

GERENCIAMENTO DE RESULTADO CONTÁBIL E RUPTURA DOS COVENANTS: UM ESTUDO EMPÍRICO NO BRASIL

EVALDO REZENDE DUARTE
FACULDADE FUCAPE (FUCAPE)

FERNANDO CAIO GALDI
FACULDADE FUCAPE (FUCAPE)

GERENCIAMENTO DE RESULTADO CONTÁBIL E RUPTURA DOS *COVENANTS*: UM ESTUDO EMPÍRICO NO BRASIL

1 INTRODUÇÃO

Diversas pesquisas relacionam a existência de gerenciamento contábil com o custo da dívida (HOLTHAUSEN; LEFTWHICH, 1983; WATTS; ZIMMERMAN, 1990; HEALY; WHALEN, 1999; FIELD; LYS; VICENT, 2001; LOPES; MARTINS, 2005) e estes 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 consequentemente diminuir este custo.

Já Callen, Dou, Xin (2010) indicam a relação entre *covenants* e conservadorismo contábil na contratação de dívida privada, condicionando esta relação à extensão da assimetria da informação entre gestores e credores. Apontam que havendo alto grau de assimetria o conservadorismo e as cláusulas restritivas restauram a eficiência do contrato.

No cenário brasileiro Silva (2008) aponta que as empresas em geral utilizam práticas contábeis pouco conservadoras e que neste 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*. Neste mesmo sentido Dyreng, Vashishtha, Weber (2014) 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.

Estudos também relacionam *covenants* e conflito de agência conforme Fields, Lys e Vicent (2001) os custos da agência são geralmente relacionados a questões contratuais tais como remuneração de gerência e *covenants* da dívida e isto teria relações direta com as escolhas contábeis da empresa. Para Zhang (2016) a ruptura dos *covenants* implica também em transtornos externos como perda de crédito comercial.

Conforme Freudenberg, Imbierowicz, Saunders, Steffen (2015) os *covenants* tentam diminuir o conflito de agência e que havendo ruptura destas 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. Assim torna-se notório que a ruptura dos *covenants* implicaria em reflexos negativos as 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.

O Brasil neste cenário 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% medição realizada entre dívida total sobre o capital próprio, este índice posiciona-se entre os mais altos dos países emergentes, complementa que ao mesmo tempo em que as empresas ficam mais alavancadas, a capacidade de fazer face ao serviço das dívidas é menor no Brasil que em outros emergentes. Soma-se a isso o fato do país ter a maior taxa de juro real do mundo (*International Monetary Fund*, 2015).

A fim 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 passariam a gerenciar o resultado contábil para que o índice estabelecido não seja atingido. Dessa forma espera-se responder ao questionamento: As empresas brasileiras gerenciam o resultado contábil para atender 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, desta forma foram geradas 343 observações ao longo do período pesquisado utilizando-se como fonte de dados o Economatica.

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, estas empresas teriam menor motivação para gerenciar resultado em face das cláusulas restritivas.

Foi considerado o período de 2012 a 2016, o espaço temporal justifica-se pelo fato da 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.

Avaliaram-se 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 a análise da relação do grupo de suspeitas e gerenciamento de resultado através dos *accruals* discricionários, calculado conforme Jones (1991).

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 através do monitoramento de índices financeiros de desempenho da organização de forma a medir eficácia da gestão e saúde financeira da empresa. Espera demonstrar a fragilidade e conseqüente ineficácia das cláusulas restritivas, também colabora 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 Benham (2004). 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. Num estudo mais recente Dechow, Ge e Schrand (2010) investigaram a qualidade dos lucros relatados e concluem que o ambiente assim como *covenants* de dívida criam potencial motivação para que as empresas evitem a violação do convênio da dívida através do gerenciamento de ganhos.

Conforme Dechow *et al.* (1996) o gerenciamento contábil realizado pelas empresas com vistas a explicitar bom desempenho organizacional, podem ser realizados conforme a discricionariedade no regime de competência de registro de seus eventos.

Para Nardi e Nakao (2009) 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 este gerenciamento de ganho, já que segurança e expectativa de retorno são os 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 desta 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) estas 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.

Neste sentido pesquisas 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 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.

Entre os modelos desenvolvidos a fim de analisar e evidenciar a prática de gerenciamento de resultado contábil pode-se citar: O modelo de Healy (1985) confronta *accruals* totais médios com ativos totais levando em consideração os períodos utilizados para estimar *accruals*; De Angelo (1986) também desenvolve modelo baseado em *accruals* discricionários sobre ativos totais considerando-se o período anterior para mensuração do ativo total; 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) passa a 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; o modelo KS (1995) investiga a relação/reflexo dos custos e despesas nas contas do Balanço Patrimonial; Pae (2005) inclui 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 através 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 através da 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 nos países desenvolvidos com o aprofundamento de pesquisas sobre o tema a fim de identificar e mensurar esta 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 este 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 através do compromisso entre empresa/credor, para isso estabelece índices financeiros a fim de monitorar o desempenho da organização, para Zhang e Yang (2013) estas cláusulas também beneficiam os acionistas diminuindo o custo do capital de terceiros.

Beiruth e Favero (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, em seu trabalho apresentam os principais resultados sobre o tema.

Autores	Ano	Tema relacionado	Principais resultados
Smith e Warner	1979	Efeitos das cláusulas restritivas nos contratos	Identificação de quatro principais tipos de restrições contratuais: 1) cláusulas de ativo; 2) cláusulas de dividendos; 3) cláusulas de financiamento; 4) cláusulas sobre o pagamento e mostraram que estas cláusulas tem o poder de

			reduzir em parte a assimetria de informações e conflitos de interesses existentes entre as partes.
Castello	2011	Controles Internos e <i>covenants</i>	Empresas com controles internos fracos estão sujeitas a uma menor quantidade de <i>covenants</i> financeiros e baseado em indicadores por parte dos credores.
Bradley e Roberts	2004	<i>Covenants</i> e crise financeira	Empréstimos feitos durante períodos de depressão do mercado estão mais sujeitos a conter <i>covenants</i> restritivos, por conta do maior risco de mercado.
Zhang e Zhou	2013	<i>Covenants</i> e conflito de agência	<i>Covenants</i> são empregados ex-ante a fim de mitigar potenciais conflitos entre acionistas e credores. Cláusulas restritivas também beneficiam os acionistas, reduzindo os seus custos de empréstimos, que são relacionados a conflitos de agência.
Beatty, Weber e Yu	2008	<i>Covenants</i> e conflito de agência	Custos de agência são suscetíveis de serem maiores quando os empréstimos têm mais <i>covenants</i> , é de prazo longo, é maior em relação ao tamanho da empresa.
Graham <i>et al.</i>	2008	Republicação de Balanços	Empresas que republicaram as informações contábeis acabaram por ter <i>covenants</i> adicionais nos contratos de dívida posteriores a republicação.
Beatty, Ramesh e Weber	2002	<i>Covenants</i> e Flexibilidade Contábil	Devedores estão dispostos a pagar taxas de juros substancialmente mais elevadas para manter a flexibilidade da contabilidade. O spread nos empréstimos que excluem mudanças contábeis voluntárias é de 84 pontos-base menor do que para aqueles que incluem essas mudanças.
Christensen e Nikolaev	2012	Classificação de <i>Covenants</i> Financeiros	Classificação em duas categorias, “capital <i>covenants</i> ” e “performance <i>covenants</i> ”. Capital <i>covenants</i> controlam os problemas de agência e performance <i>covenants</i> são formuladas em termos de indicadores de eficiência.
Demerjian	2014	Incerteza e <i>Covenants</i> Financeiros	A incerteza do recebimento pode ser destacada como a principal razão para o qual são delineados os <i>covenants</i> financeiros. A média de <i>covenants</i> financeiros é de 2,5 por contrato e que apenas um pequeno percentual de contrato possui mais do que 4 <i>covenants</i> financeiros.
Ball, Hail e Vasvari	2011	<i>Covenants</i> e Títulos no mercado americano	Empresas estrangeiras listadas nas bolsas de valores americanas conseguem reduzir em 45 pontos base o <i>yield</i> pago nos contratos de dívida.
Smith e Warner	1979	Grupos de <i>Covenants</i>	Três grupos principais de <i>covenants</i> . O primeiro grupo limita o pagamento de dividendos e recompra de ações, o segundo limita a quantidade de financiamentos e outros tipos de dívida e o terceiro grupo busca restringir a política de investimentos.
Billett, King e Mauer	2007	Características do contrato e quantidade de <i>covenants</i>	Menor quantidade de <i>covenants</i> quando a dívida era conversível, quando a maturidade da dívida é longa ou quando o emissor é regulado e uma maior quantidade de <i>covenants</i> quando os emissores têm baixo <i>rating</i> e a dívida não tem prioridade no recebimento.

Quadro 1. Principais Resultados Sobre o Tema

Fonte: Beiruth e Favero (2016).

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, este 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. Para Jah (2013) a gestão de lucros em torno dos convênios de dívida desperta interesse e revela que mesmo que haja o monitoramento através dos índices financeiros ainda assim os gestores têm alguma discricionariedade sobre como relatar seus ganhos.

De acordo com Niklolaev (2010) e Reisel (2014) 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, consequentemente de diminuir a assimetria informacional.

Estudos relacionam a possibilidade de ruptura dos *covenants* e eventos contábeis nestes 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 destas cláusulas através da contagem de *covenants* e não através da probabilidade de violação. Segundo Jah (2013) é impossível criar cláusulas que restrinjam a discricionariedade nas escolhas contábeis e consequentemente na divulgação dos lucros e isto torna interessante o gerenciamento contábil em torno dos convênios de dívidas.

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). Neste sentido a adoção das *IFRS* poderia afetar resultados de novas pesquisas, assim como a normatização do *EBITDA* provocada através 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 estas informações são relevantes e influenciam as decisões econômicas dos usuários no presente caso credores.

Mesmo não sendo índice presente nas demonstrações contábeis o *EBITDA* é calculado a partir destas através da 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 através de decisões operacionais, nesta perspectiva também pode haver gerenciamento de resultados a fim de evitar divulgar perdas ou resultados insatisfatórios que implicariam diretamente no contrato de dívida.

Segundo Jah (2013) os gestores empresariais gerenciam os ganhos para cima para “evitar uma violação da dívida porque a violação reflete mal a competência da alta gerência e está, em certa medida, associada à remoção da alta gerência”. Outra hipótese seria o gestor gerenciar seus ganhos para baixo no período anterior a uma violação, quando a ruptura for inevitável.

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 nestes 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 Favero e Beiruth (2016) identificaram que após a adoção das *IFRS*, houve redução na utilização de índices contábeis e financeiros que este

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.

Desta 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* realizam escolhas contábeis 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 foi considerado 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 a análise sobre o índice de endividamento, estabelecendo-se como limite de corte, 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 a magnitude do capital próprio.

Desta 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 junto ao 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 presente tanto em contratos de financiamento/empréstimos quanto na emissão de debêntures. Desta forma utilizando-se conforme abordagem metodológica a análise documental.

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 Covenants	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

Fonte: Elaborado pelo autor.

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, onde, 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 343 observações, sendo 213 classificadas como não suspeitas e 130 suspeitas. Na sequência a pesquisa passa a avaliar o teste de média para gerenciamento de resultado entre o grupo de suspeitas e não 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):

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

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 pela Equação 2.

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

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

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):

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

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 ;

Modelo desenvolvido para testar a hipótese de pesquisa:

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

As variáveis do modelo são assim definidas:

GR= Gerenciamento de resultado definido pelo valor dos *accruals* discrecionários calculados pelo modelo de Jones (1991).

β_0 = intercepto.

β_1 Suspeitas: 1 (suspeita) se o índice de desempenho está 10% próximo do limite estabelecido nos *covenants*, e 0 (não suspeita) se o índice de desempenho da empresa está acima de 10% de proximidade do índice estabelecido nos *covenants*. (Variável *dummy*)

β_2 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 tem menor variabilidade dos *accruals*, têm menos incentivo para o gerenciamento decorrente do custo político. Para Nardi e Nakao (2009) estas características explicam a relação negativa entre tamanho e GR, em que empresas maiores possuem menos *accruals* discrecionários.

β_3 Book Tax Differences (BTD) = (Lucro Contábil – Lucro Tributário / 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* discrecionários. Apontam que as empresas gerenciam seus resultados na mesma direção do sinal observado da BTD.

β_4 Cobertura da dívida = $(Fcx_{it-1} = EBITDA_{it-1} / PO_{it-1})$, 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) esta variável é capaz de medir o fluxo de caixa para fins de cumprimento das dívidas relacionando assim a possível capacidade de evitar dificuldades financeiras.

β_5 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 cresceriam os *accruals* discricionários.

β_6 Leverage = $(Lev_{it-1} = DivLP_{it-1} / AT_{it-1})$, 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.

β_7 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.* (2002) indicam que quanto maior o gerenciamento de resultado maior o custo da dívida externa das empresas.

β_8 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 (2007) a quantidade de tangíveis melhora a capacidade de captação de recursos desestimulando gerenciamento de resultado.

As variáveis do modelo foram *winsorisadas* a 2,5% para eliminar possíveis *outliers* que pudessem distorcer o resultado.

TABELA 2 – JUSTIFICATIVA DAS VARIÁVEIS

Variáveis	Sigla	Justificativa
Gerenciamento de Resultados	GR	De acordo com Sincerre <i>et al.</i> (2016) o modelo de Jones (1991) destaca-se na literatura por identificar o valor dos <i>accruals</i> discricionários. Conforme Galdi <i>et al.</i> (2008) o modelo Jones (1991) é utilizado para evidenciar <i>accruals</i> discricionários e criar <i>proxy</i> para gerenciamento de resultados.
Suspeitas	Susp	Variável criada para investigar a relação entre empresas que estão a 10% de proximidade dos limites estabelecido nos <i>covenants</i> .
Tamanho	Tam	Segundo Gu, Lee e Rosett (2005, p. 315), o tamanho da empresa é uma das mais importantes características, pois as empresas maiores desfrutam de mais benefício de escala e economia de escopo do que as empresas menores; são mais maduras, operam em um estado mais sólido e tendem a ser mais diversificadas. Tais características foram usadas pelos autores para explicar a relação negativa entre tamanho e GR, ou seja, empresas maiores possuem menos discricionários nos <i>accruals</i> . Por outro lado, Richardson (2000, p. 332) salienta que o tamanho da empresa pode ter relação positiva com o GR, pois empresas maiores têm mais incentivo para reduzir os custos políticos, o que, por sua vez, incentivaria o GR. Apesar disso, o autor encontra um coeficiente significativamente negativo, como o resultado de Gu, Lee e Rosett (2005, p. 315).
<i>Book Tax Difference</i>	BTD	Conforme Ferreira <i>et al.</i> (2012) indicam uma relação diretamente proporcional entre a <i>book-tax differences</i> (BTD) e os <i>accruals</i> discricionários. Apontam que as empresas gerenciam seus resultados na mesma direção do sinal observado da BTD.
Cobertura da dívida	Fcx	Para Nardi e Nakao (2009) foi estabelecida uma variável representativa da capacidade de cobertura das dívidas. Então, relacionou-se o fluxo de caixa para fins de cumprimento das dívidas com as dívidas totais da empresa. Essa relação indica quanto do fluxo de caixa da empresa é suficiente para cobrir suas dívidas.
Crescimento	Cresc	Conforme verificado por Dechow Sloan e Sweeney (1995), o <i>accrual</i> é correlacionado com o desempenho interno da empresa. Assim, espera-se que a empresa em crescimento possa ter maior variabilidade nos <i>accruals</i> .

Leverage	Lev	Empresas com mais dívidas podem ser vistas como mais arriscadas. Portanto, espera-se uma relação positiva com o custo da dívida. No entanto, Gu, Lee e Rosett (2005) usaram a variável leverage como variável de controle para GR e encontraram relação positiva entre elas, sugerindo, segundo os autores, que o uso do resultado no contrato de dívidas induz o gestor a exercer mais discrição contábil. Além disso, Watts e Zimmerman (1990) afirmaram que, quanto mais endividada a empresa, mais provável que o gestor selecione procedimentos contábeis para aumentar o lucro.
Custo da Dívida	Ki	(HOLTHAUSEN; LEFTWHICH, 1983; WATTS; ZIMMERMAN, 1990; HEALY; WHALEN, 1999; FIELD; LYS; VICENT, 2001; LOPES; MARTINS, 2005) indicam que quanto maior o nível de Gerenciamento de resultado menor seria o custo da dívida das empresas. Estabelecendo-se assim uma relação negativa.
Tangibilidade	Tang	De acordo com Valle (2007, p. 43), a tangibilidade dos ativos é usada, pois é a relação de ativos que pode ser dada em garantia nos contratos de dívida. O que ocorre, teoricamente, é que dívidas feitas com ativos dados em garantia ou <i>posting collateral</i> , reduzem a flexibilidade do tomador de emitir dívidas adicionais sobre esse ativo, por exemplo. Isso significa maior segurança, o que pode reduzir a taxa de juros exigida pelos credores; então, esses ativos podem diminuir o custo de agência da dívida para os credores.

Fonte: Adaptado Nardi e Nakao (2007)

4 ANÁLISE DO RESULTADO

4.1 Correlação de Pearson das Variáveis

A correlação de Pearson demonstra o grau de relação das variáveis do modelo da pesquisa, neste estudo foram consideradas como significantes os índices de correlação ao nível de 10%.

TABELA 3 – TESTE DE CORRELAÇÃO DE PEARSON

	GR	Suspeitas	Tam	BTD	Cobdiv	Cresc.	Leverage	Custodivida	Tang.
GR	1								
Suspeitas	0.2202*	1							
Tamanho	0.3511*	0.1890*	1						
BTD	0.3741*	0.1395*	0.1612*	1					
Cobdiv	0.2644*	0.0553	-0.0103	0.4486*	1				
Cresc.	0.2952*	0.1156*	0.1335*	0.2274*	0.0720	1			
Leverage	0.0302	0.0561	0.1009*	0.00670	-0.2278*	0.1698*	1		
Custodivida	-0.2175*	-0.1412*	-0.1790*	-0.3144*	-0.0125	-0.1901*	-0.1710*	1	
Tangibilidade	0.1915*	0.0414	-0.00710	-0.0894*	0.0879	-0.0158	-0.1305*	0.0276	1

Nota: Gerenciamento de resultado (GR) calculado através dos *accruals* discricionários pelo modelo de Jones (1991), Suspeitas empresas próximas a 10% da ruptura dos índices estabelecidos nos *covenants*, 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 (cresc), leverage gerado pela divisão da dívida de longo prazo e o Ativo total, a variável custodivida 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.

Na Tabela 4 é apresentado o resultado de correlação de Pearson segundo o teste a variável independente suspeitas guarda relação positiva com gerenciamento de resultado reforçando a hipótese de pesquisa com significância a 10%. As demais variáveis de controle: Tamanho, BTD, Cobdiv, Crescimento, Leverage, Custo da Dívida e Tangibilidade também apresentam correlação significativa a 10%.

4.1.1.1 Test T Student

Realizou-se o teste de média de *accruals* discricionários medidos através do modelo Jones (1991). Apresentando as diferenças de média, desvio padrão e o *p*-valor. A fim de realizar análise mais acurada apresentam-se também os resultados por quartis de gerenciamento de resultado, a fim de melhor embasar os resultados.

TABELA 4 - TEST T STUDENT PARA GERENCIAMENTO DE RESULTADO.
Teste de média para *accruals* discricionários calculados conforme Jones (1991)

Amostra Total				
Grupo	Obs	Média GR	Desvio Padrão	P-valor
Suspeitas	130	.0155511	.0138137	0.000
Não suspeitas	213	-.0629162	.0120486	0.000
Combinado	343	.0331764	.0093487	0.000
Diferença		.0784674	.0188247	0.000
Amostra 1º Quartil				
Grupo	Obs	Média GR	Desvio Padrão	P-valor
Suspeitas	21	-.1786879	.0264952	0.0035
Não suspeitas	65	-.2721584	.017209	0.0035
Combinado	86	-.2493342	.0150942	0.0035
Diferença		.0934705	.0338405	0.0035
Amostra 2º Quartil				
Grupo	Obs	Média GR	Desvio Padrão	P-Valor
Suspeitas	40	-.0440523	.0035579	0.0056
Não suspeitas	46	-.0573317	.0036335	0.0056
Combinado	86	-.0511552	.0026374	0.0056
Diferença		.0132794	.005118	0.0056
Amostra 3º Quartil				
Grupo	Obs	Média GR	Desvio Padrão	P-Valor
Suspeitas	35	.0095713	.0025761	0.6330
Não suspeitas	51	.0108136	.0024443	0.6330
Combinado	86	-.0103080	.0017801	0.6330
Diferença		-.0012423	.0036425	0.6330
Amostra 4º Quartil				
Grupo	Obs	Média GR	Desvio Padrão	P-valor
Suspeitas	34	.2117997	.0237415	0.0003
Não suspeitas	51	.1249980	.011803	0.0003
Combinado	85	.1597187	.0126434	0.0003
Diferença		.0868016	.0241519	0.0003

Nota: Variável suspeitas de gerenciamento de resultado, empresas próximas a 10% de romperem os índices estabelecidos nos *covenants*. Variável não suspeitas de gerenciamento de resultado, empresas distantes a partir de 10% dos índices estabelecidos nos *covenants*.

Fonte: A pesquisa.

O resultado evidencia diferença significativa entre as médias das variáveis, na amostra total a diferença calculada é de 0.0784674, onde as empresas suspeitas apresentam média de *accruals* discricionários superior à média das empresas não suspeitas. Dessa forma o resultado geral sugere que as empresas suspeitas podem estar realizando escolhas contábeis de forma a melhorar seu desempenho e evitar a ruptura dos *covenants*. O teste de média da amostra geral também demonstra a rejeição a hipótese nula e a confirmação através do *p*-valor de que existem diferenças estatisticamente significativas entre os grupos avaliados o índice de confiança é de 99%.

Demonstra ainda significativa diferença entre os grupos, onde o grupo de suspeitas possui média positiva para *accruals* discricionários sugerindo a adoção de escolhas contábeis a fim de melhorar seu desempenho, enquanto que as empresas do grupo não suspeitas possuem média negativa para *accruals* discricionários sugerindo realizarem escolhas contábeis em direção oposta para minimizar ou suavizar seus ganhos.

Na análise do primeiro quartil reforça-se o resultado primário, já que a média de gerenciamento de resultado mantém-se maior nas empresas suspeitas do que nas empresas não suspeitas. A diferença apresentada neste caso é de 0.0934705 e a hipótese alternativa apresenta índice para diferenças estatisticamente significativas a 99% de confiança, sugerindo a comprovação do resultado primário.

No segundo quartil os resultados continuam a sugerir que as empresas suspeitas utilizam-se em escala maior dos *accruals* discricionários do que as empresas não suspeitas a diferença neste quartil é de 0.0132794. Este resultado também reforça o resultado da amostra geral sugerindo que as empresas suspeitas atuam de modo a melhorar seu desempenho e evitar a ruptura dos *covenants*. O teste de média do segundo quartil apresenta ainda índice significativo de reconhecimento da hipótese alternativa da pesquisa.

Na análise do terceiro quartil o resultado do teste de média contrapõe o resultado da amostra geral apresentando índice médio maior de utilização dos *accruals* discricionários pelas empresas não suspeitas, a diferença é de -0.0012423. Destaca-se ainda na análise deste quartil que a hipótese nula não deve ser rejeitada, através do *p-valor* não é possível afirmar que existem diferenças estatisticamente significantes para este quartil.

Avaliando-se o quarto quartil o resultado da amostra total novamente é reforçado, a diferença nas médias para *accruals* discricionários é significativa, as empresas suspeitas possuem média maior que as empresas não suspeitas, a significativa diferença é de 0.0868016. A análise deste quartil é reforçada pela rejeição a hipótese nula através do *p-valor*, reforçando a tese de que existe diferença estatisticamente significativa entre as médias.

O resultado do *Test t Student* sugere a confirmação da hipótese da pesquisa, os resultados são consistentes e robustos expondo evidências que as empresas suspeitas atuam realizando escolhas contábeis através dos *accruals* discricionários de modo a melhorar seu resultado, enquanto que as empresas do grupo não suspeitas possuem média negativa sugerindo estarem atuando de modo a diminuir/suavizar seus ganhos. As médias das empresas suspeitas são maiores na amostra total, bem como no primeiro, segundo e quarto quartis.

4.2 Análise de Regressão

A Tabela 5 apresenta o resultado da regressão linear múltipla OLS (*Ordinary Least Squares*) para o modelo proposto na pesquisa.

TABELA 5 - GERENCIAMENTO DE RESULTADOS VS. EMPRESAS SUSPEITAS.

Esta tabela apresenta os coeficientes estimados para o modelo de Jones (1991) *Accruals* Discricionários versus as empresas suspeitas (próximas a romperem os *covenants*).

Variável	Variável Dependente Gerenciamento de resultado			
	Beta	Desvio Padrão	Estatística t	P-valor
Constante	-0.6970	0.1290	-5.41	0.0000
Suspeitas	0.0336	0.0161	2.09	0.0380
Tamanho	0.0381	0.0076	5.00	0.0000
BTD	0.7780	0.2050	3.79	0.0000
Cobertura dívida	0.1100	0.0415	2.64	0.0090
Crescimento	0.2550	0.0771	3.31	0.0010
Leverage	0.0160	0.0614	0.26	0.7940
Custo da dívida	-0.1120	0.1100	-1.03	0.3060
Tangibilidade	0.1510	0.0283	5.35	0.0000
Observações	343			
R-squared	0.3357			
F - statistic	18.26			
Prob.(f-statistic)	0.0000			

Nota: Gerenciamento de resultado (GR) calculado através dos *accruals* discricionários pelo modelo de Jones (1991), empresas próximas a 10% 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 (cresc), leverage gerado pela divisão da dívida de longo prazo e o Ativo total, a variável custodivida 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.

Fonte: A pesquisa.

O resultado da regressão mostra-se consistente conforme a literatura, 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 este 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 evitar a ruptura.

Este resultado contribui com a teoria positivista estabelecendo discussão sobre a eficácia de normas (*covenants*) e os efeitos práticos no contexto empresarial, conforme sugerido por Watts e Zimmerman (1986), onde 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 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*.

Corroborando ainda o estudo de Dyreng, Vashishtha, Weber (2014), sobre evidências da má qualidade da informação contábil, em especial sobre lucros utilizados em medidas de desempenho dos *covenants*.

Também reforça a teoria da assimetria informacional, para Iudícibus, Martins e Carvalho (2005) as empresas detêm mais informações e informações privilegiadas do que a sociedade em geral. Destacam ainda que conter ou diminuir a assimetria informacional é o maior desafio da Contabilidade Moderna.

O resultado para tamanho reforça Gu, Lee e Rosett (2005), onde 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. O resultado também é robusto para BTB, conforme Ferreira *et al.* (2012) apontam relação diretamente proporcional entre a *Book Tax Differences* (BTB) 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.

O resultado para crescimento mostra-se também significativo pois conforme Gu, Lee e Rosett (2005), as empresas em crescimento tem maior variabilidade nos *accruals*.

Portanto, resta evidenciado conforme o *Test t Student* que as empresas suspeitas possuem maior nível de *accruals* discricionários a fim de melhorar a divulgação de seus resultados e conseqüentemente evitar a ruptura dos *covenants*, a regressão linear múltipla OLS reforça a hipótese já que estabelece relação entre as empresas próximas da ruptura e gerenciamento de resultado a nível de confiança de 5%. Desta forma os resultados de modo geral sugerem que as empresas ao se encontrarem próximas da ruptura dos *covenants* realizam escolhas contábeis a fim de melhorar seu resultado e unilateralmente evitar a quebra do acordo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Estudos anteriores relacionam a existência de *covenants* a fim de diminuir o conflito de agência e resguardar o capital de terceiros através do monitoramento de indicadores que refletem a posição financeira e o desempenho da empresa. Para isso impõe sanções no caso de

descumprimento destes *covenants* as 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 destes índices possam estar fazendo escolhas contábeis a fim de evitar a ruptura.

Este estudo avaliou a relação entre as empresas suspeitas que encontram-se 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*.

Para isso a pesquisa através da Econometria lançou mão de técnicas estatísticas através da Correlação de *Pearson*, através da Regressão Linear *OLS* e *Teste T Student*.

Os resultados do *Test t Student* indicam que as empresas suspeitas possuem média geral de gerenciamento de resultado maior do que a média geral de gerenciamento de resultado das empresas não suspeitas, este resultado é reforçado em três quartis com significativos índices de confirmação da hipótese da pesquisa através do *p-valor*.

Na análise de Regressão Linear os resultados sugerem com nível de significância de 5% haver relação entre gerenciamento de resultado e as empresas suspeitas o *R-squared* do modelo é de 0.3357, o resultado da regressão é confirmado em dois quartis.

Desta 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 através das escolhas contábeis. As escolhas estariam diretamente relacionadas a lucro/desempenho das empresas, já que o principal índice relacionado à medida de desempenho nos *covenants* é o *EBITDA*. O *Test T Student* demonstra média positiva para as empresas suspeitas e negativa para o grupo não suspeitas, indicando que as empresas suspeitas realizam escolhas que aumentam seu ganho/resultado, enquanto as empresas não suspeitas atuam em direção oposta realizando escolhas que diminuem/suavizam o ganho/resultado.

A presente pesquisa contribui no fato que ao estabelecer índices baseados em lucro geralmente utilizando como *Proxy* o *EBITDA* os credores não conseguem limitar a atuação dos gestores, que através das suas escolhas contábeis deturpam artificialmente o resultado monitorado evitando sofrer sanções, desta 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 neste 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. Contractibility and Transparency of Financial Statement Information Prepared Under IFRS: Evidence from Debt Contracts around IFRS Adoption. **Journal of Accounting Research**, n. 53, p. 915-963, 2015.

BEIRUTH, A. X.; FAVERO, L.P. Um ensaio sobre a adoção das International Financial Reporting Standards em Covenants contratuais. **Revista de Finanças Aplicadas**, v.7, n.1, p. 1-22, 2016.

- BENHAM, L. Licit and Illicit responses to regulation. **Working paper**. Washington University at Saint Louis. 2004.
- CALLEN, J. L.; CHEN, F.; DOU, Y.; XIN, B. Information Asymmetry and the Debt Contracting Demand for Accounting Conservatism. **Working paper**, University of Toronto. 2010.
- CHRISTENSEN, H.; NIKOLAEV, V. Capital versus performance *covenants* in debt contracts. **Journal of Accounting Research**, n. 50, p. 75–116, 2012.
- DYRENG, S.; VASHISHTHA, R.; WEBER, J. Direct Evidence on the Informational Properties of Earnings in Loan Contracts. **Working paper**, Duke University and MIT. 2014.
- DE ANGELO, L.E. Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders. **The accounting review**, Sarasota, v .61, p. 400-420, 1986.
- DECHOW, P.M.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of accounting and economics**, v.50, p. 344-401, 2010.
- _____. SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.
- _____. DICHEV, I.D. The quality of accruals earnings: the role of accrual estimation errors. **The accounting review**, Sarasota, v. 77, p. 35-59, 2002.
- 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**, n. 52, p. 178–202, 2011.
- _____. OWENS, E. L. Measuring the probability of financial covenant violation in private debt contracts. **Journal of Accounting and Economics**, n. 61, p. 433-447, 2016.
- FIELDS, T.D.; LYS, T. Z.; VINCENT, L. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting & Economics**, n. 31, p. 255-307, 2001.
- FRANCIS, J.; LA FOND, R.; OLSSON, P.; SCHIPER, K. **The Market Pricing of Earnings Quality**. October 2002. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=414140>. Acesso em: 12 out. 2017.
- FREUDENBERG, F.; IMBIEROWICZ, B.; SAUNDERS, A.; STEFFEN, S. Covenant violations and dynamic loan contracting. **Unpublished working paper**, New York University. 2015.
- FERREIRA, F.R.; LOPO, A. M.; COSTA, F.M.; PASSAMANI, R.R. *Book-Tax Differences* e Gerenciamento de Resultados no mercado de ações no Brasil. **RAE – Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 52, p. 488-501, 2012.
- GRAHAM, B.; DODD, D. L. **Security analysis: Principles and technique**. McGraw-Hill, 1934.
- GALDI, F.C.; MARTINEZ, A. L.; ARDISON, K.M.M. The Effect of Leverage on Earnings Management in Brazil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, v.5, n.3, p. 305-324, 2012.
- HEALY, P.M. The effect of bonus schemes of accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, New York, v.7, p. 85-107, 1985.
- INAMURA, Y. The determinants of accounting based covenants in public debt contracts. **Journal of International Business Research**, v. 8, p. 1-15, 2009.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; CARVALHO, L.N. Contabilidade: Aspectos Relevantes da Epopéia de sua evolução. **Revista Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, n. 38, p. 7 – 19, Maio/Ago. 2005

JAH, A. Earnings Management around Debt-Covenant Violations – An Empirical Investigation Using a Large Sample of Quarterly Data. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, n. 28, p. 369-396, 2013.

JONES, J.J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, Oxford, v. 29, p. 193-228, 1991.

LOPES, A.B.; TUKAMOTO, Y.S. 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, v. 42, n.1, p. 86-96, 2007.

NARDI, P.C.C.; NAKAO, S.H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 77-100, 2009.

NIKOLAEV, V. V. Debt covenants and accounting conservatism. **Journal of Accounting Research**, n. 48, p. 51–89, 2010.

REIS, E.M.; LAMOUNIER, W.M.; BRESSAN, V.G. F. Evitar Divulgar Perdas: Um Estudo Empírico do Gerenciamento de Resultados por Meio de Decisões Operacionais. **Revista Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, v. 26, n. 69, p. 247-260, 2015.

REISEL, N. On the value of restrictive covenants: Empirical investigation of public bond issues. **Journal of Corporate Finance**, n. 27, p. 251-268, 2014.

SANTOS, A.; PAULO, E. Diferimento das perdas cambiais como instrumento de gerenciamento de resultados. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 3, n.1, p.15-31, 2006.

SILVA, R.L.M.; NARDI, P.C.C.; RIBEIRO, M.S. Gerenciamento de Resultados e Valorização dos Ativos Biológicos. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 12, n.4, p. 1-27, 2015.

SILVA, A.H.C. **Escolhas de práticas contábeis no Brasil**. Uma análise sob a ótica da hipótese dos Covenants contratuais. Tese (Doutorado) – USP, São Paulo, 2008.

SINCERRE, B.P.; SAMPAIO, J.O.; FAMÁ, R.; SANTOS, J.O. Emissão de Dívida e Gerenciamento de Resultados. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 27, n.72, p. 291-305, 2016.

ZHANG, H.; YANG, Z. Optimal capital structure with an equity-for-guarantee swap. **Economics Letters**, n.118, p-355-359, 2013.

ZHANG, Z. Bank Interventions and Trade Credit: Evidence from Debt Covenant Violations. 2016. **SSRN Electronic Journal**.

WATTS, R.L.; ZIMMERMAN, J.L. Positive Accounting Theory: A ten-year perspective. **The accounting review**, n.65, p. 131-156, 1990.