

Níveis diferenciados de governança corporativa e a probabilidade de violação dos *covenants* financeiros

Differentiated levels of corporate governance and the probability of violating financial covenants

Willams da Conceição de Oliveira^a, Danilo Soares Monte-Mor^b

^a Universidade Estadual de Alagoas

^b Fucape Business School

Palavras-chave

Cláusulas restritivas financeiras.
Contratos de dívida.
Governança corporativa.
Níveis diferenciados.
Violação dos *covenants*.

Keywords

Financial covenants.
Debt contracts.
Corporate governance.
Differentiated levels.
Violating covenants.

Informações do artigo

Recebido: 21 de abril de 2020

Aprovado: 13 de outubro de 2020

Publicado: 28 de outubro de 2020

Resumo

A governança corporativa e os *covenants* financeiros exercem papéis complementares no monitoramento das companhias, na medida em que reduzem os conflitos de interesse entre as partes envolvidas durante a confecção de contratos de dívida. Esta pesquisa amplia esta discussão ao analisar se as companhias brasileiras de capital aberto listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3 apresentam menor probabilidade de violarem os *covenants* financeiros em uma análise *ex-post* à firmação dos contratos. A amostra abrangeu firmas brasileiras não financeiras de capital aberto no período de 2010 a 2018, totalizando 1.310 observações em painel desbalanceado para 206 empresas. Os dados foram obtidos junto ao Economática, *site* da B3 e construção de base própria a partir de informações de *covenants* constantes nas notas explicativas das respectivas firmas. Para apuração e análise dos resultados, foi realizado teste de média T Student e análise de regressão logística com efeito fixo de ano. Os resultados apresentam evidências de que as companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3 apresentam menor probabilidade de violarem os *covenants* financeiros do que as demais companhias não listadas nos respectivos níveis. Tal evidência sugere que os níveis da B3 podem ser usados como *proxy* de governança em contextos contratuais em que existem conflitos de interesses entre as partes envolvidas.

Abstract

Corporate governance and financial covenants play complementary roles in monitoring companies as they reduce conflicts of interest between the parties involved when making debt contracts. This study expands this discussion by analyzing whether publicly traded Brazilian companies listed in B3's differentiated levels of corporate governance are less likely to violate financial covenants in an *ex-post* analysis of contract signing. The sample includes publicly traded non-financial Brazilian firms from 2010 to 2018, totaling 1,310 unbalanced panel observations for 206 companies. The data was obtained from Economática, B3's website and a hand collected database consisting of covenant information from the explanatory notes of the respective firms. Student's mean t-test and a logistic regression analysis with year fixed effects were performed to calculate and analyze the results, which present evidence that companies listed on B3's differentiated levels of corporate governance are less likely to violate financial covenants than other unlisted companies. This evidence suggests that B3 levels can be used as a *proxy* for governance in contractual contexts where there are conflicts of interest between the parties involved.

Implicações Práticas

As evidências suportam a possibilidade de uso dos níveis da B3 como *proxy* para governança em contextos em que existem conflitos de interesses entre as partes envolvidas. Na prática, tais níveis podem ser utilizados como subsídio adicional por credores na avaliação dos riscos contratuais e como fator que suporta e justifica a necessidade de inclusão de *covenants* financeiros nos contratos de dívida.

Copyright © 2020 FEA-RP/USP. Todos os direitos reservados.

Autor correspondente: Tel. (82) 3271-5276

E-mail: willams.oliveira@uneal.edu.br (W. da C. de Oliveira); danilo@fucape.br (D. S. Monte-Mor)

Universidade Estadual de Alagoas - Campus São Miguel dos Campos. Praça Nossa Senhora dos Prazeres, s/n. - Bairro de Fátima, São Miguel dos Campos/AL - 57240-000, Brasil.

1 INTRODUÇÃO

Covenants são cláusulas inseridas nos contratos de dívida que visam proteger os interesses dos credores, limitando o papel discricionário dos gestores e mitigando os problemas de agência entre as partes envolvidas nos contratos (Emira & Amel, 2015; Demerjian, 2017; Prilmeier, 2017). A inclusão de tais cláusulas depende das características das empresas tomadoras de crédito e do tipo de dívida (Inamura, 2009; Moir & Sudarsanam, 2007; Ismail, 2014).

As companhias que não respeitam os *covenants* financeiros estão sujeitas à repactuação da dívida, elevação da taxa de juros do contrato, obrigatoriedade de concessão de novas garantias (Press & Weintrop, 1991; Beneish & Press, 1993; Borges, 1999; Silva, 2008; Prilmeier, 2017), além da possibilidade de reclassificação para o curto prazo do saldo da dívida com vencimento em longo prazo, conforme CPC 26 (R1) - Apresentação das Demonstrações Contábeis (2011).

De uma forma geral, empresas com maiores níveis de risco e com menos mecanismos de controle são mais propensas a conflitos de interesse, desempenhando a governança papel importante na redução do risco e do custo dos contratos (Caixe & Krauter, 2014). Nesse caso, a governança corporativa juntamente com os *covenants* financeiros desempenham papéis importantes na redução dos problemas de agência associados à formação de contratos de dívidas (Bakar, Mather & Tanewski, 2012). Dada a relação de complementaridade entre tais mecanismos, a literatura apresenta evidências de que empresas que adotam boas práticas de governança corporativa apresentam, além de menores custos de financiamento e maior capacidade de financiamento (Funchal & Monte-Mor, 2016), cláusulas contratuais menos restritivas (Klock, Mansi & Maxwell, 2005; Li, Qiu & Wan, 2011; Xi, Tuna & Vasvari, 2014).

Este trabalho amplia as discussões da literatura ao analisar a relação entre a governança e cláusulas restritivas a partir de uma perspectiva *ex-post* à geração dos contratos. Isso porque resultados como os de Palhares, Carmo, Ferreira e Ribeiro (2019) e Konraht e Vicente (2019) investigaram o impacto da governança corporativa na inclusão de *covenants* financeiros durante a emissão de debêntures. Necessita-se, assim, investigarmos se a relação de complementaridade entre governança e *covenants* financeiros se mantém após a confecção do contrato, estando a governança, portanto, influenciando a gestão dos *covenants* financeiros com vistas à não violação de tais cláusulas. Neste caso, esta pesquisa pretende responder a seguinte indagação: firmas com maiores níveis de governança apresentam menor probabilidade de violar os *covenants* financeiros? Especificamente, este trabalho objetiva analisar se as companhias brasileiras de capital aberto listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B³ apresentam menor probabilidade de violar os *covenants* financeiros.

A governança corporativa é constituída por mecanismos que incentivam gestores a tomarem decisões com vistas à maximização do valor da firma (Denis & McConnell, 2003; Ulum, Wafa, Karim & Jamal, 2014). Em uma perspectiva de contratos de dívida, a governança é instituída por meio de ferramentas de gestão e requerimentos societários e de divulgação informacional, que aproximam os interesses de acionistas e credores, reduzindo os conflitos de interesses entre as partes envolvidas (Minadeo, 2018).

Dentre os diversos mecanismos de controle e monitoramento, a literatura brasileira tem utilizado os níveis diferenciados de governança corporativa da B³ como *proxy* para governança corporativa, na medida em que os níveis diferenciados (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) consideram como requisitos obrigatórios pontos que envolvem o monitoramento exercido pelo conselho e mecanismos de liquidez e diluição do controle acionário (B³, 2020). Além disso, firmas listadas em tais níveis de governança apresentam maior grau de conservadorismo contábil, experimentam elevação nos seus valores de mercado e possuem redução nos respectivos riscos operacionais (Almeida, Scalzer & Costa, 2008; Caixe & Krauter, 2014).

Caso seja verificado que maiores níveis de governança da B³ reduzem a probabilidade de violação de cláusulas financeiras em contratos de dívida, as evidências suportariam a possibilidade de uso dos níveis da B³ como *proxy* para governança em contextos em que existem conflitos de interesses entre as partes envolvidas. Na prática, tais níveis poderiam ainda ser utilizados como subsídio adicional por credores na avaliação dos riscos contratuais e como fator que suporta e justifica a necessidade de inclusão de *covenants* financeiros mais restritivos nos contratos de dívida.

Para que fosse possível identificar se empresas com níveis diferenciados de governança corporativa da B³ possuem menor probabilidade de violação dos *covenants* financeiros, foram obtidas 1.310 observações de 206 companhias brasileiras de capital aberto, sendo que dados contábeis e de governança foram obtidos à base Economática e site da B³. Informações sobre *covenants* financeiros foram obtidas por meio de coleta manual nas notas explicativas de cada uma das companhias da amostra.

A partir da formação da base de dados, empresas com diferentes níveis de governança foram comparadas por meio de testes t de diferença de médias. Regressões logísticas com efeito fixo de ano, também, foram utilizadas para a verificação da relação entre os níveis diferenciados de governança da B³ e a probabilidade de violação dos *covenants* financeiros.

De uma forma geral, os resultados obtidos evidenciam que companhias listadas nos níveis 1, 2 ou Novo Mercado apresentam menor probabilidade de violar os *covenants* financeiros de contratos de dívida em comparação com as demais companhias não listadas em tais níveis. Tal resultado, indica que os mecanismos de governança não só influenciam *ex-ante* a inclusão e o nível de restritividade dos *covenants* financeiros (Palhares *et al.*, 2019; Konraht & Vicente, 2019), mas também que tais mecanismos continuam a monitorar as ações dos gestores no que se refere à gestão dos indicadores associados aos *covenants* financeiros. Nesse caso, verifica-se que os níveis da B³ podem ser usados como *proxy* para governança em pesquisas cujos contextos envolvem a presença de conflitos de interesses entre partes envolvidas em contratos de dívidas.

As contribuições desse estudo se estendem ainda em uma perspectiva prática, na medida que suportam e justificam a inclusão de cláusulas financeiras mais restritas em contratos de dívidas de empresas não listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B³. Tais níveis podem ser utilizados como subsídio adicional por credores na avaliação dos riscos contratuais e como fator que suporta e justifica a necessidade de inclusão de *covenants* financeiros nos contratos de dívida (Beiruth, Fávero, Murcia, Almeida & Brugini, 2017).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 *Covenants* financeiros

As instituições financeiras, além de exigirem as tradicionais garantias nas concessões de empréstimos, utilizam outros instrumentos de monitoramento como os *covenants* (Borges, 1999). Especificamente, *covenants* são cláusulas inseridas nos contratos de dívidas que visam proteger os interesses dos credores (Inamura, 2009). A inclusão de tais cláusulas está relacionada com o monitoramento requerido em função dos conflitos de agência associados às transações e à necessidade de informações adicionais acerca das empresas contratantes (Inamura, 2009; Demerjian, 2017; Prilmeier, 2017). Em outras palavras, a inclusão dos *covenants* em contratos de dívida visa transmitir informações privadas aos credores sobre as projeções financeiras das companhias, reduzindo assim, o nível de assimetria (Demiroglu & James, 2010).

As cláusulas restritivas financeiras representam uma parte importante dos contratos de dívida e são em geral baseadas nas informações contábeis dos devedores, sendo geralmente expressas como índices contábeis que possuem faixas definidas previamente nos contratos (Demiroglu & James, 2010). Tais cláusulas impõe restrições diretas às atividades financeiras e de investimento dos devedores, o que serve como mecanismo que limita as ações discricionárias dos gestores e protegem os investidores no que tange à continuidade operacional e capacidade de pagamento de longo prazo das empresas credoras (Chava, Fang, Kumar & Prabhat, 2019). Como exemplos de cláusulas restritivas financeiras podemos citar os *covenants* de capital, os quais controlam os conflitos de agência impondo restrições à estrutura de capital; e os *covenants* de performance, que acompanham o desempenho financeiro e operacional das companhias (Christensen & Nikolaev, 2012).

Outras cláusulas são também exploradas pela literatura como *covenants* financeiros. Nini, Smith e Sufi (2009), por exemplo, evidenciaram nos contratos de dívidas das empresas canadenses *covenants* que foram agrupadas em seis classes: endividamento no balanço, cobertura da dívida, endividamento no fluxo de caixa, liquidez, patrimônio líquido e *covenants* de EBITDA. Nas empresas americanas, Prilmeier (2017) destacou *covenants* financeiros relacionados ao endividamento do balanço, cobertura da dívida, capacidade de pagamento e EBITDA. No Brasil, Duarte e Galdi (2018) identificaram nos contratos de dívida *covenants* financeiros relacionados ao EBITDA, receita líquida, dívida líquida, cobertura da dívida, despesa financeira, liquidez corrente e restrição de investimentos, cláusulas estas relacionadas aos tipos de *covenants* financeiros utilizados no Canadá e EUA.

Independente do indicador utilizado, a violação dos *covenants* financeiros em geral possui implicações negativas às empresas, como o vencimento antecipado do empréstimo, elevação da taxa de juros do contrato na repactuação da dívida, concessão de novas garantias, penalidades que afetam o fluxo de caixa e até mesmo a continuidade operacional (Press & Weintrop, 1991; Beneish & Press, 1993; Borges, 1999; Silva, 2008; Prilmeier, 2017). No Brasil, segundo CPC 26 (R1), as companhias que violarem um acordo contratual (*covenant*) são obrigadas a reclassificar para o curto prazo o saldo da dívida relacionada ao acordo violado e divulgar o evento nas notas explicativas. Nesse sentido, gestores têm incentivos à tomarem decisões de forma a evitar que tais cláusulas sejam acionadas (Costa, Matte & Monte-Mor, 2018).

Como exemplo, verificam-se pesquisas que indicam que as empresas que apresentam melhor qualidade nos relatórios financeiros e maior responsabilidade social corporativa possuem menor quantidade de *covenants* financeiros nos contratos de dívida (Costello & Moerman, 2011; Shi & Sun, 2015). Outros resultados indicam que empresas que reconhecem mais perdas possuem mais *covenants* financeiros em contratos de dívida (Nikolaev, 2010), e que a proximidade de violar os *covenants* financeiros influencia os gestores a utilizarem escolhas contábeis para evitar a violação e consequentemente os prejuízos gerados (Iatridis & Kadorinis, 2009; Silva, 2008; Franz, Hassabelanby & Lobo, 2014; Beiruth et al., 2017; Duarte & Galdi, 2018). Na próxima subseção explora-se o papel da governança como ator complementar aos *covenants* financeiros na redução dos conflitos de agência entre as partes envolvidas nos contratos de dívida.

2.2 Governança corporativa e *covenants* financeiros

O objetivo da governança corporativa é diminuir os problemas de agência nos setores privado e público (Miglani, Ahmed, & Henry, 2015; Dawson, Denfrod, Williams, Preston & Desouza, 2016), sendo utilizada para garantir o retorno dos investimentos dos acionistas (Shleifer & Vishny, 1997). As companhias que implantam as boas práticas de governança corporativa transmitem mais segurança ao investidor, refletindo na valorização, na eficiência operacional e na redução dos custos de agência (Robicheaux, Fun & Ligon, 2007; Silva, Santos & Almeida, 2011; Gondrige, Clemente & Espej, 2012; Sonza & Kloeckner, 2014; Mapurunga, Ponte & Oliveira, 2015; Baioco & Almeida, 2017; Machado & Gartner, 2018).

Além disso, a adoção das boas práticas de governança corporativa influencia na elevação e qualidade dos lucros, na redução do nível de gerenciamento de resultados, na redução do endividamento bancário e no custo de financiamento das dívidas, passando as companhias a utilizarem mais dívidas de curto prazo do que dívidas de longo prazo. Sendo a dívida de curto prazo, portanto, um disciplinador para os gestores na tomada de decisão (Silva et al., 2011; González & García-Meca, 2014; Maranhão & Leal, 2018; Nisiyama & Nakamura, 2018).

Palhares *et al.* (2019) identificaram que o tamanho do conselho administrativo e a concentração de propriedade são fatores fundamentais na quantidade de *covenants* financeiros a serem inseridos nos contratos de dívida. Identificaram ainda que a concentração de propriedade, o tamanho e a independência do conselho administrativo influenciam o nível de restrição do *covenant* financeiro “*Dívida Financeira Líquida/EBITDA*” inserido na emissão de debêntures (Palhares *et al.*, 2019). Tais mecanismos de governança são destacados como fatores analisados *ex-ante* ao fechamento do contrato e se relacionam diretamente com as regras implementadas pela B³ referentes aos requisitos mínimos de entrada nos diferentes níveis de governança, conforme Figura 1.

Os níveis de governança da B³ compreendem o Tradicional, Bovespa Mais, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado e têm como objetivo melhorar as avaliações daquelas companhias que aderem voluntariamente aos respectivos níveis (B³, 2020). Conforme Figura 1, empresas inseridas no Novo Mercado e no Nível 2 devem ter no mínimo 5 membros no conselho de administração, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos. Insere-se à esse grupo as empresas listadas no Nível 1, as quais juntamente com empresas do Novo Mercado e Nível 2 possuem vedações com relação ao acúmulo de cargo no conselho, devendo a partir de 10/05/2011 o presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo ter carência mínima de 3 anos no cargo a partir da adesão.

Além de mecanismos de controle da composição do conselho, empresas listadas no Nível 1, Nível 2 e no Novo Mercado devem ainda possuir no mínimo 25% das ações em circulação (*free float*) e garantir esforços de dispersão acionária (B³, 2020). Tais pontos se relacionam diretamente com os resultados de Palhares *et al.* (2019), os quais identificaram que o tamanho do conselho administrativo e a concentração de propriedade são fatores fundamentais na quantidade de *covenants* financeiros a serem inseridos nos contratos de dívida.

Nesse caso, os níveis diferenciados da B³ (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), por considerarem como requisitos obrigatórios pontos que envolvem o monitoramento exercido pelo conselho e mecanismos de liquidez e diluição do controle acionário, têm possibilidade de limitar as ações discricionárias dos gestores, o que reduziria a probabilidade de *covenants* financeiros serem violados, o que deriva a hipótese dessa pesquisa:

H₁: As companhias brasileiras listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B³ apresentam menor probabilidade de violarem os *covenants* financeiros estabelecidos nos contratos de dívida.

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
Obrigação do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo	
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Figura 1. Critérios necessários para uma empresa ser listada nos diferentes níveis da B3

Fonte: Bússula do Investidor (2020)

A literatura ainda apresenta diversos benefícios oriundos da adesão aos níveis diferenciados da B³, dentre os quais incluem-se: aumento do valor de mercado das companhias (Rossoni & Silva, 2013; Clemente, Antonelli, Scherer & Mussi, 2014); aumento da precisão das previsões dos analistas (Dalmácio, Lopes, Sarlo Neto & Rezende, 2011); aumento da imagem institucional das companhias (Nardi & Nakao, 2008); maior retorno anormal em operações de fusão e aquisição (Silva, Kayo & Nardi, 2016); menor custo de financiamento da dívida e cláusulas contratuais com menos restritivas (Klock et al., 2005; Li et al., 2011), dentre outros. Todos esses resultados corroboram com o papel exercido pela governança na redução dos problemas de agência associados à formação de contratos de dívidas (Bakar et al., 2012).

Dada a relação de complementaridade entre a governança e *covenants* financeiros na limitação das ações discricionárias do gestor e na mitigação de conflitos de agência, a proposição prevista na hipótese 1 amplia as discussões da literatura ao analisar a relação entre a governança e cláusulas restritivas a partir de uma perspectiva *ex-post* à geração dos contratos, exercendo a governança papel influenciador da gestão dos *covenants* financeiros com vistas à não violação de cláusulas financeiras em contratos de dívida.

3 METODOLOGIA

3.1 Coleta de dados e amostra

Foi necessário desenvolver para variável explicada uma base própria por meio da coleta manual dos dados nas notas explicativas que foram baixadas no *site* da B³ e site das companhias que compõem a amostra, utilizando as palavras chaves “*covenants*”, “cláusulas”, “restritivas”, “convênios” e “índices” para identificação dos *covenants* na nota explicativa dos contratos de dívida bancária, conforme estudo desenvolvido por Duarte e Galdi (2018).

Para realização do estudo foram consideradas as companhias brasileiras não financeiras de capital aberto listadas na B³, abrangendo o período pós-IFRS de 2010 a 2018. O período pós-IFRS foi selecionado na medida em que o IFRS alterou o padrão de inclusão de *covenants* financeiros nos contratos de dívida (Beiruth *et al.*, 2017). A amostra final foi composta por 1.310 observações em painel desbalanceado para 206 empresas, conforme limpeza de dados apresentada na Tabela 1.

Tabela 1. Processo de seleção amostral

Ação realizada	Nº Obs.
Total de observações baixadas do Economatica	3.053
Retirada as observações onde não foram localizadas as notas explicativas	(533)
Retirada as observações em que as empresas não divulgaram voluntariamente se tinham ou não <i>covenants</i> financeiros	(601)
Retirada as observações com patrimônio líquido negativo	(297)
Retirada as observações em que as empresas não tinham <i>covenants</i> financeiros	(271)
Retirada as empresas que não possuíam dívidas bancárias no respectivo ano da observação	(21)
Retirada as observações sem dados do EBITDA	(20)
Amostra final	1.310

Fonte: elaborada pelos autores

Foram desconsideradas as observações em que as empresas não informaram nas notas explicativas se tinham ou não *covenants* financeiros, levando em consideração que as companhias brasileiras são obrigadas a divulgar essa informação quando ocorrer a violação do *covenant* financeiro conforme CPC 26 (R1). O Apêndice A apresenta, em detalhes por ano, o número de empresas que apresentam *covenants* e que violaram tais cláusulas, conforme informações constantes nas notas explicativas.

Para identificação dos níveis diferenciados de governança corporativa, foi considerada a classificação da B³ atualizada em 18 de junho de 2018 e utilizando a data de adesão no segmento para classificação das companhias nos respectivos níveis e anos, conforme Tabela 2.

Tabela 2. Quantidade de observações da amostra classificadas nos níveis de governança corporativa da B³

Classificação	Níveis B ³	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Não listadas e níveis não diferenciados	Não listadas	51	52	61	64	70	70	69	67	63	567
	Tradicional	7	6	6	6	7	7	7	6	6	58
	Bovespa Mais	0	0	1	1	1	1	1	1	1	7
Níveis diferenciados	Nível 1	12	12	14	15	15	14	15	15	15	127
	Nível 2	4	6	6	8	7	5	8	8	10	62
	Novo Mercado	40	48	53	56	57	57	54	62	62	489
Total de observações		114	124	141	150	157	154	154	159	157	1310

Fonte: elaborada pelos autores

3.2 Design empírico

Para testar a hipótese 1 de que as companhias listadas nos diferentes níveis de governança corporativa apresentam menor probabilidade de violar os *covenants* financeiros estabelecidos nos contratos de dívida, foi realizado inicialmente teste de média T Student para que fosse verificado se em média empresas listadas nos níveis diferenciados de governança da B3 (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) violam menos *covenants* financeiros que empresas não listadas em tais níveis. Em seguida, utilizou-se uma regressão logística com efeito fixo de ano (equação 1), a qual permite identificar se companhias listadas em níveis diferenciados de governança corporativa apresentam menor probabilidade de violarem os *covenants* financeiros. O efeito fixo de ano foi inserido para capturar choques que podem levar empresas a violarem cláusulas restritivas por questões de mercado que estão além de decisões gerenciais da firma. Conforme hipótese 1, espera-se que companhias listadas nos diferentes níveis de governança corporativa apresentam menor probabilidade de violar os *covenants* financeiros, ou seja, que o coeficiente β_1 apresente sinal negativo.

$$\text{Probabilidade (Violação}_{it} = 1/X) = 1/(1+e^{-z}) \quad (1)$$

com $Z = \beta_0 + \beta_1 \text{Níveis diferenciados de Governança Corporativa}_{it} + \sum_k \beta_k \text{Controles}_{it}^k + \varepsilon_{it}$,

e sendo as variáveis utilizadas descritas conforme a seguir:

Violação_{it}: variável *dummy* igual a 1 se a empresa *i* violou ao menos um *covenant* financeiro no período *t*, e 0 caso contrário;

Níveis diferenciados de Governança Corporativa_{it}: *dummy* que representa os níveis diferenciados de governança corporativa, assumindo valor 1 se a empresa *i* pertence a um dos níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado), e igual a 0 caso contrário.

Para que fosse possível controlar as heterogeneidades existentes entre as empresas da amostra, o modelo da equação 1 considera ainda o tamanho, o nível de gerenciamento de resultados, a alavancagem, a taxa de crescimento da receita líquida e a rentabilidade das empresas, conforme descrito na subseção a seguir.

3.3 Variáveis de controle

A variável *Tamanho* é mensurada por meio do logaritmo natural do ativo total das companhias. Espera-se que as empresas maiores influenciem na inclusão de *covenants* financeiros menos restritivos e apresentem menor probabilidade de violar os *covenants* financeiros (Freudenberg, Imbierowicz, Saunders & Steffen, 2011; Bakar *et al.*, 2012; Dahrawy, Ghany & Mohamed, 2015; Palhares *et al.*, 2019).

O *Gerenciamento de resultados* é calculado pelo modelo de Dechow, Sloan & Sweeney (1995) para mensuração do nível de *accruals* discricionários. Quando as companhias estão próximas de violar os *covenants* financeiros apresentam maior nível de gerenciamento de resultados (Iatridis & Kadorinis, 2009; Silva, 2008; Franz *et al.*, 2014; Duarte & Galdi, 2018).

A variável *Alavancagem* é calculada por meio da divisão do passivo oneroso pelo patrimônio líquido da empresa. Espera-se que as empresas com maiores níveis de alavancagem possuem *covenants* financeiros mais restritivos e apresentem maior probabilidade de violar os *covenants* financeiros (Freudenberg *et al.*, 2011; Bakar *et al.*, 2012; Dahrawy *et al.*, 2015; Palhares *et al.*, 2019).

A variável *Crescimento* é calculada pela variação da receita líquida. Espera-se que as companhias em crescimento apresentem *covenants* financeiros mais restritivos (Freudenberg *et al.*, 2011; Bakar *et al.*, 2012). Já a variável *rentabilidade* é calculada por meio da divisão do EBITDA pelo valor médio do ativo total. Espera-se que a rentabilidade influencie negativamente na quantidade e no nível de restrição do *covenant* financeiro (Shi & Sun, 2015; Emira & Amel, 2015). Todas as variáveis de controle seguem descritas e apresentadas na Tabela 3.

Tabela 3. Variáveis utilizadas no modelo

Variável	Sinal	Definição	Fonte dos dados
Explicada			
Violação		<i>Dummy</i> de violação, sendo 1 se violou pelo menos um <i>covenant</i> financeiro de contrato de dívida e 0 caso contrário.	Notas explicativas
Explicativa			
Níveis diferenciados de governança corporativa	(-)	<i>Dummy</i> de governança corporativa, sendo 1 se listadas nos níveis diferenciados da B ³ e 0 caso contrário.	B ³
Controle			
Tamanho	(-)	Logaritmo natural do ativo total	Economática
Gerenciamento de resultados	(-)	Nível de <i>accruals</i> discricionários mensurado pelo modelo de Dechow <i>et al.</i> (1995)	Economática
Alavancagem	(+)	Divisão do passivo oneroso pelo patrimônio líquido	Economática
Crescimento	(+)	Evolução do ativo total.	Economática
Rentabilidade	(-)	Divisão do EBITDA pelo valor médio do ativo total	Economática

Fonte: elaborada pelos autores

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva

A Tabela 4 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas no modelo logístico. É possível verificar pela estatística descritiva que a média de violação ficou em 0,1496, ou seja, aproximadamente 15% das observações da amostra violaram algum *covenant* financeiro no período de 2010 a 2018. Já a variável explicativa níveis diferenciados de governança corporativa ficou com média 0,5229, o que indica que 52% da amostra é composta por empresas listadas no Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado de governança corporativa da B³.

As companhias que compõem amostra apresentaram em média 15,41 do logaritmo do ativo total, -0,0009 de média de *accruals* discricionários, comprometeram em média 1,2 vezes do patrimônio líquido com passivo oneroso, reduziram suas vendas em média de 6,86% e apresentaram rentabilidade média de 12% ao ano. Tais valores estão condizentes com resultados apresentados em outros artigos que utilizam dados de empresas brasileiras no período analisado.

Tabela 4. Estatística descritiva

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Violação	0,1496	0,3568	0	1
Níveis diferenciados de governança corporativa	0,5229	0,4997	0	1
Tamanho	15,4173	1,3479	12,1141	19,1846
Gerenciamento de resultados	-0,0009	0,0933	-0,2633	0,3366
Alavancagem	1,2152	1,7589	0,0698	13,0236
Crescimento	-0,0686	0,1367	-0,5847	0,2296
Rentabilidade	0,1190	0,0960	-0,1331	0,4578

Fonte: elaborada pelos autores

4.2 Teste T Student

A Tabela 5 apresenta o resultado do teste de média paramétrico T Student. Inicialmente foi identificado por intermédio de um teste F de igualdade de variâncias que os grupos de empresas listadas e não listadas em níveis diferenciados da B³ possuem variâncias diferentes. Efetuando-se o teste t de diferença de médias com grupos com variâncias distintas, verificou-se que existe diferença significativa entre as médias de empresas não listadas e listadas nos níveis diferenciados da B³ de 0,0290. Tal resultado apresenta evidências iniciais de que as companhias não listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B³ em média violam por mais vezes *covenants* financeiros do que as companhias listadas nos níveis diferenciados.

Tabela 5. Teste T Student

Grupos	Violação dos <i>covenants</i> financeiros		
	N	Média	Desvio padrão
Não listadas nos níveis diferenciados	625	0,1648	0,3713
Listadas nos níveis diferenciados	685	0,1358	0,3428
Diferença		0,0290*	

Fonte: elaborada pelos autores

Nota: * 10%, ** 5% e *** 1% de significância.

Embora esse resultado suporte a hipótese 1 desta pesquisa, ele fica limitado à comparação das médias, não levando-se em conta a heterogeneidade existente entre as empresas dos próprios grupos considerados. Na próxima subseção apresentam-se os resultados do modelo logístico exposto conforme equação 1, o qual permite que tais diferenças sejam levadas em consideração.

4.3 Análise de regressão

A Tabela 6 apresenta os resultados do modelo logístico da pesquisa, tal como exposto na equação 1. Observa-se inicialmente que o modelo da pesquisa apresenta boa qualidade de estimação da probabilidade de violação de *covenants* financeiros, na medida em que não se rejeita a hipótese de qualidade de ajuste do teste de Hosmer-Lemeshow ($\text{prob} > \chi^2 = 0,5586$), que a área abaixo da curva ROC é igual a 0,73 e que 86% das observações foram classificadas de modo correto.

Os resultados presentes na Tabela 6 consideram todas as 1.310 observações da amostra e apontam que a hipótese da pesquisa não pode ser rejeitada a um nível de confiança de 95%. Ao se verificar sinal negativo e significativo para o coeficiente do β_1 , evidencia-se que empresas listadas no Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado apresentam menor probabilidade de violar os *covenants* financeiros estabelecidos nos contratos de dívida em comparação com as companhias não listadas nos respectivos níveis. Tal resultado corrobora com a evidência inicial apontada pelo teste T Student e suporta a hipótese da pesquisa de que companhias brasileiras listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B³ apresentam menor probabilidade de violarem os *covenants* financeiros estabelecidos nos contratos de dívida.

Tais resultados estão em linha com a literatura internacional e nacional, os quais apontam que empresas com maiores níveis de governança corporativa apresentam menor quantidade e folga nos limites dos *covenants* financeiros de contratos de dívida (Li *et al.*, 2011; Bakar *et al.*, 2012; Xi *et al.*, 2014; Dahrawy *et al.*, 2015; Konraht & Vicente, 2019; Palhares *et al.*, 2019).

Tabela 6. Resultados da regressão logística

Violação _{it}	Coefficiente	p-Valor
Níveis diferenciados de governança corporativa	-0,4364	0,014**
Tamanho	-0,0098	0,882
Gerenciamento de resultados	-2,5892	0,009***
Alavancagem	0,1902	0,000***
Crescimento	0,8970	0,249
Rentabilidade	-7,6638	0,000***
Constante	-0,8092	0,431
Efeito Fixo de Ano		Sim
Observações		1.310
R ²		0,1211
Teste de White		Prob > chi2 = 0,5586
Curva ROC		0,7306
Tabela de classificação		86,03%

Fonte: elaborada pelos autores

Nota: * 10%, ** 5% e *** 1% de significância.

A Tabela 7 apresenta os resultados do evento ocorrer, demonstrando por meio dos *odds ratio* que a chance de uma empresa listada no Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado de governança corporativa da B³ violar um *covenant* financeiro é 35,36% menor do que uma empresa não listada em tais níveis. Já analisando os resultados do efeito marginal, demonstra probabilidade de 12,70% para uma empresa violar um *covenant*, porém, se a empresa estiver listada nos níveis diferenciados de governança corporativa da B³ sua probabilidade de violar cai em média 0,0488 pontos percentuais.

Tabela 7. Chances de violar um *covenant* financeiro

Variáveis	Odds Ratio	p-Valor	Efeito Marginal	p-Valor
Níveis diferenciados de governança corporativa	0,6464	0,014**	-0,0489	0,030**
Tamanho	0,9903	0,882	-0,0011	0,887
Gerenciamento de resultados	0,0751	0,009***	-0,2870	0,574
Alavancagem	1,2095	0,000***	0,0211	0,562
Crescimento	2,4521	0,249	-0,0994	0,572
Rentabilidade	0,0005	0,000***	-0,8495	0,562
Probabilidade de violação do <i>covenant</i>			0,1270	

Fonte: elaborada pelos autores

Nota: * 10%, ** 5% e *** 1% de significância.

Por meio dos resultados das variáveis de controle, identificamos que as empresas com maior nível de gerenciamento de resultados apresentam menor probabilidade de violar os *covenants* financeiros, consistente com as evidências presentes em Iatridis e Kadorinis (2009), Silva (2008), Franz *et al.* (2014) e Duarte & Galdi (2018).

Tal resultado sugere que gestores possuem incentivos à efetuarem estratégias contábeis discricionárias quando estão próximos de violar os *covenants* financeiros e acrescentam ainda mais importância ao papel desempenhado pela governança corporativa de disciplinar ações discricionárias dos gestores com vistas à gestão dos indicadores inerentes às cláusulas restritivas. Consistente com tal ponto, verifica-se ainda que o nível de rentabilidade minimiza a probabilidade de violar os *covenants* financeiros (Shi & Sun, 2015; Emira & Amel, 2015).

Já as empresas com maior alavancagem e em crescimento apresentam maior probabilidade de violarem os *covenants* financeiros, resultados em linha com os achados de Freudenberg *et al.* (2011), Bakar *et al.* (2012) e Palhares *et al.* (2019), os quais evidenciaram que as empresas alavancadas e em crescimento apresentam maior quantidade de *covenants* financeiros e restrição elevada nos respectivos limites.

De forma geral, os resultados deste estudo seguem alinhados ao papel da governança corporativa de disciplinar ações dos gestores e mitigar problemas de agência. As contribuições deste estudo se estendem em uma perspectiva prática na medida que suportam e justificam a inclusão de cláusulas financeiras mais restritas em contratos de dívidas de empresas não listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B³. Na prática, tais níveis podem ser utilizados como subsídio adicional por credores na avaliação dos riscos contratuais e como fator que suporta e justifica a necessidade de inclusão de *covenants* financeiros nos contratos de dívida (Beiruth *et al.*, 2017).

Especificamente, em uma perspectiva acadêmica, os resultados suportam a utilização dos níveis diferenciados de governança corporativa da B³ como *proxy* para governança na medida em que sugerem que empresas listadas nos níveis diferenciados da B³ (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) possuem menor probabilidade de violação dos *covenants* financeiros. Tal ponto amplia os resultados constantes em Palhares *et al.* (2019), nos quais o tamanho do conselho de administração e a concentração de propriedade são fatores que influenciam na quantidade de *covenants* a serem inseridos durante o processo de confecção dos contratos de dívida.

Tais mecanismos de monitoramento, ao se relacionarem diretamente com as regras implementadas pela B³ referentes aos requisitos mínimos de entrada nos diferentes níveis de governança, evidenciam não só que a utilização dos níveis diferenciados de governança da B³ podem ser usados como *proxy* para governança corporativa em contextos de contratos de dívida, mas que a estrutura de governança dos níveis diferenciados da B³ é complementar aos *covenants* financeiros para além do processo de formação desses contratos. Isso porque os resultados indicam que tal estrutura auxilia na própria limitação de ações discricionárias dos gestores no que tange ao gerenciamento de índices contábeis em momentos *ex-post* à confecção dos contratos com vistas à não violação dessas cláusulas financeiras restritivas.

5 CONCLUSÃO

A pesquisa teve como objetivo analisar se as companhias brasileiras de capital aberto listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa apresentam menor probabilidade de violar os *covenants* financeiros estabelecidos nos contratos de dívidas. Os resultados da presente pesquisa evidenciam que as companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B³ apresentam menor probabilidade de violar os *covenants* financeiros estabelecidos nos contratos de dívidas do que as companhias não listadas nos respectivos níveis.

Tal resultado segue em linha com os achados da literatura internacional e nacional ao investigar a influência da adoção das boas práticas de governança corporativa na limitação de ações discricionárias dos gestores e na mitigação de conflitos de agência.

Especificamente, os resultados suportam a utilização dos níveis diferenciados de governança corporativa da B³ como *proxy* para governança corporativa em contextos em que existem conflitos de interesses entre as partes envolvidas, como é o caso de contratos de dívidas. Tal ponto indica que a estrutura de governança não só é complementar aos *covenants* financeiros durante processo de formação dos contratos e de mitigação dos conflitos de agência, mas também auxilia na própria limitação das ações discricionárias dos gestores no que tange ao gerenciamento de índices contábeis em momentos *ex-post* à confecção dos contratos com vistas à não violação de cláusulas financeiras restritivas.

Durante desenvolvimento da base de dados de *covenants* foi identificado que algumas companhias que apresentaram dívidas bancárias no balanço patrimonial não informaram se tinham ou não *covenants* financeiros, conforme CPC 26 (R1). Tal ponto, embora se configure em partes como limitação do alcance da base de dados da pesquisa, indica também um alerta para que as discussões acerca do detalhamento dos *covenants* estipulem mecanismos que permitam aos *stakeholders* terem maiores acessos não só às condições de violação, mas também às características constantes nas próprias cláusulas dos contratos de dívida. Para desenvolvimento de novas pesquisas, sugere-se analisar quais tipos de ações discricionárias específicas são limitadas pelo aumento do nível de governança em conformidade com os requisitos de cada nível da B³.

REFERÊNCIAS

Almeida, J. C. G., Scalzer, R. S., & Costa, F. M. (2008). Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(2), 118-131. DOI: <https://doi.org/10.11606/rco.v2i2.34709>

- Baioco, V., & Almeida, J. (2017). Efeitos do comitê de auditoria e do conselho fiscal na qualidade da informação contábil no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(4), 229-248. DOI: <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703250>
- Bakar, I. S. A., Mather, P., & Tanewski, G. (2012). Corporate Governance and Covenant Restrictiveness in Private Debt Contracts. *Working paper*. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2166616>
- Beiruth, A. X., Fávero, L. P. L., Murcia, F. D. R., Almeida, J. E. F., & Brugni, T. (2017). Structural changes in covenants through the adoption of IFRS in Brazil. *Accounting Forum*, 41, 147-160. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.accfor.2017.06.004>
- Beneish, D. M., & Press, E. (1993). Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt-Covenants. *The Accounting Review*, 68(2), 233-257.
- Brasil, Bolsa e Balcão – B3. (2020). *Segmentos de listagem*. Recuperado de: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/
- Borges, L. F. X. (1999). Covenants: Instrumentos de Garantia em Project Finance. *Revista do BNDES*, 5(9), 105-121.
- Bússola do Investidor. (2020). *Níveis de Governança Corporativa na Bovespa*. Recuperado de: <https://www.bussoladoinvestidor.com.br/niveis-governanca-corporativa-bovespa/>
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2014). Relação entre Governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. *Brazilian Business Review*, 11(1), 96-107. DOI: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2014.11.1.5>
- Christensen, H. B., & Nikolaev, V. V. (2012). Capital versus performance covenants in debt contracts. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 75-116. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00432.x>
- Chava, S., Fang, S., Kumar, S., & Prabhat, S. (2019). Debt Covenants and Corporate Governance. *Annual Review of Financial Economics*, 11, 197-219. DOI: <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110716-032511>
- Clemente, A., Antonelli, R. A., Scherer, L. M., & Mussi, S. C. A. P. (2014). O mercado brasileiro precifica a adesão e a migração aos níveis diferenciados de governança corporativa? *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 11(2), 140-152. DOI: <https://doi.org/10.4013/base.2014.112.04>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC 26 (R1). (2011). *Dispõe sobre Apresentação das Demonstrações Contábeis*. Brasília. 2011. Recuperado em 09 de julho, 2019, de http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/312_CPC_26_R1_rev%2013.pdf
- Costa, C. M., Matte, A. M., & Mont-Mor, D. S. (2018). Endividamento e decisões contábeis: a relação não linear entre dívida e qualidade dos lucros. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 12:e137077. DOI: <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2018.137077>
- Costello, A. M., & Moerman, R. W. (2011). The Impact of Financial Reporting Quality on Debt Contracting: Evidence from Internal Control Weakness Reports. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 97-136. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00388.x>
- Dahrawy, K. D. M., Ghany, M. M. A., & Mohamed, O. M. F. (2015). The effect of accounting information and corporate governance mechanisms on debt covenants- an applied study on firms listed in the Egyptian stock Market. Working Paper. *Global Conference on Business and Finance Proceeding*, 10(1), 59-68.
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Sarlo Neto, A., & Rezende, A. J. (2011). A influência da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa sobre a acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *V Congresso ANPCONT*, 1, 1-17.
- Dawson, G., Denford, J., Williams, C. K., Preston, D., & Desouza, K. C. (2016). An Examination of Effective IT Governance in the Public Sector Using the Legal View of Agency Theory. *Journal of Management Information Systems*, 33(4), 1180-1208. DOI: <https://doi.org/10.1080/07421222.2016.1267533>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Demerjian, P. R. (2017). Uncertainty and debt covenants. *Review of Accounting Studies*, 22(3), 1156-1197. DOI: <https://doi.org/10.1007/s1114>

- Demiroglu, C., & James, C. M. (2010). The Information Content of Bank Loan Covenants. *The Review of Financial Studies*, 23(10), 3700-3737. DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq054>
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International Corporate Governance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36. DOI: <https://doi.org/10.2307/4126762>
- Duarte, E. R., & Galdi, F. C. (2018). Gerenciamento de Resultados e Ruptura dos Covenants: um estudo empírico no Brasil. *XXI Seminário em Administração*, São Paulo, SP, Brasil.
- Emira, H., & Amel, B. (2015). The Determinants of Bond Covenants: The Case of US Firms. *Euro-Asian Journal of Economics and Finance*, 3(3), 139-157.
- Franz, D., Hassabelanby, R., & Lobo, G. J. (2014). Impact of proximity to debt covenant violation on earnings management. *Review Accounting Studies*, 19, 473-505. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9252-9>
- Freudenberg, F., Imbierowicz, B., Saunders, A., & Steffen, S. (2011). Covenant Violations, Loan Contracting, and Default Risk of Bank Borrowers. *Working paper*. NYU Working Paper No. 2451/31417. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=2284660>
- Funchal, B., & Mont-Mor, D. S. (2016). Corporate Governance and Credit Access in Brazil: The Sarbanes-Oxley Act as a Natural Experiment. *Corporate Governance: An International Review*, 24(5), 528-547. DOI: <https://doi.org/10.1111/corg.12151>
- Gondrige, E. O., Clemente, A., & Espej, M. M. S. B. (2012). Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. *Brazilian Business Review*, 9(3), 71-93. DOI: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2012.9.3.4>
- González, J. S., & García-Meca, E. (2014). Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets? *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419-440. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10551-103-1700-8>
- Iatridis, G., & Kadorinis, G. (2009). Earnings management and firm financial motives: A financial investigation of UK listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 18, 164-173. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2009.06.001>
- Inamura, Y. (2009). The determinants of accounting based covenants in public debt contracts. *Journal of International Business Research*, 8, 1-15.
- Ismail, R. H. (2014). The Determinants of Financial Covenants on Private Debt: The Case of Listed French Companies. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(15), 176-184.
- Klock, M. S., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2005). Does Corporate Governance Matter to Bondholders?. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(4), 693-719. DOI: <https://doi.org/10.1017/S0022109000001940>
- Konraht, J. M., & Vicente, E. F. R. (2019). Determinantes da utilização de covenants contábeis nas debêntures emitidas pelas empresas listadas na Bolsa Brasil Balcão. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 12(1), 101-119. DOI: <https://dx.doi.org/10.14392/asaa.2019120106>
- Li, S., Qiu, J., & Wan, C. (2011). Corporate Globalization and bank lending. *Journal of International Business Research*, 42(8), 1016-1042. DOI: <https://doi.org/10.1057/jibs.2011.29>
- Machado, M. R. R., & Gartner, I. V. (2018). The Cressey hypothesis (1953) and an investigation into the occurrence of corporate fraud: an empirical analysis conducted in Brazilian banking institutions. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(76), 60-81. DOI: <https://doi.org/10.1590/1808-057x201803270>
- Mapurunga, P. V. R., Ponte, V. M. R., & Oliveira, M. C. (2015). Determinantes das práticas de governança corporativa: Um estudo nas empresas registradas na CVM. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(3), 374-395. DOI: <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2015080306>
- Maranho, F. S., & Leal, R. (2018). Corporate governance and firm performance in Latin America: a meta-analysis. *Revista Latinoamericana de Administracion*, 31(1), 195-211. DOI: <https://doi.org/10.1108/ARLA-04-2017-0126>
- Minadeo, R. (2018). Corporate governance: concepts, situational analysis and reflections on the situations based on theoretical framework of L'Huillier (2014) and Martin, Santos, Dias Filho (2004). *Brazilian Journal of Development*, 4(3), 995-1019.

- Miglani, S., Ahmed, K., & Henry, D. (2015). Voluntary corporate governance structure and financial distress: evidence from Australia. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(1), 18–30. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2014.12.005>
- Moir, L., & Sudarsanam, S. (2007). Determinants of financial covenants and pricing of debt in private debt contracts: the UK evidence. *Accounting and Business Research*, 37(2), 151–166. DOI: <https://doi.org/10.1080/00014788.2007.9730066>
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2008). Impacto da Entrada nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre a Imagem Institucional das Empresas. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 19(2), 85-111.
- Nini, G., Smith, D. C., & Sufi, A. (2009). Creditor control rights and firm investment policy. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 400-420. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.04.008>
- Nisiyama, E. K., & Nakamura, W. T. (2018). Diversity of the board and capital structure. *Journal of Business Management*. 58(6), 551-563. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020180604>
- Nikolaev, V.V. (2010). Debt Covenants and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*, 48(1), 137-175. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2009.00359.x>
- Palhares, C. M. G., Carmo, C. H. S., Ferreira, M. P., & Ribeiro, A. M. (2019). Efeitos da concentração de propriedade e da estrutura do conselho de administração nos covenants de debêntures emitidas pelas empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 13:e158820. DOI: <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.ro.2019.158820>
- Press, E., & Weintrop, J. (1991). Financial Statement Disclosure of Accounting-Based Debt Covenants. *Accounting Horizons*. 5(1), 64-74.
- Prilmeier, R. (2017). Why do loans contain covenants? Evidence from lending relationships. *Journal of Financial Economics*, 123(3), 558-579. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.12.007>
- Robicheaux, S. H., Fun, X., & Ligon, J. A. (2007). Convertible Debt Use and Corporate Governance. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 46(3), 65-94.
- Rossoni, L., & Silva, G. L. M. (2013). Legitimidade, Governança Corporativa e Desempenho: Análise das empresas da BM&FBOVESPA. *Revista de Administração de Empresas*, 53(3), 272-289. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902013000300005>
- Silva, A. H. C. (2008). *Escolha de práticas contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da hipótese dos covenants contratuais*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo. Recuperado e 20 abril, 2019, de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-16012009-120147/pt-br.php>
- Silva, E. S., Kayo, E. K., & Nardi, R. Y. S. (2016). Governança corporativa e criação de valor em aquisições. *Revista de Gestão*, 23. 222-232. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.rege.2016.06.004>
- Silva, E. S., Santos, J. F., & Almeida, M. A. (2011). Conselho de Administração: uma análise da influência nos níveis de endividamento. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 13(41), 440-453.
- Shi, G., & Sun, J. (2015). Corporate Bond Covenants And Social Responsibility Investment. *Journal of Business Ethics*, 131(2), 285-303. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2272-y>
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-775.
- Sonza, I., & Kloeckner, G. (2014). Governança Corporativa Influência a Eficiência das Empresas Brasileiras? *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(65), 145-160. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000200005>
- Ulum, Z. K. A. B., Wafa, S. A. W. S. K., Karim, M. R. A., & Jamal, A. A. A. (2014). Corporate Governance Practices of Insurance Companies: Attributes and Accountability. *Journal of Corporate Governance*, 13(1), 47-57.
- Xi, L., Tuna, I., & Vasvari, F. P. (2014). Corporate Governance and covenants in debt contracts. Working Paper presented at *The American Accounting Association Conference*, San Francisco. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1988272>

Como citar este artigo

Oliveira, W. da C. de; & Monte-Mor, D. S. (2020). Níveis diferenciados de governança corporativa e a probabilidade de violação dos covenants financeiros. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 14:e168945. DOI: <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.ro.2020.168945>

Apêndice A - Pontos analisados durante coleta dos dados da variável dependente

Pontos	Número de observações									
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Divulgou se tinha ou não <i>covenants</i> nas notas explicativas	157	172	187	193	204	210	216	220	220	1.779
Não divulgou se tinha ou não <i>covenants</i> nas notas explicativas	86	73	64	65	59	64	63	58	69	601
Não localizadas as notas explicativas	23	28	25	24	28	20	22	26	15	211
Total de observações	266	273	276	282	291	294	301	304	304	2.591
Tinha <i>covenant</i> nas notas explicativas	143	154	167	171	180	186	191	197	200	1.589
Não tinha <i>covenant</i> nas notas explicativas	14	18	20	22	24	24	25	23	20	190
Total de observações	157	172	187	193	204	210	216	220	220	1.779
Tinha algum <i>covenant</i> financeiro nas notas explicativas	135	145	157	161	169	170	177	183	186	1.483
Só tinha <i>covenant</i> não financeiro nas notas explicativas	8	9	10	10	11	16	14	14	14	106
Total de observações	143	154	167	171	180	186	191	197	200	1.589
Violou algum <i>covenant</i> financeiro	15	19	25	24	31	40	32	34	31	251
Não violou nenhum <i>covenant</i> financeiro	120	126	132	137	138	130	145	149	155	1.232
Total de observações	135	145	157	161	169	170	177	183	186	1.483