

## INFLUÊNCIA DOS COVENANTS NO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ATIVIDADES OPERACIONAIS

<http://dx.doi.org/10.21527/2237-6453.2022.58.12194>

Recebido em: 27/3/2021

Aceito em: 23/11/2021

Janine Patrícia Jost,<sup>1</sup> Moacir Manoel Rodrigues Junior,<sup>2</sup>  
Ronaldo Leão de Miranda,<sup>3</sup> Fernanda Kreuzberg<sup>4</sup>

### RESUMO

Considerando que o volume de captação de recursos por meio do mercado de capitais é superior à captação pelo mercado de ações, percebe-se a importância do financiamento das empresas por intermédio do capital de terceiros. Isso mostra a importância de se investigar os contratos de dívida bem como a relação entre os tomadores de empréstimos e credores. O objetivo desta pesquisa é verificar a influência dos *covenants* no gerenciamento de resultados por atividades operacionais das empresas listadas na B3. O gerenciamento de resultados por atividades reais foi visto de duas formas: por manipulação no nível de produção e por gerenciamento do fluxo de caixa. A amostra foi composta por 405 observações num período de cinco anos. Foram identificadas as empresas da amostra que declararam possuir *covenants* em suas notas explicativas. Utilizou-se a análise de dados em painel para identificar a influência dos *covenants* no gerenciamento de resultado por atividades operacionais. Os principais resultados indicaram que os *covenants* não influenciam o gerenciamento de resultado por meio de atividades operacionais. Por outro lado, o modelo de gerenciamento por ajustamento no fluxo de caixa foi o que apresentou melhores resultados de maneira geral.

**Palavras-chave:** *Covenants*; gerenciamento de resultado por atividades operacionais; empresas brasileiras.

### INFLUENCE OF COVENANTS ON RESULTS MANAGEMENT BY OPERATIONAL ACTIVITIES

### ABSTRACT

Considering that the volume of fundraising through the capital market is higher than the fundraising through the stock market, we can see the importance of financing companies through third party capital. This denotes the importance of investigating debt contracts as well as the relationship between borrowers and creditors. The purpose of this research is to verify the influence of covenants on earnings management by operational activities of companies listed on B3. Earnings management for real activities was seen in two ways: by manipulation at the production level, and by cash flow management. The sample consisted of 405 observations over a five-year period. The companies in the sample that declared they had covenants in their explanatory notes were identified. Panel data analysis was used to identify the influence of covenants on earnings management by operating activities. The main results indicated that the covenants do not influence earnings management through operating activities. On the other hand, the cash flow adjustment management model showed the best results in general.

**Keywords:** Covenants; earnings management by operating activities; brazilian companies.

<sup>1</sup> Universidade de Blumenau (FURB) – Blumenau/SC, Brasil. <http://lattes.cnpq.br/9604534567974274>. <https://orcid.org/0000-0001-7539-5770>.

<sup>2</sup> Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC) – Florianópolis/SC, Brasil. <http://lattes.cnpq.br/7547505288125179>. <https://orcid.org/0000-0003-0309-3604>

<sup>3</sup> Autor correspondente: Universidade Federal de Rondônia (UNIR) – Cacoal/RO, Brasil. <http://lattes.cnpq.br/2229253221819228>. <https://orcid.org/0000-0001-6778-2463>. [ronaldo.miranda@unir.br](mailto:ronaldo.miranda@unir.br)

<sup>4</sup> Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) – Porto Alegre/RS, Brasil. <http://lattes.cnpq.br/9102569793095544>. <https://orcid.org/0000-0002-8288-2531>.

## INTRODUÇÃO

O financiamento das empresas por meio do capital de terceiros impulsiona o desenvolvimento da economia e do mercado de capitais. Conforme Beiruth (2015), o volume de captação de recursos por intermédio do mercado de capitais é superior à captação pelo mercado de ações. Isso mostra a importância de investigar os contratos de dívida, bem como a relação entre os tomadores de empréstimos e credores, visto que a empresa objetiva obter capital para investir em seu negócio, enquanto o credor busca garantir o recebimento dos recursos emprestados acrescidos de juros. Nesta relação, a incerteza dos credores quanto ao recebimento dos valores emprestados pode ser minimizada pelo estabelecimento de restrições e exigências aos tomadores, por meio de cláusulas contratuais, denominadas *covenants* (HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983; BEGLEY; FELTHAM, 1999). O não cumprimento de tais cláusulas pode acarretar no pagamento antecipado da dívida, entre outras punições previstas nos contratos (GUAY, 2008; SILVA, 2008; ARMSTRONG *et al.*, 2010; BEIRUTH, 2015).

Desta forma ressalta-se a importância dos *covenants* para reduzir os efeitos negativos da incerteza nos contratos de dívida, sendo utilizados como uma forma de restringir o oportunismo da administração da empresa, agindo na redução os conflitos de interesses entre credores e empresas (JENSEN; MECKLING, 1976; SMITH; WARNER, 1979; NASH; NETTER; POULSEN, 2003; CHRISTENSEN; NIKOLAEV, 2012). De acordo com o estudo de Silva (2008), os *covenants* podem impor limites às empresas devedoras, podendo estar relacionados à restrição de decisões de investimentos, financeiras e também do pagamento de dividendos. Um *covenant* prestes a ser violado pode ser considerado um incentivo para o gerenciamento de resultados pela organização no intuito de mascarar a realidade e evidenciar o cumprimento dos *covenants*. Dessa forma, assume-se que a aproximação da violação de um *covenant* incentiva o gerenciamento dos resultados (WATTS; ZIMMERMANN, 1990; SILVA, 2008; BEIRUTH, 2015).

Nesse sentido, Watts e Zimmermann (1990) destacam que quanto maior o custo da violação dos *covenants* contábeis, maior o incentivo dos administradores para escolherem práticas contábeis que aumentem o resultado ou reduzam a alavancagem, evitando a violação das cláusulas, uma vez que o fato de não cumprir um *covenant* tem consequências e elevados custos na renegociação da dívida. Conforme Dichev e Skinner (2002), os administradores podem evitar a mudança das práticas de contabilidade e optar por fazer escolhas reais para evitar a violação dos *covenants*. No mercado brasileiro Silva (2008) investigou se os administradores, que efetuaram captações de longo prazo, realizam mudanças nas práticas contábeis com o intuito de evitar que os *covenants* fossem violados, porém não confirmou tal hipótese, o que levou à suposição de que os administradores adotam ações reais que impactam o fluxo de caixa da organização com a intenção de evitar a violação dos *covenants*.

Conforme apontado por Konrath (2017), as características institucionais do mercado de crédito brasileiro apresentam diferenças significativas em relação aos demais contextos em que as evidências teóricas e empíricas são geradas, tendo por característica a baixa proteção aos direitos dos credores e baixo *enforcement* legal (LA PORTA *et al.*, 1997; HONG; HUNG; ZHANG, 2016), o que justifica a investigação da utilização de *covenants* como mecanismo de proteção aos credores. Além disso Mather e Peirson (2006) observam que a pesquisa sobre os *covenants* em contratos de empréstimos é muito limitada, principalmente pela falta de dados publicamen-

---

te disponíveis. Beiruth (2015) complementa que os estudos sobre *covenants* são bem difundidos no ambiente internacional, porém no Brasil ainda há pouca literatura sobre esse tema.

Diante das discussões apresentadas, este estudo pretende investigar a seguinte problemática: Qual é a influência dos *covenants* no gerenciamento dos resultados operacionais? Dessa forma, o objetivo desta pesquisa é verificar a influência dos *covenants* no gerenciamento de resultados por atividades operacionais das empresas listadas na B3. Como contribuição, este trabalho visa a fomentar as discussões no Brasil sobre tais temáticas, ao destacar que as empresas brasileiras obtêm crédito por meio de agentes financeiros, e o fato de não atender às cláusulas destes contratos pode acabar influenciando o desempenho das empresas, considerado propulsor para o desenvolvimento regional.

Ball, Robin e Sadka (2008) afirmam que os relatórios contábeis são mais influenciados pelo mercado de crédito do que pelo mercado de capitais, o que reforça a necessidade de explorar a presente temática. Apesar de Silva (2008) ressaltar a não ocorrência de gerenciamento de práticas contábeis para evitar a violação dos *covenants*, identifica-se como lacuna de pesquisa a investigação no gerenciamento de atividades operacionais.

## FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Os *covenants* são restrições que têm por objetivo restringir as decisões de investimento e financiamento dos gestores que buscam reduzir o valor do credor (DEFOND; JIAMBALVO, 1994). Nesse sentido, buscam minimizar o conflito de interesses entre devedores e credores, além de ser uma garantia adicional aos últimos, em complemento à alienação de ativos, comumente utilizada, por exemplo (HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983; MATHER; PEIRSON, 2006; SILVA, 2008; CHRISTENSEN; NIKOLAEV, 2012). Dessa forma, em caso de não cumprimento das cláusulas restritivas, os credores têm uma segurança para renegociar os termos da dívida ou até mesmo exigir a antecipação do pagamento (SILVA, 2008; BEIRUTH, 2015).

Smith e Warner (1979) observam que os *covenants* foram incluídos nos contratos de empréstimos para minimizar a assimetria de informações e conflitos entre credor e devedor. Como pioneiros, os autores analisaram essas cláusulas restritivas e identificaram quatro tipos de restrições: cláusulas de ativo, de dividendos, financiamentos e cláusulas sobre o pagamento. Por outro lado, Ramsay e Sidhu (1998) criaram a seguinte classificação: *covenants* de segurança (práticas em desacordo com o estatuto social, não cumprimento de qualquer obrigação não pecuniária) e *covenants* baseados em dados contábeis. Recentemente Christensen e Nikolaev (2012) apresentaram uma nova classificação: *capital covenants* (uso do capital e informações do balanço patrimonial) e *performance covenants* (indicadores de eficiência, baseados na demonstração de resultado e fluxo de caixa).

Na literatura, entretanto, a classificação mais recorrente é a de *covenants* contábeis (financeiros) e não contábeis (não financeiros). Os *covenants* não contábeis abrangem atividades operacionais e administrativas das organizações, com as restrições sendo relativas às decisões de investimento, financiamento, política de dividendos, políticas de amortização de dívidas, estrutura de propriedade e controle (RAMSAY; SIDHU, 1998). Por outro lado os *covenants* contábeis consistem em limites financeiros (valores mínimos ou máximos) nos quais a empresa deve se enquadrar durante a vigência do contrato, por exemplo, manter um nível mínimo de

liquidez corrente, ou restrição a um nível máximo de endividamento (MATHER; PEIRSON, 2006). Pertencem a este grupo as cláusulas que são baseadas em dados contábeis, seja em valores absolutos ou mediante índices financeiros.

Os *covenants* podem ser benéficos para ambas as partes, não sendo positivos somente para os credores, mas também para os acionistas, pois quando são bem elaborados e atingem seu objetivo, reduzem a preocupação dos credores, diminuindo também o custo dos empréstimos para os acionistas, minimizando os conflitos entre financiadores e acionistas (SMITH; WARNER, 1979; NASH; NETTER; POULSEN, 2003; BEIRUTH, 2015; ZHANG; ZHOU, 2018). Neste sentido o estudo de Jensen e Meckling (1976) relata que quando os tomadores de recursos aceitam cláusulas restritivas de comportamentos oportunistas, estão reduzindo os juros do empréstimo. Segundo Beiruth (2015) e Silva (2008), o benefício dos *covenants* para os credores é de alertar sobre a atual situação e desempenho da empresa devedora, possibilitando que os credores façam o acompanhamento do desempenho dos devedores pelas demonstrações contábeis, sem precisar participar do cotidiano das empresas, representando um auxílio no monitoramento da capacidade de pagamento dos devedores.

O não cumprimento dos *covenants* aumenta a incerteza dos credores quanto ao recebimento dos valores e cumprimento do contrato, fazendo com que exijam maiores juros, fator este que aumentará os custos de empréstimos no mercado, assim como o custo de capital das empresas (BEIRUTH, 2015). Nesse mesmo sentido Nash, Netter e Poulsen (2003) e Demerjian (2011) identificam que a incerteza quanto ao recebimento dos valores emprestados pelos credores acaba por aumentar os conflitos entre credores e devedores, e que os *covenants* financeiros são utilizados com a intenção de diminuir estas incertezas.

Segundo Beiruth (2015), quando as empresas não conseguem honrar os pagamentos aos credores, mesmo estando sujeitas a *covenants*, buscam gerenciar informações com a intenção de aparentar o cumprimento dos parâmetros determinados e evitar as penalidades previstas nos *covenants*, fato que na literatura é denominado gerenciamento de resultados. Watts e Zimmerman (1990) salientam que os *covenants* comumente são baseados em informações contábeis, com a sua violação mostrando-se custosa. Como todo contrato, os de dívida não conseguem especificar todos os detalhes de todas as circunstâncias que podem vir a acontecer. Desta forma, quando os administradores verificam a proximidade da violação de um dos *covenants*, têm fortes incentivos para adotar escolhas contábeis que reduzem a probabilidade de rompimento do contrato (WATTS; ZIMMERMAN, 1990; SILVA, 2008).

A definição dos *covenants* nos contratos de dívidas é o ponto crucial para a sua relevância nestas transações de empréstimo, de forma que não seja somente restritivo, mas principalmente bem delineado para então atingir o objetivo de controlar o potencial oportunismo dos devedores, protegendo os credores (MATHER; PEIRSON, 2006; BEIRUTH, 2015). Nesse sentido Mather e Peirson (2006) afirmam que quando os *covenants* são amplamente restritivos, acabam por incentivar estratégias gerenciais por parte dos devedores, com a intenção de demonstrar um resultado satisfatório para os credores, representando o cumprimento dos *covenants* e demonstrando sua capacidade de pagamento da dívida.

Quando as organizações identificam que um *covenant* de um contrato de dívida está prestes a ser violado, e que esta violação pode trazer prejuízos para a instituição, elas manipulam as demonstrações contábeis com a intenção de revelar o cumprimento dos *covenants*, o que

é conhecido como gerenciamento de resultados (WATTS; ZIMMERMAN, 1990; SILVA, 2008; BEIRUTH, 2015). Os gestores utilizam o gerenciamento de informações e atividades operacionais para alterar os resultados financeiros, ou seja, gerenciam resultados com a intenção de transmitir uma imagem do desempenho da empresa diferente do que está acontecendo na realidade (HEALY; WAHLEN, 1999; DECHOW; SKINNER, 2000; GUNNY, 2010).

Segundo a pesquisa de Walker (2013), as organizações gerenciam os resultados com a intenção de atingir termos contratuais, ou para influenciar a expectativa dos investidores sobre os fluxos de caixa da empresa e também para disponibilizar informações sobre a saúde financeira da empresa para as partes externas. O estudo de Paulo (2007) descreve que a manipulação das informações contábeis pelos administradores tem a intenção de influenciar a interpretação da realidade da empresa.

As informações contábeis podem ser mensuradas e evidenciadas por critérios diferenciados, o que permite que os administradores optem entre as alternativas válidas que retratem as informações da maneira desejada, podendo acarretar na distorção da análise das informações contábeis (PAULO, 2007). Roychowdhury (2006) relatou que vários estudos estão investigando a possibilidade de que a intervenção gerencial nos relatórios das demonstrações financeiras pode ocorrer não apenas pelos métodos contábeis, mas também pelas atividades operacionais.

Healy e Wahlen (1999) descrevem que o gerenciamento de resultados pode ocorrer de duas formas: manipulação da informação financeira ou das atividades operacionais. Roychowdhury (2006) também destaca que existem duas formas de gerenciamento de resultados: uma delas é a manipulação sem influenciar os fluxos de caixa (que denomina de competência) e a outra são as manipulações das atividades reais da organização (que afetam o fluxo de caixa). O estudo de Paulo (2007) também salienta que a manipulação das informações contábeis pode ocorrer de duas formas: atividades operacionais ou de escolhas contábeis.

As manipulações das atividades operacionais são práticas organizacionais em que os gerentes passam a modificar alguns aspectos, como a estrutura ou o tempo da operação, a fim de impulsionar ganhos e convencer determinado público de que as demonstrações contábeis atingiram os índices esperados, ou seja, envolve mudar as operações organizacionais (ROYCHOWDHURY, 2006; GUNNY, 2010). Estes mesmos autores citam alguns exemplos de manipulação das atividades operacionais: a superprodução para diminuir o custo das mercadorias vendidas, a redução dos custos com pesquisa e desenvolvimento para impulsionar os ganhos do período atual e os descontos para aumentar as vendas.

De acordo com a pesquisa de Roychowdhury (2006), o gerenciamento por práticas operacionais nem sempre contribuem com a empresa. Mesmo possibilitando que as metas de relatórios das demonstrações contábeis sejam atingidas, em certos momentos podem ser prejudiciais, pois algumas ações tomadas para aumentar o lucro no momento atual podem afetar negativamente o fluxo de caixa da organização no futuro. O autor cita como exemplo os descontos para aumentar as vendas, pois os clientes tendem a esperar estes descontos em períodos futuros, o que pode diminuir as vendas futuramente, aumentar os estoques e o custo de sua manutenção.

Mesmo que o gerenciamento por atividades operacionais apresente custos mais elevados, são preferíveis pelos gestores, e uma explicação relevante neste aspecto é que a manipulação das escolhas contábeis tem maior probabilidade de chamar a atenção do auditor e também

porque geralmente é feita somente no final de cada exercício (ROYCHOWDHURY, 2006; GUNNY, 2010). Estes mesmos autores relatam que a manipulação das escolhas contábeis pode gerar insegurança, pois é possível ocorrer que os resultados exijam ajustes maiores do que o limite da manipulação permitido.

Na concepção de Paulo (2007), a verificação de contas contábeis do Balanço Patrimonial e das Demonstrações de Resultado do Exercício possibilitam visualizar a manipulação de resultados por meio de atividades reais. Este tipo de gerenciamento de resultados foi verificado nos estudos de Gunny (2005), Roychowdhury (2006) e Zang (2012). Em seu estudo Roychowdhury (2006) salienta que existem evidências da manipulação das atividades reais por parte da empresa com intenção de evitar a divulgação de informações negativas para os analistas e identifica essas manipulações avaliando a variação do fluxo de caixa, do custo de produção e de despesas discricionárias. As evidências apresentam, por exemplo, os descontos nos preços para aumentar temporariamente as vendas, a superprodução, denunciando o menor custo dos produtos vendidos, e a redução das despesas discricionárias para melhorar as margens reportadas.

Considerando que estas manipulações das demonstrações contábeis podem transferir a riqueza dos credores para os devedores sem a violação dos *covenants*, reitera-se a importância de analisar as cláusulas no momento de incluí-las nos contratos de dívida (WATTS; ZIMMERMAN, 1990; SMITH, 1993; BEIRUTH, 2015). Neste sentido Beiruth (2015) complementa que os *covenants* não devem engessar demais as atividades da empresa para que não incentivem o gerenciamento dos resultados, mas também não devem deixar a empresa descompromissada a ponto de afastar o credor do recebimento dos recursos emprestados. Nesse sentido, elabora-se a seguinte hipótese de pesquisa:

$H_1$ : A presença de covenants nos contratos de dívida influencia no gerenciamento de resultados por atividades operacionais.

## PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A análise dos dados limita-se às empresas listadas na B3 que emitiram debêntures. Silva (2008) e Beiruth (2015), que também optaram por delimitar suas pesquisas com empresas que emitiram debêntures, justificam a dificuldade de buscar contratos de dívida privados e pela maior presença de *covenants* em debêntures. Inicialmente foram excluídas as empresas que não apresentaram todas as informações necessárias para as análises, de forma que a amostra desta pesquisa compreende 81 empresas, resultando em 405 observações, num período de cinco anos. As informações para o cálculo do gerenciamento de resultado por atividades operacionais foram coletadas da base de dados da *Thompson Reuters* e as informações dos *covenants* foram obtidas pelas notas explicativas.

O modelo utilizado para identificar o gerenciamento de resultados por atividades operacionais é aquele desenvolvido por Roychowdhury (2006), que investigou os padrões de custos de produção, fluxo de caixa das operações e despesas discricionárias. Os custos de produção são calculados pela soma dos custos das vendas mais a variação dos estoques.



Os custos das vendas são estimados pela seguinte equação:

$$\frac{CPV_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{R_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

Em que:

$CPV_{it}$  = custos dos produtos vendidos  $i$  no período  $t$ , dividido pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$R_{it}$  = receitas líquidas da empresa  $i$  no período  $t$ , dividida pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$\alpha_0$ ,  $\alpha_1$  e  $\beta_1$  = coeficientes estimados da regressão pela equação

A variação dos estoques é estimada pela seguinte equação:

$$\frac{\Delta INV_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{\Delta R_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta R_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

Em que:

$\Delta INV_{it}$  = variação dos estoques da empresa  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ , dividido pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$\Delta R_{it}$  = variação das receitas líquidas da empresa  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ , dividido pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$\Delta R_{it-1}$  = variação das receitas líquidas da empresa  $i$  do período  $t-2$  para o período  $t-1$ , dividida pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$\alpha_0$ ,  $\alpha_1$ ,  $\beta_1$  e  $\beta_2$  = coeficientes estimados da regressão pela equação

Assim, os custos de produção são mensurados pela equação seguinte, que é uma combinação das duas equações anteriores:

$$\frac{Prod_{it}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{R_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta R_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left( \frac{\Delta R_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação 1}$$

Onde:

$Prod_{it}$  = custos de produção da empresa  $i$  no período  $t$ , dividido pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$R_{it}$  = receitas líquidas da empresa  $i$  no período  $t$ , dividida pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$\Delta R_{it}$  = variação das receitas líquidas da empresa  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ , dividida pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$\Delta R_{it-1}$  = variação das receitas líquidas da empresa  $i$  do período  $t-2$  para o período  $t-1$ , dividida pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$\alpha_0$ ,  $\alpha_1$ ,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  e  $\beta_3$  = coeficientes estimados da regressão pela equação

O fluxo de caixa operacional pode ser verificado na Demonstração do Fluxo de Caixa, e o seu comportamento anormal pode ser verificado pela equação seguinte:

$$\frac{CFO_{it}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{R_{it}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta R_{it}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação 2}$$

Em que:

$CFO_{it}$  = fluxo de caixa operacional da empresa  $i$  no período  $t$ , dividido pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$R_{it}$  = receitas líquidas da empresa  $i$  no período  $t$ , dividido pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$\Delta R_{it}$  = variação das receitas líquidas da empresa  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ , dividido pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$\alpha_0$ ,  $\alpha_1$ ,  $\beta_1$  e  $\beta_2$  = coeficientes estimados da regressão pela equação.

Roychowdhury (2006) denomina as despesas da empresa como despesas discricionárias as que consideram as despesas de publicidade, despesas com pesquisa e desenvolvimento, despesas gerais, administrativas e de vendas e ele verifica seu padrão pela seguinte equação:

$$\frac{DespDisc_{it}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{R_{it}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação 3}$$

$DespDisc_{it}$  = despesas operacionais da empresa  $i$  no período  $t$ , dividido pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$R_{it}$  = receitas líquidas da empresa  $i$  no período  $t$ , dividido pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$\alpha_0$ ,  $\alpha_1$  e  $\beta_1$  = coeficientes estimados da regressão pela equação.

Como variáveis de controle desta pesquisa foram utilizadas as variáveis descritas no Quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis de Controle

Variável	Proxy	Autores
Tamanho (TAM)	LN do Ativo Total	Albanez, Valle, Corrar (2012)
Endividamento Total Contábil (ETC)	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Não Circulante}}$	Brito, Corrar, Batistella (2007), Bastos, Nakamura, Basso (2009)
Endividamento de Curto Prazo Contábil (ECPC)	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Não Circulante}}$	Brito, Corrar e Batistella (2007), Bastos, Nakamura, Basso (2009)
Endividamento de Longo Prazo Contábil (ELPC)	$\frac{\text{Passivo Não Circulante}}{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Não Circulante}}$	Brito, Corrar e Batistella (2007), Bastos, Nakamura, Basso (2009)

Fonte: Elaboração própria.

Após a coleta dos dados as empresas foram inicialmente classificadas entre as que apresentaram *covenants* contábeis e as que não apresentaram *covenants* contábeis, sendo definida uma variável *dummy* para esta análise. Para identificação do gerenciamento por atividades operacionais foi utilizada a regressão no *Software* STATA, com o intuito de extrair os resíduos destes modelos, a fim de demonstrar a produção anormal (Equação 1) e o fluxo de caixa anormal (Equação 2). Segundo Paulo (2007) o erro, resíduos das regressões representa



o nível anormal as atividades da empresa, sendo assim uma *proxy* para o gerenciamento de resultado por meio de atividades operacionais.

De posse das informações quanto aos *covenants*, o gerenciamento e as variáveis de controle, foram utilizados os dois modelos de regressão a seguir (Equação 4 e Equação 5) para identificar a influência dos *covenants* no gerenciamento por atividades operacionais, utilizando o modelo de dados em painel, com o teste de efeitos fixos. Os dados foram analisados com o auxílio do software STATA.

$$APROD = Y_0 + Y_1COV_{i,t} + Y_2ETC_{i,t} + Y_3ECPC_{i,t} + Y_4ELPC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Equação 4}$$

$$AFCO = Y_0 + Y_1COV_{i,t} + Y_2ETC_{i,t} + Y_3ECPC_{i,t} + Y_4ELPC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Equação 5}$$

Em que:

$APROD_{i,t}$  = Produção Anormal (resíduo da produção);

$AFCO_{i,t}$  = Fluxo de Caixa Anormal (resíduo do fluxo de caixa);

$COV_{i,t}$  = *Covenants*;

$ETC_{i,t}$  = Endividamento Total Contábil;

$ECPC_{i,t}$  = Endividamento de Curto Prazo Contábil;

$ELPC_{i,t}$  = Endividamento de Longo Prazo Contábil.

A seguir são apresentados os resultados construídos segundo o processo de análise estatística descrito nesta seção. Os modelos aplicados são conforme apresentados anteriormente e seguindo os procedimentos estabelecidos em literaturas internacionais de alta relevância.

## APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise de resultados inicia-se com a demonstração da quantidade de empresas que apresentaram *covenants* no período investigado. Os dados estão resumidos na Tabela 1. A amostra observada contou com um total de 81 empresas em cada ano, representando um total de 405 observações nos cinco anos analisados. Pode-se constatar que a quantidade de empresas que declararam possuir *covenants* foi aumentando gradualmente. No ano de 2012 um total de 37% das empresas analisadas declarou possuir *covenants*, em 2013 este percentual subiu para 41%, e assim foi aumentando progressivamente até 2016, quando 48% das empresas analisadas declararam possuir tais cláusulas contratuais. Desta forma, fica evidenciado que a maior parte das empresas analisadas não declarou possuir contratos de *covenants* em suas notas explicativas.

**Tabela 1** – Relação das empresas que declararam possuir *covenants*

Anos	Empresas que apresentaram <i>covenants</i>		Empresas que não apresentaram <i>covenants</i>		Total de Empresas
2012	30	37%	51	63%	81
2013	33	41%	48	59%	81
2014	38	47%	43	53%	81
2015	37	46%	44	54%	81
2016	39	48%	42	52%	81
<b>TOTAL</b>	177	44%	228	56%	405

Fonte: Dados da pesquisa.

A estatística descritiva dos dados da pesquisa é apresentada na Tabela 2. Observa-se de modo geral que a média anormal de produção foi de -0,0261, com o mínimo de -0,4697 e o máximo de 1,0975. Já a média anormal do fluxo de caixa foi positiva em 0,0279, com o mínimo negativo de -3,5827 e o máximo em 0,5519. A partir desta observação pode-se analisar que a média do gerenciamento da produção tendeu à redução e a média do gerenciamento do fluxo de caixa tendeu ao aumento, porém em ambas as métricas de gerenciamento de resultados percebe-se que houve gerenciamento tanto no sentido de redução quanto para o aumento, porém o maior destaque foi o gerenciamento para reduzir o fluxo de caixa, apresentando o mínimo de -3,5827. Também deve ser destacado que o gerenciamento para aumentar a produção apresentou um máximo de 1,0975. Fica assim evidente a intenção média das empresas de aumentarem a sua produção e reduzirem o seu fluxo de caixa.

A estatística descritiva das variáveis de controle demonstra que o logaritmo natural do tamanho das empresas, em média, é de 13,2631, apresentando o mínimo de zero e o máximo de 18,3172. Quanto ao endividamento contábil total as empresas apresentam uma média de 0,7322, com o mínimo partindo de 0 e atingindo o máximo de 5,2656. Verifica-se que este endividamento contábil total está balanceadamente dividido entre curto e longo prazos, pois o endividamento de curto prazo apresenta a média de 0,3595 e atinge o máximo de 3,0477 e o endividamento de longo prazo apresenta a média de 0,3727 e atinge a máxima de 4,3498. Percebe-se ainda que não houve elevada discrepância entre o endividamento de curto e longo prazos da amostra, porém o endividamento de longo prazo é levemente maior do que o endividamento de curto prazo.

Tabela 2 – Estatística Descritiva

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<b>APROD</b>	405	-0,0261	0,1650	-0,4697	1,0975
<b>ACFO</b>	405	0,0279	0,2260	-3,5827	0,5519
<b>TAM</b>	405	13,2631	3,7645	0,0000	18,3172
<b>ETC</b>	405	0,7322	0,6960	0,0000	5,2656
<b>ECPC</b>	405	0,3595	0,3703	0,0000	3,0477
<b>CLPC</b>	405	0,3727	0,4986	0,0000	4,3498

Nota: Em que APROD = valor anormal da produção, extraído do resíduo da equação 1; ACFO = valor anormal do fluxo de caixa, extraído do resíduo da equação 2, TAM = tamanho, calculado pelo Log do Ativo Total; ETC = Endividamento Total Contábil; ECPC = Endividamento de Curto Prazo Contábil; ELPC = Endividamento de Longo Prazo Contábil.

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 3 é apresentada a correlação de Pearson entre as variáveis que serão regredidas umas com as outras. Pode-se visualizar que não houve associação entre o nível de gerenciamento de resultado por atividades em relação à produção e aos *covenants*. Em continuidade só foi encontrada significância na associação do gerenciamento de resultado por atividades em relação à produção nos níveis de endividamento, com a mais forte associação estando no nível de endividamento total. Destaca-se também que essa relação é positiva, de forma que se aumentar o gerenciamento pelo nível de produção aumenta também o nível de endividamento.

O gerenciamento de resultado por atividades em relação ao fluxo de caixa também não apresentou associação significativa com os *covenants*. Da mesma forma que ocorreu com o gerenciamento de resultado por atividades em relação à produção, agora em relação ao fluxo

de caixa também só foi significativa a associação com os níveis de endividamento. Neste caso, porém, a associação é negativa, o que revela que em empresas que apresentam gerenciamento de resultado pelo fluxo de caixa há diminuição dos níveis de endividamento, tanto total quanto de curto e longo prazos.

Ao analisar os *covenants* percebe-se que estão significativamente associados ao tamanho e aos níveis de endividamento. O tamanho está positivamente vinculado aos *covenants*, o que demonstra que quanto maior as empresas maior é a tendência de evidenciação dos contratos de *covenants*. Os níveis de endividamento apresentam-se negativamente associados aos *covenants*, manifestando que as empresas que declaram possuir *covenants* tendem a diminuir o nível de endividamento, tanto total como de curto e longo prazos, o que pode ser inclusive fruto das cláusulas restritivas. Estes resultados são comparáveis aos de Smith e Warner (1979), Nash, Netter e Poulsen (2003), Mather e Peirson (2006), Beiruth (2015), Zhang e Zhou (2018), entre outros.

Em relação ao tamanho das empresas, percebe-se uma associação significativa e positiva quanto aos níveis de endividamento, de forma que é possível afirmar que quanto maiores as empresas maior é a tendência de que apresentem endividamento.

Tabela 3 – Matriz de Correlação

	APROD	ACFO	COV	TAM	ECT	ECPC	ELPC
APROD	1						
ACFO	0,564**	1					
	0,000						
COV	0,020	0,090	1				
	0,682	0,069					
TAM	-0,043	0,081	0,278**	1			
	0,385	0,104	0,00				
ETC	0,372**	-0,475**	-0,147**	0,136**	1		
	0,000	0,00	0,03	0,06			
ECPC	0,298**	-0,513**	-0,118*	0,107*	0,724**	1	
	0,00	0,00	0,018	0,031	0,000		
ELPC	0,299**	-0,282**	-0,118*	0,110*	0,859**	0,267**	1
	0,00	0,00	0,018	0,26	0,000	0,00	

Nota: Em que APROD = valor anormal da produção, extraído do resíduo da equação 1; COV = *covenants*, TAM = tamanho, calculado pelo Log do Ativo Total; ETC = Endividamento Total Contábil; ECPC = Endividamento de Curto Prazo Contábil; ELPC = Endividamento de Longo Prazo Contábil.

\*\* significante a nível de 1%

\* significante a nível de 5%

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 4, na sequência, apresenta os dados das regressões analisadas. Após a realização dos testes Breush-Pagan e Hausman, para ambas as equações (Equação 4 e Equação 5), foi identificado que o modelo de melhor ajuste a ser utilizado para os dados em painel era com efeitos fixos, em ambos os casos. O primeiro modelo de regressão analisado foi a Equação 4, que mostra o gerenciamento de resultado por atividades operacionais por meio do nível produção anormal. Esta regressão apresentou um  $R^2$  *Within* de 10,27, o que significa que os *covenants*, o tamanho e os níveis de endividamento explicam 10% do nível de gerenciamento por atividades operacionais em relação à produção nas empresas analisadas.

Os *covenants* não apresentaram significância em relação ao gerenciamento de resultados por atividades operacionais quando analisado pelos níveis de produção. A variável de controle tamanho apresentou significância, porém está negativamente relacionada, o que indica que para a amostra analisada, conforme aumenta o tamanho das empresas diminui o gerenciamento de resultado por atividades operacionais por nível de produção.

Segundo Roychowdhury (2006), quando a produção aumenta, diminuem-se os custos fixos por unidade, de forma que o custo unitário dos produtos vendidos também diminuirá, o que proporcionará que a empresa tenha possibilidade de divulgar maior margem de contribuição. A pesquisa de Begley e Feltham (1999) descreve que as empresas com *covenants* são mais propensas a escolher métodos contábeis para aumentar a renda. Ao analisar este aspecto a pesquisa de Silva (2008) investiga a relação dos *covenants* com as escolhas contábeis e não encontra resultados significativos. Os dados empíricos analisados no presente artigo, porém, comprovam que os *covenants* também não estão relacionados ao gerenciamento de resultados contábeis por meio de atividades operacionais.

O endividamento total contábil está significativa e positivamente relacionado ao gerenciamento de resultado por atividades operacionais pelos níveis de produção. O que indica que quando aumentam os níveis de endividamento total a empresa apresenta maiores níveis de gerenciamento de resultado por meio da produção. O endividamento de curto prazo foi omitido do modelo e o de longo prazo apresentou significância, porém está negativamente relacionado ao gerenciamento de resultado pelos níveis de produção, indicando que as empresas que apresentam endividamentos de longo prazo tendem a não gerenciar (ou diminuir) seus resultados pelos níveis de produção.

Tabela 4 – Resultado das Regressões da Equação 4 e Equação 5

Variáveis	Equação 4		Equação 5	
	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
	Coefic. (p-value)	Coefic. (p-value)	Coefic. (p-value)	Coefic. (p-value)
COV	.0001 (0.991)	.0033 (0.808)	.0151 (0.626)	-.0030 (0.897)
TAM	-.0030** (0.046)	-.0039* (0.009)	.0122* (0.000)	.0111* (0.000)
ETC	.0939* (0.000)	-.0215 (0.151)	-.4342* (0.000)	.0083 (0.732)
ECPC	Omitido	.1232* (0.000)	Omitido	-.3681* (0.000)
ELPC	-.1454* (0.000)	Omitido	.6273* (0.000)	Omitido
<b>Estatísticas do Modelo</b>				
R <sup>2</sup> Within	0.1027	0.0925	0.3211	0.2600
R <sup>2</sup> Between	0.0004	0.0455	0.0555	0.3158
R <sup>2</sup> Overall	0.0067	0.0526	0.1246	0.2761
Prob. F (ANOVA)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Teste de Breush-Pagan	-	0.0000	-	0,000
Teste de Hausman	-	0.0000	-	0,000
Nº de Observações	405	405	405	405

Nota: 1º linha coeficientes, 2º linha p-value ou estatística t entre parênteses; \*, \*\*, \*\*\* significante em nível de 1%, 5% e 10%. Em que COV = *covenants*, TAM = tamanho, calculado pelo Log do Ativo Total; ETC = Endividamento Total Contábil; ECPC = Endividamento de Curto Prazo Contábil; ELPC = Endividamento de Longo Prazo Contábil.

Fonte: Fonte: Dados da pesquisa.

Ainda na Tabela 4, a segunda regressão analisada refere-se à Equação 5, que demonstra o gerenciamento de resultado por atividades operacionais por meio do fluxo de caixa anormal. Esta regressão apresentou um  $R^2$  *Within* de 32,11, o que significa que os *covenants*, o tamanho da empresa e os níveis de endividamento explicam pouco mais que 32% o nível de gerenciamento por atividades operacionais em relação ao fluxo de caixa nas empresas analisadas.

Conforme aconteceu na regressão da Equação 4, os *covenants* não apresentaram significância em relação ao gerenciamento de resultados por atividades operacionais pelo fluxo de caixa. Nesta regressão a variável de controle tamanho está significativa e positivamente relacionada ao gerenciamento de resultado por meio do fluxo de caixa, o que indica que quanto maiores são as empresas, maior é a tendência de gerenciar por meio do fluxo de caixa que elas apresentam. O aumento nas vendas por intermédio de descontos ou facilitadas condições de crédito para os clientes podem elevar o resultado das empresas, porém irão resultar na redução do fluxo de caixa (ROYCHOWDHURY, 2006; COHEN; DEY; LYS, 2008).

O nível de endividamento total contábil está significativa e negativamente relacionado ao gerenciamento de resultado por atividades operacionais pelo fluxo de caixa, ao contrário do que acontece quando o gerenciamento de resultados ocorre pelos níveis de produção. Esta relação indica que quando aumentam os níveis de endividamento total as empresas apresentam menores índices de gerenciamento de resultado por meio do fluxo de caixa. O endividamento de curto prazo foi omitido do modelo na Equação 4, e o mesmo aconteceu na regressão da Equação 5, e o endividamento de longo prazo está positiva e significativamente relacionado ao gerenciamento de resultado pelo fluxo de caixa, indicando que quando as empresas apresentam endividamentos de longo prazo elas tendem a gerenciar seus resultados pelo fluxo de caixa.

Com base nestas comprovações empíricas a hipótese sugerida por esta pesquisa, de que a presença de *covenants* nos contratos de dívida influencia no gerenciamento de resultados por atividades operacionais, não foi confirmada.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste artigo foi verificar a influência dos *covenants* no gerenciamento de resultados por atividades operacionais das indústrias listadas na B3 no período de cinco anos. Para atingir este objetivo os dados relativos aos *covenants* foram coletados nas notas explicativas das indústrias da amostra e o gerenciamento de resultados por atividades operacionais foi aplicado conforme o modelo de Roychowdhury (2006). A manipulação das atividades reais afasta as atividades das organizações dos níveis considerados normais, e tem a intenção de representar nas demonstrações financeiras resultados mais alinhados ao interesse da gestão com a descrição de maiores despesas, reduzindo assim o volume de lucros que poderia ser pago em dividendos (ROYCHOWDHURY, 2006). Esse gerenciamento pode ser uma das alternativas para as empresas que tenham *covenants*, com a intenção de demonstrar o cumprimento destas cláusulas contratuais (BEIRUTH, 2015).

As evidências demonstram, contudo, que nas empresas analisadas os *covenants* não apresentam influência no gerenciamento de resultado por atividades operacionais, nem por meio dos níveis de produção nem por intermédio fluxo de caixa, negando a hipótese sugerida nesta pesquisa. O estudo de Silva (2008) analisou os determinantes e as consequên-

cias econômicas das escolhas de práticas contábeis sob a ótica da hipótese dos *covenants* contratuais. Este autor concluiu que as empresas não realizam mudanças de práticas contábeis voluntárias com o objetivo de evitar a violação de *covenants* contábeis. Este mesmo autor supõe ainda que os administradores adotam ações reais que implicam o fluxo de caixa da empresa com a intenção de evitar a violação dos *covenants*. Logo, esta suposição foi testada e negada empiricamente pelo presente estudo.

As limitações da presente pesquisa estão relacionadas aos dados observados, pois os *covenants* são demonstrados de variadas formas nas notas explicativas, dificultando sua coleta e análise. A quantidade de empresas analisadas também pode ser considerada uma limitação, e também o fato de representarem somente empresas brasileiras. Uma sugestão para pesquisas futuras é que sejam comparados os dados das empresas brasileiras com dados de instituições de outros países com a intenção de verificar se os *covenants* contratuais têm interferências no gerenciamento por atividades operacionais em outros contextos.

## REFERÊNCIAS

- ALBANEZ, Tatiana; VALLE, Maurício Ribeiro do; CORRAR, Luiz João. Fatores institucionais e assimetria informacional: influência na estrutura de capital de empresas brasileiras. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, v. 13, p. 76-105, 2012.
- ARMSTRONG, C. S. *et al.* Market reaction to the adoption of IFRS in Europe. *The Accounting Review*, v. 85, n. 1, p. 31-61, 2010.
- BALL, R.; ROBIN, A.; SADKA, G. Is financial reporting shaped by equity markets or by debt markets? An international study of timeliness and conservatism. *Review of Accounting Studies*, v. 13, n. 2-3, p. 168-205, 2008.
- BASTOS, Douglas Dias; NAKAMURA, Wilson Toshiro; BASSO, Leonardo Fernando Cruz. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, v. 10, p. 47-77, 2009.
- BEGLEY, J.; FELTHAM, G. A. An empirical examination of the relation between debt contracts and management incentives. *Journal of Accounting and Economics*, v. 27, n. 2, p. 229-259, 1999.
- BEIRUTH, A. X. *Transformação estrutural de covenants com a adoção das IFRS no Brasil*. 2015. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.
- BRITO, Giovani Antonio Silva; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio Donizete. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 18, p. 9-19, 2007.
- CHRISTENSEN, H. B.; NIKOLAEV, V. V. Capital versus performance covenants in debt contracts. *Journal of Accounting Research*, v. 50, n. 1, p. 75-116, 2012.
- COHEN, Daniel A.; DEY, Aiysha; LYS, Thomas Z. Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes-Oxley periods. *The accounting review*, v. 83, n. 3, p. 757-787, 2008.
- DECHOW, P. M.; SKINNER, D. J. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, v. 14, n. 2, p. 235-250, 2000.
- DEFOND, Mark L.; JIAMBALVO, James. Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of accounting and economics*, v. 17, n. 1-2, p. 145-176, 1994.
- DEMERJIAN, P. R. 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*, v. 52, n. 2-3, p. 178-202, 2011.
- DICHEV, I. D.; SKINNER, D. J. Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis. *Journal of Accounting Research*, v. 40, n. 4, p. 1.091-1.123, 2002.
- GUAY, W. R. Conservative financial reporting, debt covenants, and the agency costs of debt. *Journal of Accounting and Economics*, v. 45, n. 2-3, p. 175-180, 2008.



- GUNNY, K. A. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, v. 27, n. 3, p. 855-888, 2010.
- GUNNY, K. A. What are the consequences of real earnings management? *Working Paper*. Colorado: University of Colorado, Sept. 2005.
- HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.
- HOLTHAUSEN, R. W.; LEFTWICH, R. W. The economic consequences of accounting choice implications of costly contracting and monitoring. *Journal of Accounting and Economics*, v. 5, p. 77-117, 1983.
- HONG, H. A.; HUNG, M.; ZHANG, J. The use of debt covenants worldwide: Institutional determinants and implications on financial reporting. *Contemporary Accounting Research*, v. 33, n. 2, p. 644-681, 2016.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- KONRATH, J. M. *Determinantes da utilização dos covenants contábeis nas debêntures emitidas pelas empresas listadas na BM&FBovespa*. 2017. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal de Santa Catarina, 2017.
- LA PORTA, R. *et al.* Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 3, p. 1.131-1.150, 1997.
- MATHER, P.; PEIRSON, G. Financial covenants in the markets for public and private debt. *Accounting & Finance*, v. 46, n. 2, p. 285-307, 2006.
- NASH, R. C.; NETTER, J. M.; POULSEN, A. B. Determinants of contractual relations between shareholders and bondholders: investment opportunities and restrictive covenants. *Journal of Corporate Finance*, v. 9, n. 2, p. 201-232, 2003.
- PAULO, E. *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultado*. 2007. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- RAMSAY, I.; SIDHU, B. Accounting and non-accounting based information in the market for debt: evidence from Australian private debt contracts. *Accounting & Finance*, v. 38, n. 2, p. 197-221, 1998.
- ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, v. 42, n. 3, p. 335-370, 2006.
- SILVA, A. H. C. *Escolha de práticas contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da hipótese dos covenants contratuais*. 2008. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.
- SMITH JR, C. W. A perspective on accounting-based debt covenant violations. *Accounting Review*, v. 68, n. 2, p. 289-303, 1993.
- SMITH JR, C. W.; WARNER, J. B. On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, v. 7, n. 2, p. 117-161, 1979.
- WALKER, M. How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. *Accounting and Business Research*, v. 43, n. 4, p. 445-481, 2013.
- WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting Review*, v. 65, n. 1, p. 131-156, Jan. 1990.
- ZANG, A. Y. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, v. 87, n. 2, p. 675-703, 2012.
- ZHANG, Xinde; ZHOU, Simiao. Bond covenants and institutional blockholding. *Journal of Banking & Finance*, v. 96, p. 136-152, 2018.

Todo conteúdo da Revista Desenvolvimento em Questão está  
sob Licença Creative Commons CC – By 4.0