquisa as empresas brasileiras listadas na Bovespa. A amostra foi limitada às empresas com maior probabilidade de violação dos *covenants*.

A princípio foram excluídas as empresas que possuem empréstimos e financiamentos a longo prazo menor que empréstimos e financiamentos a curto prazo, já que em tese as empresas que possuem financiamentos a curto prazo em larga escala não teriam incentivos para gerenciar resultado em decorrência de ruptura dos *covenants*, pois o pagamento da dívida ocorre no mesmo exercício, não produzindo efeitos sob a ótica da ruptura.

Em seguida, passou-se à análise sobre o índice de endividamento, estabelecendo-se como limite de corte o nível de endividamento das empresas maior que 20%, para cálculo do nível de endividamento foi utilizada a seguinte equação: $IE = [(Passivo/Ativo) * 100]$ sendo o passivo formado pelo Passivo Circulante (exigíveis a curto prazo) + Passivo Não Circulante (exigíveis a longo prazo). O índice estabelecido na pesquisa considera que não haveria incentivo para gerenciamento de resultado contábil em decorrência de contrato de dívida de empresas que possuem pequena margem de financiamento externo, pois em tese a ruptura dos *covenants* não provocariam transtornos financeiros significativos devido à magnitude do capital próprio.

Dessa forma, o presente estudo trabalhou com a amostra de 74 empresas que possuíam *covenants* financeiros, nível de endividamento acima de 20% e empréstimos e financiamentos a longo prazo maior que empréstimos e financiamentos a curto prazo.

O período de 2012 a 2016 justifica-se pela criação da Instrução Normativa 527/2012 que padronizou o cálculo e divulgação do índice EBITDA, presente em diversos *covenants*. Ressalta-se que no presente estudo foi utilizado o índice EBITDA, excluindo-se os índices com o termo “ajustado”, sendo considerado para efeitos de cálculo o Lucro Operacional Líquido + depreciação e amortização.

Para a construção da base de dados, foram analisadas as notas explicativas coletadas no site Bovespa, no período de 2012 a 2016, iniciada com a leitura e interpretação das cláusulas restritivas a fim de identificar e classificar os índices financeiros que constam nos *covenants*. Foram consideradas as cláusulas presentes tanto em contratos de financiamento/empréstimos quanto na emissão de debêntures. Dessa forma, utilizou-se conforme abordagem metodológica a análise documental. Foram feitos testes de heterocedasticidade e normalidade dos resíduos para referendar a utilização do estimador de MQO com correção de White. Os resultados são apresentados na Tabela 2, na seção de resultados.

Nas notas explicativas que serviram de fonte para a presente pesquisa foram realizadas buscas pelo termo “*covenant*”, “cláusulas”, “restritivas” e “EBITDA”, a fim de localizar e identificar os índices financeiros responsáveis pelas restrições. Posteriormente à localização dos índices constantes nos *covenants*, foram identificados quatro grupos de índices financeiros mais recorrentes, sendo:

Tabela 1

Índices dos *Covenants*

Índice presente nos <i>Covenants</i>	Fórmula de cálculo	Fonte
Margem Ebitda	$\frac{EBITDA}{RECEITALIQUIDA}$	Notas explicativas
Dívida Líquida e Ebitda	$\frac{DIVIDALIQUIDA}{EBITDA}$	Notas explicativas
Ebitda e Despesa Financeira	$\frac{EBITDA}{DESPESAFINANCEIRA}$	Notas explicativas
Índice de cobertura do serviço da dívida (icsd)	$\frac{EBITDA}{PASSIVOACURTOPRAZO}$	Notas explicativas

Definimos a variável Suspeita como aquelas empresas que apresentam indicadores a menos de 10% ou 5% do limite estabelecido pelo respectivo *covenant*. A intuição é que essas empresas correm maior risco de romper o limite e sofrer as sanções estabelecidas e, desse modo, têm maiores incentivos a gerenciar resultados buscando evitar o rompimento do *covenant*.

Na sequência, foram coletados dados no Economatica para gerar índices do desempenho das empresas para comparação com os índices citados acima e presente nos *covenants*. O índice Margem EBITDA foi coletado diretamente do Economatica; os demais índices não se encontram disponíveis sendo necessário calculá-los na presente pesquisa.

Para calcular o índice Dívida Líquida/EBITDA foi utilizado o Total de empréstimos a Longo prazo + Total de empréstimos e financiamentos a curto prazo – Caixa e equivalente de caixa / Lucro Operacional Líquido + Depreciação + Amortização.

Para calcular o índice EBITDA/Despesa Financeira foi utilizado Lucro Operacional Líquido + Depreciação e Amortização/Despesa Financeira.

Para calcular o índice de cobertura do serviço da dívida (icsd), foi utilizado Lucro Operacional Líquido + Depreciação e Amortização/Total de empréstimos e financiamentos em curto prazo.

A partir da identificação do índice de desempenho, passou-se a avaliar a proximidade ao índice de ruptura dos *covenants*. Assim, surge a variável *dummy* deste trabalho, na qual são classificadas como “suspeitas” as empresas que mantêm índices de desempenho até 10% próximo aos índices de ruptura estabelecidos nos *covenants*, e “não suspeitas” as empresas que mantêm índices acima de 10% de proximidade dos índices estabelecidos nos *covenants*, ou seja, em iminência menor de ruptura.

Observando a variável *dummy* criada para medir o nível de aproximação dos índices em até 10% dos índices estabelecidos nos *covenants*, foram obtidas ao todo o retorno de 102 observações, sendo 64 classificadas como não suspeitas e 38 suspeitas. Durante a coleta de dados nas empresas pesquisadas, foram encontrados casos em que existem financiamentos e emissões de debêntures com valores de restrições financeiras diferentes, variando conforme a data de emissão. Ressalta-se que, mesmo havendo diferença nos valores estabelecidos, foi mantida a mesma fórmula de cálculo do índice pelas empresas. Nesta pesquisa, foi utilizado sempre o valor mais crítico, iminente à ruptura que corresponde ao valor extremo (mínimo ou máximo dependendo do índice) estabelecido pela empresa.

Destaca-se ainda que não fazem parte da amostra as empresas que romperam os *covenants*, mesmo que tenham conseguido *waiver* de seus credores.

Para medir gerenciamento de resultado foi utilizado o modelo de Jones (1991):

$$NDA_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_{it}) + \beta_2 (PPE_{it}) \quad (\text{Equação 1})$$

Onde:

- NDA_{it} = *accruals* não-discrecionários da empresa i no período t ;
- R_{it} = variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o período t ;
- PPE_{it} = saldos das contas do Ativo Imobilizado e Ativo Diferido (bruto) empresa i no final do período t , pelos ativos totais no final do período $t-i$;
- A_{it-1} = ativos totais da empresa no final do período $t-i$;
- α , β_1 e β_2 = parâmetros da regressão.

Para medir os parâmetros α , β_1 e β_2 utiliza-se a seguinte equação:

$$TA_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_{it}) + \beta_2 (PPE_{it}) + V_{it} \quad (\text{Equação 2})$$

Onde:

- TA_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-i$;
- ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-i$ para o período t , ponderada pelos ativos totais no final do período $t-i$;
- PPE_{it} = saldos das contas Ativo Imobilizado e Ativo Diferido (bruto) da empresa i no final do período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-i$;
- A_{t-1} = ativos totais da empresa no final do período $t-i$;
- V_{it} = resíduo da regressão.

Para Gerenciamento de Resultado (GR):

$$GR = TA_{it} - NDA_{it} \quad (\text{Equação 3})$$

Onde:

- TA_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-i$;
- NDA_{it} = *accruals* não-discrecionários da empresa i no período t ;

Finalmente, tem-se o modelo desenvolvido para testar a hipótese de pesquisa:

$$GR_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{suspeita}_{it} + \beta_2 \text{Tam}_{it} + \beta_3 \text{Btd}_{it} + \beta_4 \text{Fcx}_{it} + \beta_5 \text{Cresc}_{it} + \beta_6 \text{Lev}_{it} + \beta_7 \text{Ki}_{it} + \beta_8 \text{Tang}_{it} + \varepsilon_t$$

Onde as variáveis do modelo são assim definidas:

- GR = Gerenciamento de resultado definido pelo valor dos *accruals* discrecionários calculados pelo modelo de Kothari (2005).

- Suspeita:1 (suspeita) se o índice de desempenho está 10% próximo do limite estabelecido nos *covenantse0* (não suspeita) se o índice de desempenho da empresa está acima de 10% de proximidade do índice estabelecido nos *covenants*.
- Tamanho = $(Tam = AT_{it})$, calcula o tamanho da empresa medido pelo valor do ativo total em reais. Segundo Gu, Lee e Rosett (2005), empresas maiores têm menor variabilidade dos *accruals* e têm menos incentivo para o gerenciamento decorrente do custo político. Para Nardi e Nakao (2009) essas características explicam a relação negativa entre tamanho e GR, em que empresas maiores possuem menos *accruals* discricionários.
- *Book Tax Differences* (BTD) = $(\text{Lucro Contábil} - \text{Lucro Tributário} / \text{Ativo Total})$ calcula a diferença entre o lucro contábil e o lucro tributário, dividido pelo ativo total da empresa no mesmo ano. Conforme Ferreira *et al.* (2012) existe relação diretamente proporcional entre a *book-tax-differences* (BTD) e os *accruals* discricionários. Apontam que as empresas gerenciam seus resultados na mesma direção do sinal observado da BTD.
- Cobertura da dívida = $(Fc_{it-1} = EBITDA_{it-1} / PO_{it-1})$, calculada através do EBITDA (Lucro antes dos juros, impostos e despesa de depreciação e amortização) dividido pelo passivo oneroso de curto e longo prazo. Conforme Nardi e Nakao (2009) essa variável é capaz de medir o fluxo de caixa para fins de cumprimento das dívidas relacionando assim a possível capacidade de evitar dificuldades financeiras.
- Crescimento = $(Cresc_{it-1} = (AT_{it-1} - AT_{it}) / AT_{it-1})$, calculada através do ativo total do período anterior menos o ativo total do período atual dividido pelo ativo total do período anterior. O crescimento como variável de controle para GR foi usado por Gu, Lee e Rosett (2005). A indicação é de que havendo crescimento da empresa proporcionalmente cresceria os *accruals* discricionários.
- Alavancagem = $(Lev_{it-1} = DivLP_{it-1} / AT_{it-1})$, calculada através da divisão da dívida de longo prazo pelo ativo total da empresa. Para Watts e Zimmerman (1990) quanto maior o nível de endividamento maior a probabilidade dos gestores de atuarem para melhorar seus resultados.
- Custo da Dívida = $(Ki_{it} = Desp.Financ_{it} / PO_{it-1})$, calculada pela divisão da despesa financeira pelo passivo oneroso de curto e longo prazo da empresa. Francis *et al.* (2005) indicam que quanto maior o gerenciamento de resultado maior o custo da dívida externa das empresas.
- Tangibilidade = $(Tang_{it-1} = (Imobliq_{it-1} - RR_{it-1}) / (AT_{it-1} - RR_{it-1}))$, calculada diminuindo reserva de reavaliação do imobilizado líquido dividido pela diferença de ativo total diminuído da reserva de reavaliação. Para Valle (2008), a quantidade de tangíveis melhora a capacidade de captação de recursos desestimulando o gerenciamento de resultado. As variáveis do modelo foram *winsorisadas* a 2,5% para eliminar possíveis *outliers* que pudessem distorcer o resultado.

4. Análise dos Resultados

A Tabela 2 apresenta os testes de diagnóstico para validação do estimador utilizado e dos testes estatísticos feitos. Para checar para heterocedasticidade, foi performado o teste de White e o teste de Breusch-Pagan. Ambos os testes indicaram presença de heterocedasticidade, indicando a necessidade de correção dos erros-padrão. Desse modo, o estimador utilizado para as análises econométricas é o MQO com correção de White. Para testar a normalidade dos resíduos, foram feitos os testes de Jarque-Bera e Wilk-Shapiro. Ambos os testes não rejeitaram a hipótese nula de normalidade dos resíduos, indicando que os resultados estatísticos são confiáveis.

Tabela 2
Testes de diagnóstico

	Teste de Heterocedasticidade		Teste de Normalidade	
		P-valor		P-valor
White		0.0140	Jarque-Bera	0.4457
Breusch-Pagan		0.0000	Wilk-Shapiro	0.7573

As Tabelas 3 e 4 apresentam os resultados da regressão linear múltipla OLS (*Ordinary Least Squares*) para o modelo proposto na pesquisa. Também foi realizado um teste de fator de inflação da variância (VIF) para verificar a existência de multicolinearidade no modelo proposto, o que acarretaria aumento da variância e perda de eficiência. Conforme pode ser evidenciado em ambas as tabelas, o teste não reportou a existência de multicolinearidade severa e os testes apresentados são confiáveis.

Tabela 3
Gerenciamento de Resultados vs. Empresas Suspeitas

Esta tabela apresenta os coeficientes estimados para o modelo de Kothari (2005)
Accruals discricionários versus as empresas suspeitas 10% (próximas a romperem os *covenants*).

Variável	Variável Dependente Gerenciamento de resultado			
	Coeficiente	P-valor	Coeficiente	P-valor
Constante	0.122	0,070	0.0942	0.303
Suspeitas	-0.0202	0.028	-0.0234	0.016
Tamanho	-0.0053	0.159	-0.0047	0.365
BTD	-0.3140	0.055	-0.3515	0.065
Cobertura dívida	0.0114	0.695	0.0140	0.699
Crescimento	0.0651	0.122	0.0863	0.074
Leverage	0.0472	0.121	0.0606	0.128
Custo da dívida	0.0673	0.213	0.1278	0.061
Tangibilidade	-0.0367	0.054	-0.0314	0.148
Observações	102		102	
R-squared	0.2103		0,2540	
FE Ano	Não		Sim	
FE Setor	Não		Sim	
VIF	1,24		1,88	

Nota: Gerenciamento de resultado (GR) calculado através dos *accruals* discricionários pelo modelo de Kothari (2005), empresas próximas a 10% dos índices estabelecidos nos *covenants* representada pela variável *suspeitas*, Tamanho representa o Ativo total da empresa (*tam*), *Book TaxDifference* representa a diferença entre o lucro contábil e o lucro tributário (*btd*), índice de cobertura da dívida *Ebitda* dividido pelo Passivo oneroso de curto e longo prazo (*cobdiv*), variação do ativo que capta o crescimento da empresa (*crecsc*), *leverage* gerado pela divisão da dívida de longo prazo e o Ativo total, a variável custo da dívida demonstra o resultado das despesas financeiras confrontadas com o passivo oneroso de curto e longo prazo, a tangibilidade (*tang*) demonstra o imobilizado líquido o ativo total descontadas as reservas de reavaliação. Os resultados apresentados são robustos para heterocedasticidade.

O resultado da regressão mostra-se consistente conforme a literatura, pois a variável *suspeita* que representa as empresas próximas a romperem *covenants* apresenta resultado significativo a 5%, sugerindo relação entre as empresas próximas a romperem *covenants* e utilização de *accruals* discricionários. Esse resultado reforça a hipótese de pesquisa de que, ao se aproximarem do rompimento dos *covenants*, as empresas brasileiras atuam de forma a gerenciar seu resultado e evitarem a ruptura.

Esse resultado contribui com a teoria positivista, estabelecendo discussão sobre a eficácia de normas (*covenants*) e sobre os efeitos práticos no contexto empresarial, conforme sugerido por Watts e Zimmerman (1990), pois quanto mais próxima uma empresa estiver da violação do contrato de dívida, mais os gestores tendem a selecionar procedimentos contábeis para antecipar o reconhecimento de lucros. Assim como demonstrado por Dechow (1996), que indicou haver possibilidade de escolhas contábeis a fim de melhorar resultados e evitar ruptura das cláusulas restritivas. Reforça também os resultados de Silva (2008) de que as empresas brasileiras utilizam práticas contábeis pouco conservadoras e que suas ações ocorrem no sentido de impactar o fluxo de caixa e evitar a violação dos *covenants*.

Corroborar ainda o estudo de Dyreng, Vashishtha e Weber (2017) sobre evidências da má qualidade da informação contábil, em especial sobre lucros utilizados em medidas de desempenho dos *covenants*.

O resultado para tamanho reforçado Gu, Lee e Rosett (2005) aponta que o tamanho da empresa poderia ter relação negativa com o Gerenciamento de Resultado, pois empresas maiores têm mais incentivo para reduzir os custos políticos, o que, por sua vez, inibiria escolhas contábeis discricionárias. Entretanto, o resultado não apresentou significância estatística. O resultado para BTM apresentou sinal contrário ao esperado, conforme Ferreira *et al.* (2012) que apontam relação diretamente proporcional entre a *Book Tax Differences* (BTM) e os *accruals* discricionários.

Nardi e Nakao (2009) apresentam a capacidade de cobertura da dívida, conforme o fluxo de caixa da empresa, estabelecendo, assim, relação direta com escolhas contábeis que melhorem o resultado através da antecipação de receitas, porém os resultados não foram significativos. O resultado para crescimento mostra-se significativo quando consideramos efeito fixo de ano e setor, o que corrobora a literatura. Conforme Gu, Lee e Rosett (2005), as empresas em crescimento têm maior variabilidade nos *accruals*. Ambos os resultados indicam a possibilidade de comportamento oportunista condizente com gerenciamento de resultados a fim de evitar romper *covenants*, buscando aumentar o ativo ou o EBITDA.

A Tabela 4 apresenta o resultado para empresas suspeitas de estarem gerenciando resultados para não romper o *covenant* a menos de 5% do limite estabelecido. Os resultados são qualitativamente iguais, gerando robustez para as conclusões encontradas nesse artigo.

Tabela 4

Gerenciamento de Resultados vs. Empresas Suspeitas

Esta tabela apresenta os coeficientes estimados para o modelo de Kothari (2005)
Accruals discricionários versus as empresas suspeitas 5% (próximas a romperem os *covenants*).

Variável	Variável Dependente Gerenciamento de resultado			
	Coeficiente	P-valor	Coeficiente	P-valor
Constante	0.1288	0,064	0.0978	0.282
Suspeitas	-0.0171	0.073	-0.0235	0.047
Tamanho	-0.0058	0.134	-0.0049	0.340
BTD	-0.3350	0.044	-0.3543	0.070
Cobertura dívida	0.0137	0.637	0.0152	0.677
Crescimento	0.0661	0.133	0.0902	0.075
Leverage	0.0468	0.125	0.0598	0.135
Custo da dívida	0.0650	0.235	0.1343	0.049
Tangibilidade	-0.0394	0.041	-0.0367	0.107
Observações	102		102	
R-squared	0.1972		0,2452	
FE Ano	Não		Sim	
FE Setor	Não		Sim	
VIF	1,24		1,91	

Nota: Gerenciamento de resultado (GR) calculado através dos *accruals* discricionários pelo modelo de Kothari (2005), empresas próximas a 5% dos índices estabelecidos nos *covenants* representada pela variável *suspeitas*, Tamanho representa o Ativo total da empresa (*tam*), Book Tax Difference representa a diferença entre o lucro contábil e o lucro tributário (*btd*), índice de cobertura da dívida *Ebitda* dividido pelo Passivo oneroso de curto e longo prazo (*cobdiv*), variação do ativo que capta o crescimento da empresa (*crecsc*), leverage gerado pela divisão da dívida de longo prazo e o Ativo total, a variável custo da dívida demonstra o resultado das despesas financeiras confrontadas com o passivo oneroso de curto e longo prazo, a tangibilidade (*tang*) demonstra o imobilizado líquido o ativo total descontadas as reservas de reavaliação. Os resultados apresentados são robustos para heterocedasticidade.

Em termos práticos, os resultados incidem evidências das empresas estarem inflando seus resultados para evitar o rompimento de *covenants* operacionais. O credor, parte diretamente interessada, ao impor *benchmarks* de performance para as empresas, busca um comportamento do gestor condizente com aquilo que se espera para garantir o pagamento da dívida a qual o *covenant* está atrelado. O resultado aqui evidenciado incide que a firma pode estar deliberadamente maquiando os índices para evitar punições contratuais que dariam maior segurança econômica ao credor.

5. Considerações Finais

Estudos anteriores relacionam a existência de *covenants* a fim de diminuir o conflito de agência e resguardar o capital de terceiros por meio do monitoramento de indicadores que refletem a posição financeira e o desempenho da empresa. Para isso impõe sanções no caso de descumprimento destes *covenants*. Tais sanções variam desde a imposição de juros mais altos, limitação de investimento, de distribuição de dividendos até a antecipação da dívida. Assim, espera-se que empresas que se aproximam do rompimento desses índices possam estar fazendo gerenciamento de resultados a fim de evitar a ruptura.

Este estudo avaliou a relação entre as empresas suspeitas que se encontram na iminência de ruptura dos *covenants* e a presença de *accruals* discricionários. Foram consideradas suspeitas empresas com índices contábeis próximos a 10% dos índices estabelecidos nos *covenants*.

Os resultados indicam que as empresas suspeitas possuem média geral de gerenciamento de resultado maior do que a média geral de gerenciamento de resultados das empresas não suspeitas. Há média positiva para as empresas suspeitas e negativa para o grupo não suspeitas, indicando que as empresas suspeitas realizam escolhas que aumentam seu ganho/resultados, enquanto as empresas não suspeitas atuam em direção oposta realizando escolhas que diminuem/suavizam o ganho/resultados. Dessa forma, os resultados sugerem que as empresas brasileiras na iminência de romper *covenants* estariam atuando de modo a melhorar seu desempenho e unilateralmente burlar o contrato de dívida por meio das escolhas contábeis.

As escolhas estariam diretamente relacionadas ao lucro/desempenho das empresas, já que o principal índice relacionado à medida de desempenho nos *covenants* é o EBITDA. Isso indica um comportamento oportunista dos gestores que buscam evitar o rompimento dos *covenants* e se manter livres de possíveis sanções que seriam impostas.

A presente pesquisa contribui no fato de que, ao estabelecerem índices baseados em lucro geralmente utilizando como *Proxy* o EBITDA, os credores não conseguem limitar a atuação dos gestores, que por meio das suas escolhas contábeis deturpam artificialmente o resultado monitorado, evitando sofrer sanções. Dessa forma o objetivo primordial da criação das cláusulas restritivas acaba anulado unilateralmente. Assim, cria-se expectativa de que índices com menor nível de influência da atuação discricionária dos gestores poderiam ser mais eficazes nesse controle.

As limitações desta pesquisa estão relacionadas ao fato de não ser possível observar a magnitude da sanção imposta nos *covenants*, o que em tese poderia aumentar ou diminuir a necessidade de evitar a ruptura. Além disso, os resultados são limitados para o período analisado e as empresas pesquisadas.

Como sugestão para futuras pesquisas, pode-se avaliar a magnitude da dívida e das restrições impostas às empresas o que em tese poderia aumentar ou diminuir a necessidade de evitar a ruptura, também pode ser pesquisado sobre as características das restrições presentes nos *covenants*, avaliando-se índices de desempenho e índices patrimoniais.

Referências

- Ball, R., Li, X., & Shivakumar, L. (2015). Contractibility and transparency of financial statement information prepared under IFRS: Evidence from debt contracts around IFRS adoption. *Journal of Accounting Research*, 53(5), pp. 915-963. Doi: <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12095>
- 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), pp. 1-22. Recuperado de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/42425/um-ensaio-sobre-a-adocao-das-international-financial-reporting-standards-em-covenants-contratuais>
- Benham, L. (2005). Licit and illicit responses to regulation. In *Handbook of new institutional economics* (pp. 591-608). Springer, Boston, MA. DOI: https://doi.org/10.1007/0-387-25092-1_24
- Callen, J. L., Chen, F., Dou, Y., & Xin, B. (2016). Accounting conservatism and performance *covenants*: a signaling approach. *Contemporary Accounting Research*, 33(3), pp. 961-988. doi: <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12208>
- Christensen, H. B., & Nikolaev, V. V. (2012). Capital versus performance *covenants* in debt contracts. *Journal of Accounting Research*, 50(1), pp. 75-116. Doi: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00432.x>
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The accounting review*, 61(3), pp.400-420.
- Dechow, P. M., & Sloan, R. G. (1991). Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of accounting and Economics*, 14(1), pp. 51-89. Doi: [https://doi.org/10.1016/0167-7187\(91\)90058-s](https://doi.org/10.1016/0167-7187(91)90058-s)

- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary accounting research*, 13(1), pp. 1-36. Doi: <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1996.tb00489.x>
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), pp.35-59. Doi: <https://doi.org/10.2139/ssrn.277231>
- 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(2-3), pp. 344-401. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Demerjian, P. R. (2011). Accounting standards and debt covenants: Has the “balance sheet approach” led to a decline in the use of balance sheet covenants? *Journal of Accounting and Economics*, 52(2-3), pp.178-202. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.08.004>
- Demerjian, P. R., & Owens, E. L. (2016). Measuring the probability of financial covenant violation in private debt contracts. *Journal of Accounting and Economics*, 61(2-3), pp. 433-447. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.11.001>
- Dyreng, S. D., Vashishtha, R., & Weber, J. (2017). Direct evidence on the informational properties of earnings in loan contracts. *Journal of Accounting Research*, 55(2), pp. 371-406. Doi: <https://doi.org/10.1111/1475-679x.12168>
- 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. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 52(5), pp. 488-501. Doi: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902012000500002>
- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), pp. 255-307. Doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00028-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00028-3)
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of accounting and economics*, 39(2), pp. 295-327. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>
- Freundenberg, F., Imbierowicz, B., Saunders, A., & Steffen, S. (2017). Covenant violations and dynamic loan contracting. *Journal of Corporate Finance*, 45, pp. 540-565. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.05.009>
- Graham, B., & Dodd, D. L. (1934). *Security Analysis: Principles and Techniques*. McGraw-Hill.
- Gu, Z., Lee, C. W. J., & Rosett, J. G. (2005). What determines the variability of accounting accruals?. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(3), pp. 313-334. Doi: <https://doi.org/10.1007/s11156-005-6869-1>
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1-3), pp. 85-107. Doi: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1)
- Healy, P.M., and Whalen, J.M., 1999. A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13:4, pp. 365-383. Doi: <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Inamura, Y. (2009). The determinants of accounting-based covenants in public debt contracts. *Journal of International Business Research*, 8(SI. 2), 1. Recuperado de <https://www.questia.com/library/journal/1P3-2067165781/the-determinants-of-accounting-based-covenants-in>
- Iudícibus, S. D., Martins, E., & Carvalho, L. N. (2005). Contabilidade: aspectos relevantes da epopéia de sua evolução. *Revista Contabilidade & Finanças*, 16(38), pp. 7-19. Doi: <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772005000200002>
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), pp. 193-228. Doi: [10.2307/2491047](https://doi.org/10.2307/2491047)

- Kang, S. H., & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*, 33(2), pp. 353-367. Doi: <https://doi.org/10.2307/2491492>
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), pp. 163-197. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Lopes, A. B., & Martins, E. (2005). Teoria da contabilidade: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas
- Lopes, A.B., & Tukamoto, Y.S. (2007). Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não-emissoras de ADRs. *Revista de Administração*, São Paulo, 42(1), pp. 86-96. Recuperado de <http://www.revistas.usp.br/rausp/article/view/44427/48047>
- Martinez, A. L. (2013). Earnings management in Brazil: a survey of the literature. *Brazilian Business Review*, 10(4), 1-29. DOI: <https://doi.org/10.15728/bbr.2013.10.4.1>
- 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 & Finanças*, 20(51), pp. 77-100. Doi: <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772009000300006>
- Nikolaev, V. V. (2010). Debt covenants and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 48(1), pp. 137-176. Doi: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679x.2009.00359.x>
- Pae, J. (2005). Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(1), pp. 5-22. Doi: <https://doi.org/10.1007/s11156-005-5324-7>
- Reis, E. M., Lamounier, W. M., & Bressan, V. G. F. (2015). Evitar Divulgar Perdas: Um Estudo Empírico do Gerenciamento de Resultados por Meio de Decisões Operacionais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), pp. 247-260. Doi: <http://dx.doi.org/10.1590/1808-057x201501070>
- Reisel, N. (2014). On the value of restrictive covenants: Empirical investigation of public bond issues. *Journal of Corporate Finance*, 27, pp. 251-268. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.05.011>
- Santos, A. D., & Paulo, E. (2006). Diferimento das perdas cambiais como instrumento de gerenciamento de resultados. *BBR-Brazilian Business Review*, 3(1). Doi: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2006.3.1.2>
- Silva, A. H. C. (2008). *Escolha de práticas contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da hipótese dos covenants contratuais*. Tese (Doutorado) – USP, São Paulo. Doi: <https://doi.org/10.11606/t.12.2008.tde-16012009-120147>
- Smith Jr, C. W., Warner, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7(2), pp. 117-161. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X79900114> Doi: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90011-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(79)90011-4)
- Valle, M. R. D. (2008). *Estrutura de capital de empresas brasileiras num ambiente de altas taxas de juros e na presença de fontes diferenciadas de financiamento* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo). Doi: <https://doi.org/10.11606/t.96.2008.tde-25062008-123025>
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a tenyear perspective. *Accounting review*, pp. 131-156. Vol. 65, No. 1 (Jan., 1990), Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/247880?seq=1>
- Yang, Z., & Zhang, H. (2013). Optimal capital structure with an equity-for-guarantee swap. *Economics Letters*, 118(2), pp. 355-359. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2012.11.023>
- Zhang, Z. (2019). Bank interventions and trade credit: evidence from debt covenant violations. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(5), pp. 2179-2207. Doi: <https://doi.org/10.1017/s0022109018001163>