

212

## Governança Corporativa e Restrições Contratuais em Debêntures

Mestre/MSc. André Luiz Martins [ORCID iD](#), Doutor/Ph.D. Edvan Soares de Oliveira [ORCID iD](#), Aluno Mestrado/MSc. Student Taylon Henrique Alves Simões [ORCID iD](#)

Fucape Business School, Vitória, ES, Brazil

**Mestre/MSc. André Luiz Martins**

[0000-0002-5342-1189](tel:0000-0002-5342-1189)

**Programa de Pós-Graduação/Course**

MESTRADO PROFISSIONAL EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ADMINISTRAÇÃO

**Doutor/Ph.D. Edvan Soares de Oliveira**

[0000-0002-0843-1556](tel:0000-0002-0843-1556)

**Programa de Pós-Graduação/Course**

Doutorado em Ciências Contábeis e Administração

**Aluno Mestrado/MSc. Student Taylon Henrique Alves Simões**

[0000-0001-6652-1405](tel:0000-0001-6652-1405)

**Programa de Pós-Graduação/Course**

MESTRADO PROFISSIONAL EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

### Resumo/Abstract

Face a importância da contratação de crédito por parte das firmas, este trabalho tem como objetivo estudar a influência do nível de governança corporativa na quantidade de covenants em debêntures e na emissão de debêntures, visto que esta relação possui resultados ambíguos na literatura. Busca-se preencher parte das lacunas da literatura ao se investigar como são utilizados os covenants no Brasil, país que possui um ambiente institucional de baixa proteção aos credores e baixo enforcement legal. Para o desenvolvimento do trabalho, foram coletados dados das empresas listadas na B<sup>3</sup> e de debêntures emitidas no período de 2018 a 2020 e as relações foram estimadas por meio de modelos estatísticos. Os resultados evidenciaram que o nível de governança corporativa da companhia não influencia a quantidade de covenants, o que se associa ao efeito ambíguo da governança nas restrições contratuais, por um lado, melhor governança diminui a necessidade de restrições, por outro, maior governança diminui a resistência na inserção de cláusulas que protejam o investidor. Com relação à influência da governança na emissão de debêntures, os resultados apontam influência positiva, o que evidencia que empresas com maiores níveis de governança tendem a captar mais recursos de terceiros via emissão de debêntures.

### Modalidade/Type

Artigo Científico / Scientific Paper

### Área Temática/Research Area

Tópicos Especiais de Contabilidade (TEC) / Special Topics in Accounting

## Governança Corporativa e Restrições Contratuais em Debêntures

### Resumo

Face a importância da contratação de crédito por parte das firmas, este trabalho tem como objetivo estudar a influência do nível de governança corporativa na quantidade de *covenants* em debêntures e na emissão de debêntures, visto que esta relação possui resultados ambíguos na literatura. Busca-se preencher parte das lacunas da literatura ao se investigar como são utilizados os *covenants* no Brasil, país que possui um ambiente institucional de baixa proteção aos credores e baixo *enforcement* legal. Para o desenvolvimento do trabalho, foram coletados dados das empresas listadas na B3 e de debêntures emitidas no período de 2018 a 2020 e as relações foram estimadas por meio de modelos estatísticos. Os resultados evidenciaram que o nível de governança corporativa da companhia não influencia a quantidade de *covenants*, o que se associa ao efeito ambíguo da governança nas restrições contratuais, por um lado, melhor governança diminui a necessidade de restrições, por outro, maior governança diminui a resistência na inserção de cláusulas que protejam o investidor. Com relação à influência da governança na emissão de debêntures, os resultados apontam influência positiva, o que evidencia que empresas com maiores níveis de governança tendem a captar mais recursos de terceiros via emissão de debêntures.

**Palavras-chave:** *Covenants*; Governança Corporativa; Dívida; Debênture.

### 1. Introdução

Os empréstimos comerciais e a emissão de títulos no mercado financeiro são as principais fontes de financiamento externo das companhias (Chava, Fang, Kumar & Prabhat, 2019). O processo de contratação de crédito pode ser resumido em dois momentos, o primeiro é a formalização do contrato de financiamento e o segundo, o retorno do capital emprestado (Konraht, 2017). Entre esses momentos, podem surgir problemas que comprometam a devolução do empréstimo pelo credor, que podem ser relacionados a eventos econômicos fora do controle da companhia ou até ao mau desempenho na gestão dos negócios, o que inviabilizaria o fornecimento de crédito pelos investidores (Demerjian, 2017).

Assim, para reduzir o risco dos credores e facilitar a captação de recursos junto ao mercado, os contratos de financiamento geralmente possuem cláusulas restritivas que devem ser observadas pela empresa tomadora (Konraht & Soares, 2020). Essas cláusulas, chamadas de *covenants*, tem como objetivo mitigar o conflito de interesse entre os credores e os acionistas, proteger os interesses dos credores e reduzir a incerteza de pagamento da dívida (Mansi, Qi, & Wald, 2020; Konraht & Soares, 2020; Shi & Sun, 2014; Demerjian, 2017; Chang & Ross, 2016).

A literatura tem levantado os determinantes de *covenants* nos contratos de dívida, e tem destacado a relação de conflitos entre acionistas e credores (Mansi *et al.*, 2020), ambiente de incerteza (Demerjian, 2017), complementação ao prêmio de risco (Konraht & Soares, 2020), instituições jurídicas do país (Hong, Hung & Zhang, 2016), investimento em Responsabilidade Social Corporativa (Shi & Sun, 2014), distorções dos relatórios contábeis (Pittman & Zhao, 2020) e governança corporativa (Palhares, do Carmo, Ferreira & Ribeiro, 2019).

Mansi, Qi e Wald (2020) procuraram verificar se os *covenants* são eficazes na redução de conflitos entre os acionistas e os credores e concluíram que as empresas com mais conflitos de agência são mais propensas a utilização de cláusulas restritivas. Já Demerjian (2017) atribui a utilização de *covenants* financeiros ao ambiente de incerteza do mutuário, concluindo que os



*covenants* podem ser utilizados na contratação de dívidas por falta de informação de eventos futuros, atuando como um mecanismo de defesa em um ambiente de risco.

Já para Konraht e Soares (2020) os *covenants* são utilizados, no mercado brasileiro, para complementar a taxa de risco, para substituir o risco e reduzir o custo da dívida. Segundo Hong, Hung e Zhang (2016), a utilização de *covenants* de dívida varia de acordo com as instituições jurídicas dos países e são mais prevalentes em naqueles cuja aplicação da lei é mais forte e direitos de credor mais fracos.

Shi e Sun (2014) examinaram o efeito da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) no número de *covenants* de títulos tendo como resultado uma associação negativa entre uma pontuação alta em RSC e a quantidade de *covenants* nos títulos. Já Pittman e Zhao (2020) estudaram a relação entre a restrição de *covenants*, as distorções de relatórios e contábeis e custos de auditoria e descobriram que a restrição de *covenants* está positivamente associada à probabilidade de distorção nas demonstrações financeiras. Palhares, do Carmo, Ferreira e Ribeiro (2019) concluíram que algumas características de governança corporativa, como a concentração de propriedade por parte do acionista controlador e tamanho do conselho de administração, são determinantes para definir a quantidade de *covenants* contábeis nas escrituras de debêntures.

Um importante fator, e que tem efeito ambíguo nos *covenants* é a governança corporativa. Uma boa estrutura de governança pode aumentar o engajamento da companhia para a proteção de credores, tornando a gestão menos resistente a utilização de *covenants* (Konraht, 2017; Palhares *et al.*, 2019), por outro lado, a governança pode atuar como um dispositivo substituto à utilização de *covenants* (Rajan, 1992; Fields, Fraser & Subrahmanyam, 2012; Palhares *et al.* 2019), contribuindo para a redução da percepção de riscos dos credores e diminuindo o incentivo para a inclusão de cláusulas restritivas no contrato de dívida. Além disso, companhias que possuem um nível maior em governança corporativa, tem menor assimetria informacional (Courteau *et al.*, 2017), melhor estrutura de controle interno (Heroux & Roussy, 2019) e maior garantia da prosperidade do negócio, o que as tornam mais propícias para emissão de debêntures (Bravo & Moreno, 2020),

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários tornou obrigatória a divulgação de características de governança corporativa das companhias a partir do ano de 2018 (Manzanares & Leal, 2021), o que possibilitou a mensuração detalhada do nível de governança corporativa das empresas do Brasil. Além disso, conforme abordado por Peixoto (2020), se tornou possível realizar um índice de governança corporativa focado no atendimento de itens de controle interno pelas companhias. A literatura que descreve a relação entre cláusulas restritivas e governança se utilizam apenas do nível de governança ao qual as empresas pertencem (nível 1, nível 2 e Novo mercado).

Dessa maneira, considerando a ambiguidade encontrada na literatura, e a possibilidade de mensuração de forma mais detalhada o nível de governança, percebe-se a necessidade de pesquisas que verifiquem o efeito da governança corporativa das companhias em relação as cláusulas restritivas dos contratos de dívida (Palhares *et al.*, 2019). Ademais, Taylor (2013) menciona a necessidade de buscar evidências sobre a utilização de *covenants* em países emergentes, como é o caso do Brasil, dado que possuem características de finanças corporativas, governança e práticas contábeis diferentes dos países desenvolvidos, nos quais foi realizada a maioria dos estudos sobre o assunto e também possui ambiente institucional de baixa proteção aos credores e baixo *enforcement legal* (Hong *et al.*, 2016).

Diante desse contexto, esta pesquisa tem como objetivo identificar a influência do nível de governança corporativa das companhias na utilização de *covenants* em contratos de



debêntures no Brasil e na emissão de debêntures pelas companhias. Um diferencial da pesquisa em relação à literatura é a utilização das características das companhias para se mensurar a governança corporativa, por meio da verificação do atendimento de todos os itens do Código de Governança Corporativa pelas companhias.

Para se alcançar os objetivos da pesquisa, foram utilizados os dados das empresas brasileiras que possuem capital aberto, entre 2018 e 2020 e estimados modelos econométricos Logit e Tobit. A variável dependente se trata do número de *covenants* e do fato da empresa ter ou não emitido debêntures e como variável independente, se tem o percentual de itens de governança atendidos pela empresa. Como estratégia metodológica adicional a métrica de governança foi dividida em duas, uma que leva em conta os fatores que se relacionam ao controle interno e uma com os fatores que não se relacionam ao controle interno.

Foram encontradas evidências que o nível de governança corporativa não influencia significativamente na quantidade de *covenants* em contratos de dívida. Esses achados reforçam a ambiguidade da relação entre governança e quantidade de *covenants*, empresas com melhores níveis de governança possuem uma necessidade menor de cláusulas restritivas, no entanto se empenham mais em proteger o investidor e assim há inventivo de inserir mais cláusulas. Além disso, foi evidenciado que companhias que possuem um nível de governança corporativa mais elevado emitem mais debêntures, o que está associado à uma menor assimetria de informação, advinda de um melhor controle interno.

No campo da literatura de países emergentes e com pouca proteção de crédito aos credores, essa pesquisa traz contribuições que complementam os estudos já realizados sobre o tema, principalmente no que se relaciona a utilização de um índice mais detalhado de governança corporativa. Como contribuição prática, o estudo contribui para a evidenciação da necessidade de melhoria das práticas de governança corporativa do Brasil, uma vez que é um fator determinante para a emissão de títulos para captação de recursos. Outrossim, contribui com *insights* para investidores e agentes de estruturação de dívidas em relação a importância da governança corporativa no mercado de capital brasileiro.

## 2. Referencial Teórico

### 2.1 Contratos de dívidas e *covenants*

Os contratos de dívidas são elaborados com cláusulas restritivas, *covenants*, com o objetivo de mitigar o conflito de agência entre os credores e os acionistas (Smith & Warner, 1979; Jensen & Meckling, 1976; Konraht & Soares, 2020; Mansi *et al.* 2020) e reduzir a incerteza de pagamento da dívida (Konraht & Soares, 2020; Demerjian, 2017; Chang & Ross, 2016). Essas cláusulas podem conter obrigações a serem realizadas pela empresa, restrições de atividades e condições econômicas ou financeiras que a empresa deve observar durante o período do contrato (Konraht & Soares, 2020).

Uma relação de agência pode ser definida como um contrato onde uma pessoa contrata outra para realizar determinado serviço em seu lugar, delegando autoridade para tomar decisões (Jensen & Meckling, 1976). Como os gestores são contratados para representar os donos da companhia, são incentivados a agir no interesse dos acionistas em detrimento aos interesses dos credores, gerando um conflito de agência (Smith & Warner, 1979). Na maioria das relações de agência, o principal e o agente irão incorrer em custos de monitoramento e vinculação, podendo ser pecuniários ou não, denominados de custos de agência (Jensen & Meckling, 1976).

As principais causas do surgimento de conflito de agência entre os credores e os acionistas são: política de pagamento de dividendos, política de contratação de novas dívidas e política de investimento, sendo que as primeiras são mais factíveis de monitorar que a última



(Smith & Warner, 1979). Mansi *et al.* (2020) sugeriram que empresas com mais conflitos de agência são mais propensas a utilização de cláusulas restritivas, enfatizando que a sua utilização é determinada pela compensação entre a perda de flexibilidade operacional e a combinação entre a redução do custo de financiamento e o aumento na capacidade de financiamento. Assim, a utilização de *covenants* contribui para reduzir o risco dos problemas de agência podendo ser manifestados após a contratação da dívida (Konraht & Soares, 2020).

Além do conflito de agência entre credores e acionistas, estudos anteriores documentaram outros determinantes de *covenants* inseridos nos contratos de dívida: ambiente de incerteza (Demerjian, 2017), complementação ao prêmio de risco (Konraht & Soares, 2020), instituições jurídicas do país (Hong *et al.*, 2016), investimento em Responsabilidade Social Corporativa (Shi & Sun, 2014), distorções dos relatórios contábeis (Pittman & Zhao, 2020), governança corporativa (Palhares *et al.*, 2019).

Para Demerjian (2017), a incerteza equivale a inaptidão do credor e tomador de estarem cientes de todas as informações importantes sobre o desempenho econômico do tomador após a captação do recurso. Uma forma de atenuar essa incerteza é a utilização de cláusulas restritivas contábeis (Konraht & Soares, 2020), podendo ser utilizadas como um mecanismo legal que assegura a viabilidade de repactuação da dívida, caso o desempenho da tomadora fique aquém de um nível considerado suficiente pelo credor (Demerjian, 2017). Em contrapartida, Pittman e Zhao (2020) sugerem que os *covenants* baseados em relatórios financeiros geram incentivos para os gerentes realizarem escolhas contábeis com a finalidade de impedir violações as cláusulas restritivas e evitar as suas consequências.

Hong *et al.* (2016), investigaram o uso de *covenants* de dívidas em todo mundo e a sua variação com as instituições jurídicas, descobrindo que são mais prevalentes em países com aplicação de lei mais forte e direitos de credor mais fracos, sendo que a instituição jurídica do Brasil é considerada com aplicação de lei e direitos de credor mais fracos. Já Shi e Sun (2014) concluíram que empresas empenhadas em investir em Responsabilidade Social Corporativa possuem menos *covenants* em seus contratos, pois fornecem mais informações de forma voluntária ao mercado, melhorando a sua reputação. Palhares *et al.* (2019) estudaram dois fatores de governança corporativa, concentração de propriedade por parte do acionista controlador e tamanho do conselho de administração, e a sua relação com a quantidade de *covenants* financeiros em contratos de debêntures e tiveram como resultado que empresas com mais predominância dos fatores estudados, em determinados setores, possuem menos *covenants* financeiros inseridos em seus contratos.

Além do mais, a literatura tem apontado características das companhias, conforme Santos *et al.* (2014); Peixoto (2020), (tamanho, auditoria, rentabilidade, setor, listagem internacional e alavancagem financeira) e características dos títulos, conforme Konraht (2017); Konraht e Soares (2020); Chang e Ross (2016), (montante, garantia, maturidade e *rating*) que podem influenciar nos *covenants* e na emissão de debêntures.

## 2.2 Governança corporativa

Uma sucessão de escândalos financeiros em todo o mundo e a crise financeira global de 2008 acentuaram as deficiências nos mecanismos de governança corporativa (Bravo & Moreno, 2020) e começaram a forçar as organizações a ampliar o foco na governança e *compliance* (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2018). Isto posto, uma onda de regulamentação de governança em todo o mundo se iniciou no ano 2000, com a publicação da Lei Sarbanes – Oxley dos Estados Unidos e seu análogo canadense, Bill 198, no ano de 2002, a Diretiva da Comissão Europeia 2006/46/CE em 2006, o Plano de Ação da EU em 2012 e o



Código de Governança Corporativa do Reino Unido em 2016 (Heroux & Roussy, 2019). No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários divulgou em 2017 a Instrução Normativa CVM 586/2017 na qual introduziu o primeiro Código de Governança Corporativa explicativo de obediência obrigatória (Manzanares & Leal, 2021).

Um Código de Governança Corporativa é uma forma de regulamento flexível que apresenta um conjunto de recomendações de governança abordando as relações entre os acionistas e a alta administração, o papel e a composição do conselho de administração e seus comitês, auditoria e divulgação de informações e a seleção, remuneração e destituição de conselheiros e diretores (Duh, 2017). O objetivo principal de um Código de Governança Corporativa é recomendar as melhores práticas de governança para reduzir conflitos de agência, protegendo os interesses dos acionistas e garantindo a prosperidade dos negócios (Bravo & Moreno, 2020).

Além disso, mecanismos de governança corporativa têm sido geralmente considerados uma solução para mitigar assimetrias de informação entre usuários e conflitos de agência, a fim de proteger os acionistas minoritários (Courteau, Di Pietra, Giudici & Melis, 2017). Quando se percebe que a companhia possui boas práticas de governança corporativa, há uma melhora das estruturas de controle interno dentro das organizações, aumento da responsabilidade da administração e a supervisão das atividades financeiras e de negócios e impacto na cultura organizacional (Heroux & Roussy, 2019).

Izquierdo, Garcia-Blandon e Baum (2020) estudaram a relação entre o atendimento das companhias espanholas ao Código de Governança Corporativa e o seu desempenho e apontaram que para fortalecer a confiança do investidor na companhia, os agentes reguladores devem ser mais ativos em punir as más explicações fornecidas pelas companhias e devem garantir que os relatórios de governança corporativa não sejam apenas um exercício mecânico de preenchimento. Já Ullah, Ahmad, Akbar, Kodwani e Frecknall-Hughes (2020) examinaram o impacto das regulamentações e práticas de governança corporativa no Reino Unido e Alemanha em relação ao desempenho das empresas nos dois países e desenvolveram um índice de “cumprir ou explicar” que capta o nível de governança corporativa e a qualidade de explicações das companhias. Segundo Bravo e Moreno (2020), o principal objetivo do *compliance* com a Governança Corporativa é fortalecer o controle interno e maximizar os interesses dos acionistas, o que implica a salvaguarda da prosperidade do negócio.

No Brasil, a partir da publicação da Instrução Normativa (IN) 586/2017 pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), foi possível mensurar o nível de governança das companhias comparando com o Código de Governança Corporativa do Brasil, conforme realizado por estudos anteriores em outros países (Izquierdo, Garcia-Blandon & Baum., 2020; Ullah *et al.* 2020). A IN 586/2017 definiu parâmetros de governança corporativa visando identificar os mecanismos e procedimentos internos adotados pelas companhias. (Peixoto, 2020). A edição dessa instrução normativa introduziu o primeiro Código de Governança Corporativa explicativo de obediência obrigatória para as companhias de capital aberto do Brasil com a abordagem “aplique ou explique”, determinando a necessidade das companhias de divulgar o seu *compliance* em relação ao Código de Governança Corporativa e, caso não atendessem algum item, informasse uma justificativa. (Manzanares & Leal, 2021).

À vista disso, se tornou possível a mensuração do nível de governança corporativa de cada companhia em relação as regras dispostas na IN 586/2017, tornando viável a criação de um índice de governança corporativa para as companhias brasileiras. Ainda, conforme realizado por Peixoto (2020), existe a possibilidade de se criar um índice no qual mesure a política de controles internos, ligando esta característica a um ambiente corporativo confiável e



transparente, o que seriam diferenciais da companhia (Peixoto, 2020; Santos, Ponte & Mapurunga, 2014).

Sob uma perspectiva, uma boa estrutura de governança corporativa da empresa tomadora do crédito pode aumentar o comprometimento da gestão para a proteção de credores, utilizando os *covenants* como elementos complementares a governança, tornando a gestão menos resistente a utilização de *covenants* (Konraht, 2017; Palhares *et al.*, 2019). Em outro ponto de vista, a governança pode atuar como um mecanismo substituto à utilização de cláusulas restritivas (Rajan, 1992, Fields *et al.*, 2012; Palhares *et al.*, 2019), contribuindo para a redução da percepção de riscos dos credores e diminuindo o incentivo para a inclusão de cláusulas restritivas no contrato de dívida. Dessa forma, em relação ao efeito da governança corporativa na quantidade de *covenants* de contratos de dívidas, espera-se que os efeitos evidenciados pela literatura se anulem, e assim define-se a primeira hipótese da pesquisa:

**H1:** A Governança Corporativa não afeta a quantidade de *covenants* nos contratos de debêntures.

No mesmo contexto, considerando que os empréstimos comerciais e a emissão de títulos no mercado financeiro são as principais fontes de financiamento externo das companhias e que os contratos normalmente possuem uma variedade de cláusulas que visam a restrição de atividades ou a exigência de cumprimento de obrigações da companhia tomadora (Chava *et al.*, 2019), busca-se estudar a influência do nível de governança corporativa na emissão de debêntures.

Nesse sentido, espera-se que companhias que possuam um nível maior em governança corporativa, ou seja, com menos assimetria de informação entre os usuários (Courteau *et al.*, 2017), melhor estrutura de controle interno (Heroux & Roussy, 2019) e maior salvaguarda da prosperidade do negócio (Bravo & Moreno, 2020), tenham mais tendência para emissão de debêntures, conforme a hipótese abaixo:

**H2:** Empresas com maior nível de Governança Corporativa possuem mais contratos de debêntures.

### 3. Metodologia da Pesquisa

#### 3.1 Seleção da amostra e tratamento de dados

Esta pesquisa tem como objetivo estudar a influência do nível de governança corporativa na quantidade de *covenants* e na emissão de debêntures das companhias brasileiras. Para avaliar estas relações foram utilizados dados secundários relativos às empresas brasileiras de capital aberto na Bolsa de Valores de São Paulo (B<sup>3</sup>), extraídos da base de dados Economatica e da CVM, bem como dados de debêntures extraídos da base da Anbima e das escrituras de debêntures.

A pesquisa é descritiva quanto aos objetivos, uma vez que descreve as evidências para explicar as hipóteses apresentadas e quantitativa com relação à forma de abordagem, já que o estudo dos dados se dá por meio de análise estatística, em que o modelo econométrico testa as hipóteses levantadas na pesquisa. O estudo possui corte longitudinal, pois os dados coletados contemplam vários períodos. A caracterização da metodologia de pesquisa encontra-se em linha com as definições defendidas por Sampieri, Collado e Lúcio (2013).

A amostra utilizada nesta pesquisa é composta pelas empresas não financeira de capital aberto entre os anos de 2018 e 2020. Foram selecionadas apenas companhias de capital aberto da B<sup>3</sup> devido a disponibilidade de suas informações. A utilização de debêntures, em detrimento aos empréstimos e financiamentos e demais títulos de dívidas emitidos pelas companhias, se deve ao fato de que as escrituras das debêntures são informações públicas, o que possibilita o

acesso detalhado das características dos títulos e dos *covenants* inseridos nas escrituras.

O corte temporal a partir do ano de 2018 se justifica pela divulgação do Informe de Governança Corporativa pelas companhias de capital aberto se tornar obrigatório a partir desse ano, conforme preconizado pela IN 586/2017. Esta regra possibilitou a mensuração de forma detalhada do nível de atendimento das companhias com o código de governança corporativa vigente no Brasil. A utilização do Brasil como amostra se deve às características do país, que está classificado como país emergente e possui um ambiente institucional de baixa proteção aos credores e baixo *enforcement* legal, características que carecem de maiores estudos em relação a utilização de *covenants* (Hong *et al.*, 2016, Taylor, 2013).

Conforme realizado por Konraht (2017), para a operacionalização do modelo econométrico, as debêntures foram reunidas pelo seu ano de emissão. Quando foi identificada mais de uma debênture emitida por uma mesma companhia, foi selecionada apenas a primeira emissão do ano. Este critério foi utilizado por garantir uma aleatoriedade na seleção das debêntures, sem embasar o critério de seleção em uma característica da dívida.

Após a coleta dos dados relativos às empresas brasileiras de capital aberto na B3 (tamanho, auditoria, rentabilidade, setor, listagem internacional e alavancagem financeira) e das debêntures emitidas pelas empresas no período estudado (montante, garantia, maturidade e *rating*), foi realizada a winsorização a 1% em cada cauda, com o objetivo de minimizar possíveis vieses advindos da existência de *outliers* e evitar distorções nos resultados.

### 3.2 Variáveis

#### 3.2.1 Variáveis Dependentes

- $cov_{it}$ : A quantidade de *covenants* em contrato de dívidas é a primeira variável dependente. Foram consideradas como *covenants* as cláusulas restritivas afirmativas (obrigam a empresa a executar determinadas atividades), negativas (estabelecem restrições a atividades das empresas) e contábeis (estabelecem condições econômicas ou financeiras que a empresa deve observar e são baseadas em números contábeis), conforme classificação de Nini, Smith e Sufi (2012).
- $deb_{it}$ : A emissão de debêntures é a segunda variável dependente. A variável é representada por uma *dummy*, que assume o valor 1 se a companhia emitiu debênture no período estudado e 0 em caso contrário. Nos casos em que a companhia tenha emitido mais de uma debênture no mesmo ano, foi considerada a que foi emitida primeiro.

A coleta de dados em relação a debêntures e quantidade de *covenants* foi realizada de forma manual por meio da leitura das escrituras das debêntures e consulta ao banco de dados da ANBIMA.

#### 3.2.2 Variáveis Independentes

- $igov_{it}$ : Métrica para mensuração do nível de governança da empresa, que mede especificamente, o atendimento aos itens correspondentes às características de governança corporativa. O critério de identificação e a medição utilizados para chegar ao resultado é semelhante ao modelo de pesquisa utilizado por Izquierdo *et al.* (2019) que avaliaram o nível de atendimento das companhias espanholas por meio da verificação de um conjunto de dados que contém resposta às recomendações de governança dos informes anuais de governança corporativa.

A variável foi medida por uma nota de 0 a 1, identificando os itens de evidências de atendimento a governança corporativa, por meio do *checklist* com o Informe de Governança Corporativa emitido anualmente pelas empresas de capital aberto, conforme itens da Instrução

Normativa 586/2017 da CVM. A cada item de evidenciação foi atribuída nota 1 para o caso de atendimento e 0 nos demais casos. O Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas é composto por 54 itens, no qual a companhia informa se atende ou não a cada recomendação e ainda pode inserir alguma explicação que julgar necessária. Por fim, a variável se dá pela proporção de itens atendidos, assim como evidenciado na equação 1.

$$igov_{it} = \frac{\textitens atendidos}{54} \quad (1)$$

- $ici_{it}$ : A variável mede o atendimento aos itens correspondentes as características de governança corporativa relacionados ao Controle interno da Companhia, que totalizam 8 critérios dentre os 54. De forma similar é calculada a proporção de itens que foram atendidos, assim como evidenciado na equação 2.

$$ici_{it} = \frac{\textitens de controle interno atendidos}{8} \quad (2)$$

- $isci_{it}$ : A variável mede o atendimento aos itens que não se relacionam ao controle interno das companhias, que é composto por 46 critérios. Aqui também foi calculada a proporção de itens atendidos, assim como evidenciado na equação 3.

$$isci_{it} = \frac{\textitens fora do controle interno atendidos}{46} \quad (3)$$

Todas as medidas têm como objetivo detectar o nível de governança corporativa nas empresas por meio de identificação do atendimento de itens do Código de Governança Corporativa, conforme já realizado por estudos em outros países (Izquierdo *et al.*, 2019; Ullah *et al.*, 2020).

### 3.3.3 Variáveis de Controle

- $size_{it}$ : A variável mede o tamanho da empresa e é calculada pelo logaritmo natural do Ativo Total da empresa anual.
- $bigfour_{it}$ : A variável de controle tem o objetivo identificar se uma das quatro grandes empresas de auditoria do mercado foram contratadas para auditar a empresa. A variável assume valor 1 caso a resposta seja positiva e 0 em caso contrário. A
- $roe_{it}$ : A variável de controle evidencia a rentabilidade sobre o patrimônio líquido da companhia.
- $int_{it}$ : A variável de controle Listagem Internacional tem como objetivo identificar se a empresa realizou a emissão de *American Depositary Receipts* (ADR) e assume o valor 1 se tiver emitido ADR e 0, caso contrário.
- $alav_{it}$ : A variável de controle Alavancagem Financeira é mensurada pela razão entre a dívida e o ativo total.
- $mont_{it}$ : A variável Montante da dívida é mensurada pelo logaritmo natural do valor total da debênture emitida.
- $gar_{it}$ : A variável de controle Garantia Real assume valor 1 se a empresa oferecer garantia real e 0, caso contrário.
- $mat_{it}$ : A variável de controle Maturidade refere-se ao prazo pactuado da dívida e é mensurada pelo número de meses do título.
- $rat_{it}$ : A variável de controle *rating* corresponde a nota de crédito de cada debênture

emitida por uma agência de crédito, cujos valores variam de 1 até 20, sendo 1 a melhor nota e 20 a pior.

### 3.3 Testes estatísticos e modelos econométricos

Para se alcançar os objetivos da pesquisa, inicialmente foram estimados os modelos representados pelas equações 4 e 5.

$$cov_{it} = \beta_0 + \beta_1 igov_{it} + \sum_j \beta_j controle_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$cov_{it} = \beta_0 + \beta_1 ici_{it} + \beta_2 isci_{it} + \sum_j \beta_j controle_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Os modelos possuem como variáveis dependentes o número de restrições contratuais, o que faz com que haja limitação na variável dependente, uma vez que essa não pode assumir valores negativos, além de concentração no valor 0. Assim, estima-se os modelos a partir de um Tobit. Este método se apresenta como o mais adequado para as observações do estudo, conforme Tobin (1958). Como técnica adicional, estima-se os modelos por mínimos quadrados ordinários para comparação de resultados.

Na equação 4, o coeficiente  $\beta_1$  mede o efeito da governança no número de cláusulas, o que permite avaliar a primeira hipótese da pesquisa, H1. Espera-se que tal coeficiente seja não significativo, uma vez que há expectativa de ausência de efeito, uma vez que há contradições na literatura quanto ao efeito. Os coeficientes  $\beta_1$  e  $\beta_2$ , na equação 5, representam o efeito do atendimento dos itens que se relacionam ao controle interno e daqueles que não são relacionados a eles, respectivamente. A segunda especificação funciona como um teste de robustez, uma vez que permite verificar se a ausência de relação da governança com o número de restrições contratuais persiste mesmo com a quebra da governança nesses fatores.

Para avaliação da segunda hipótese da pesquisa, H2, são estimados os modelos de regressão definidos pelas equações 6 e 7.

$$deb_{it} = \beta_0 + \beta_1 igov_{it} + \sum_j \beta_j controle_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$deb_{it} = \beta_0 + \beta_1 ici_{it} + \beta_2 isci_{it} + \sum_j \beta_j controle_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Os modelos descritos pelas equações 6 e 7 permitem a verificação da H2, que afirma que empresas com maiores níveis de governança são mais propensas a emitir debentures. Os modelos são estimados por regressão logística, tendo em vista que a variável dependente se trata de uma *dummy*. Este método é considerado como o mais adequado para as observações do estudo, pois incorpora as observações individuais ao longo da série temporal, permitindo o controle das variações entre indivíduos (corte transversal) e ao longo do tempo (corte longitudinal) (Fávero, 2013).

Na equação 6, o coeficiente  $\beta_1$  revela o efeito da governança na probabilidade de se emitir debentures, o que permite verificar a validade da segunda hipótese. Assim, espera-se que tal coeficiente seja positivo. Os coeficientes  $\beta_1$  e  $\beta_2$  na equação 7 verificam o efeito do atendimento dos itens de controle interno e daqueles que não são relacionados a ele, respectivamente. Novamente, a segunda especificação funciona como um teste de robustez, uma vez que permite verificar qual das partes da governança está associada de forma mais intensa a emissão de debentures.

#### 4. Análise de Resultados

A Tabela 1, a seguir, apresenta as estatísticas descritivas das variáveis definidas para os modelos, que representam 391 empresas analisadas no período entre 2018 e 2020:

**Tabela 1**  
Estatística Descritiva

Variáveis	Obs	Média	SD	Min	IQ	Med.	3Q	Max
<i>deb</i>	690	0,1492	0,3566	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	1,0000
<i>cov</i>	690	3,4391	8,6213	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	31,000
<i>igov</i>	690	0,5288	0,2158	0,0909	0,3556	0,5578	0,6939	0,9387
<i>ici</i>	690	0,5297	0,3281	0,0000	0,2857	0,5714	0,8571	1,0000
<i>isci</i>	690	0,5287	0,20745	0,1053	0,3750	0,5526	0,6750	0,9500
<i>size</i>	690	14,694	2,5952	4,0073	13,403	15,029	16,382	18,654
<i>bigfour</i>	690	0,5231	0,4998	0,0000	0,0000	1,0000	1,0000	1,0000
<i>roe</i>	690	-0,2201	4,9134	-108,20	0,0003	0,0992	0,2028	23,131
<i>int</i>	690	0,0855	0,2798	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	1,0000
<i>alav</i>	690	0,3886	1,6485	0,0000	0,0990	0,2592	0,4142	32,875
<i>mon</i>	690	2,9817	7,0894	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	20,818
<i>gar</i>	690	0,0058	0,0760	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	1,0000
<i>mat</i>	690	0,3232	0,8126	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	3,2467
<i>rat</i>	690	2,4942	6,3504	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	20,000

A tabela apresenta as principais estatísticas descritivas (total de observações, média, desvio padrão, mínimo, primeiro quadrante, média, terceiro quadrante, máximo) das principais variáveis do estudo. Foi realizada a *winsorização* ao nível de 1,0% em cada extremidade da distribuição da amostra. *deb* é uma variável binária que assume valor 1 quando há emissão de debêntures e 0 nos demais casos; *cov* representa a quantidade de *covenants* em um contrato de debênture; *igov* é a escala que varia de 0 a 1 em relação percentual de itens atendidos do informe de governança corporativa; *ici* é a escala que varia de 0 a 1 em relação à proporção de itens de controle interno que são atendidos do informe de governança corporativa, *isci* é a escala que varia de 0 a 1 em relação ao percentual de itens não associados a controle interno que são atendidos do informe de governança corporativa; *size* é o logaritmo natural do ativo total da empresa; *bigfour* é a variável binária que assume valor 1 caso a empresa tenha sido auditada por uma *bigfour* e valor 0 nos demais casos; *roe* é a rentabilidade sobre o patrimônio líquido; *int* é a variável binária que assume valor 1 caso a empresa tenha emitido um BDR e valor 0 nos demais casos; *alav* é a alavancagem da empresa = dívida/ativo total; *mon* é o logaritmo natural do valor total da emissão das debêntures; *gar* é a variável binária que assume valor 1 se a debênture apresenta garantia real e 0 caso contrário; *mat* é o prazo de vencimento do título em meses; *rat* é a nota de *rating* de cada debênture, cujos valores variam de 1 até 20, sendo 1 a melhor nota e 20 a pior.

Fonte: Elaborada pelos autores

Os resultados apresentados mostram que, em média, 15% das empresas emitiram debêntures no período estudado. Observou-se também que, em média, houve a inclusão de 24 *covenants* por contrato para as empresas que emitiram debêntures no período estudado, sendo consideradas todas as cláusulas restritivas que têm como consequência de seu descumprimento a liquidação antecipada da dívida. Também é possível observar que todas as debêntures emitidas possuem *covenants*, ou seja, é um mecanismo imprescindível para a proteção dos credores e para viabilizar a captação de recursos, entretanto, a sua quantidade varia de acordo com as características da companhia e do título.

Com relação ao nível de atendimento das companhias ao código de governança corporativa do Brasil, observou-se que há um atendimento em torno de 53%, considerando as três formas de governança mensuradas neste estudo: todos os itens de governança corporativa, apenas os itens de governança corporativa relacionados a política de controle interno e os demais itens que não são relacionados a política de controle interno. No entanto, pode-se observar que essa variável é volátil, já que há empresas que atendem a 100% dos itens de governança e outras que não atendem a nenhum item.

No que tange as variáveis de controle relacionadas às características das companhias, verificou-se que aproximadamente 52% das companhias são auditadas por uma das quatro maiores empresas de auditoria e que em torno de 9% emitiram ADR no período estudado. Em relação as variáveis de controle relacionadas às características dos contratos de debênture, verificou-se que menos de 1% dos contratos possuem garantia real e que o prazo médio de cada contrato gira em torno de 32 meses.

A Tabela 2, a seguir, evidencia os resultados da Correlação de *Pearson* entre as variáveis utilizadas.

**Tabela 2**

Matriz de Correlações de *Pearson*

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
<i>cov</i> (1)	1,00									
<i>igov</i> (2)	0,21**	1,00								
<i>ici</i> (3)	0,23*	0,84**	1,00							
<i>isci</i> (4)	0,19*	0,98*	0,75*	1,00						
<i>roe</i> (5)	0,02	0,02	0,00	0,02	1,00					
<i>alav</i> (6)	-0,00	-0,09***	-0,09*	-0,08*	-0,01	1,00				
<i>size</i> (7)	0,25***	0,62*	0,51*	0,61*	0,07*	-0,08*	1,00			
<i>rat</i> (8)	0,87*	0,22*	0,24*	0,20***	0,03	-0,01	0,28***	1,00		
<i>mat</i> (9)	0,89***	0,22**	0,25**	0,20***	0,03	-0,01	0,26*	0,89*	1,00	
<i>mon</i> (10)	0,94*	0,24***	0,26*	0,22*	0,03	-0,01	0,28***	0,93*	0,94***	1,00

*cov* representa a quantidade de *covenants* em um contrato de debênture; *igov* é a escala que varia de 0 a 1 em relação percentual de itens atendidos do informe de governança corporativa; *ici* é a escala que varia de 0 a 1 em relação à proporção de itens de controle interno que são atendidos do informe de governança corporativa, *isci* é a escala que varia de 0 a 1 em relação ao percentual de itens não associados a controle interno que são atendidos do informe de governança corporativa; *size* é o logaritmo natural do ativo total da empresa; *roe* é a rentabilidade sobre o patrimônio líquido; *int* é a variável binária que assume valor 1 caso a empresa tenha emitido um BDR e valor 0 nos demais casos; *alav* é a alavancagem da empresa= dívida/ativo total; *mon* é o logaritmo natural do valor total da emissão das debêntures; *mat* é o prazo de vencimento do título em meses; *rat* é a nota de *rating* de cada debênture, cujos valores variam de 1 até 20, sendo 1 a melhor nota e 20 a pior.

Correlações marcadas com um asterisco (\*) são significativas com 10% de significância, as marcadas com dois asteriscos (\*\*) são estatisticamente significativas com 5% de significância e as marcadas com três asteriscos (\*\*\*) são significativas a 1% de significância

Fonte: Elaborado pelos autores

Com base nos resultados apresentados na Tabela 2, pôde-se observar uma correlação positiva entre a quantidade de *covenants* e os níveis de governança corporativa. Esse resultado pode ser explicado pela parte da literatura que considera que o nível de governança corporativa atua diminuindo a resistência de inclusão de cláusulas restritivas (Konraht, 2017; Palhares *et al.*, 2019).

Também foi possível verificar que a variável quantidade de *covenants* apresentou correlação positiva com as variáveis de controle rentabilidade, tamanho, *rating*, maturidade e montante. Importante salientar que o aumento dessas últimas variáveis enseja num aumento da exposição de risco do título, o que justificaria a maior quantidade de cláusulas restritivas incluídas. Já em relação as variáveis setor e alavancagem, observou-se correlação desprezível negativa.

Observou-se que as variáveis que medem o nível de governança da companhia possuem correlação positiva com as variáveis rentabilidade, tamanho, *rating*, maturidade e montante. Em relação as características das empresas, espera-se que empresas maiores e mais rentáveis divulguem mais informações ao mercado e tenham um gerenciamento de risco mais eficaz, o que poderia implicar num nível maior de governança corporativa. Em relação as características

dos títulos, um aumento de *rating*, maturidade e montante são considerados como aumento de exposição de risco e que companhias com maior nível de governança corporativa possuem um melhor gerenciamento de risco.

Para detectar se há problemas de multicolinearidade, analisou-se a matriz de correlação de Pearson das variáveis e foi realizado o teste *Variance Inflation Factor* (VIF). Apesar de as correlações entre as variáveis de controle e explicativas dos modelos, o VIF sugere não haver problemas entre as variáveis.

A Tabela 3, a seguir, apresenta os resultados das estimações dos modelos de regressão:

**Tabela 3**

Estimação – Modelos de Regressão

Variável	Tobit – efeito marginal		Mínimos quadrados		Logit - Efeito Marginal	
	cov		cov		deb	
<i>igov</i>	-0,2061		-3,1804		0,2145**	
<i>ici</i>		0,0887		3,3541		0,1876***
<i>isci</i>		-0,3567		-6,7483		-0,0213
<i>gar</i>	5,0787***	5,0762***	0,4443	0,3791		
<i>bigfour</i>	0,1424	0,1463	-1,0056	-1,1527	0,0489	0,0549
<i>int</i>	-0,5156	-0,5212	-0,7626	-1,2581	-0,0660	-0,0672
<i>rat</i>	-0,0457	-0,0461	-0,0944	-0,1048		
<i>roe</i>	0,0007	0,0009	-1,7219	-2,2537	0,0033	0,0032
<i>alav</i>	0,0073	0,0081	1,9491	2,1796	0,0145	0,0154
<i>size</i>	-0,0273	-0,0254	-0,7811	-0,7572	0,0648***	0,0631***
<i>mat</i>	-0,0775	-0,0790	0,3852	0,2447		
<i>mon</i>	1,1816***	1,1817***	-1,5473***	-1,5648***		
<i>p-value</i>	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
<i>Pseudo R<sup>2</sup>/ R<sup>2</sup></i>	31,37%	31,37%	32,45%	32,76%	26,42%	27,51%
<i>VIF médio</i>	3,99	3,96	3,99	3,96	1,26	1,55
<i>Obs.</i>	690	690	690	690	690	690

As colunas 1 e 3 apresentam a estimativa do modelo descrito pela equação 4 por Tobit e por mínimos quadrados, respectivamente. As colunas 2 e 4 apresentam a estimativa do modelo descrito pela equação 5 por Tobit e por mínimos quadrados, respectivamente. A coluna 5 apresenta a estimativa do modelo descrito pela equação 6 e a coluna 6 a estimativa do modelo descrito pela equação 7, ambos por Logit. *deb* é uma variável binária que assume valor 1 quando há emissão de debêntures e 0 nos demais casos; *cov* representa a quantidade de *covenants* em um contrato de debênture; *igov* é a escala que varia de 0 a 1 em relação percentual de itens atendidos do informe de governança corporativa; *ici* é a escala que varia de 0 a 1 em relação à proporção de itens de controle interno que são atendidos do informe de governança corporativa, *isci* é a escala que varia de 0 a 1 em relação ao percentual de itens não associados a controle interno que são atendidos do informe de governança corporativa; *size* é o logaritmo natural do ativo total da empresa; *bigfour* é a variável binária que assume valor 1 caso a empresa tenha sido auditada por uma *bigfour* e valor 0 nos demais casos; *roe* é a rentabilidade sobre o patrimônio líquido; *int* é a variável binária que assume valor 1 caso a empresa tenha emitido um BDR e valor 0 nos demais casos; *alav* é a alavancagem da empresa= dívida/ativo total; *mon* é o logaritmo natural do valor total da emissão das debêntures; *gar* é a variável binária que assume valor 1 se a debênture apresenta garantia real e 0 caso contrário; *mat* é o prazo de vencimento do título em meses; *rat* é a nota de *rating* de cada debênture, cujos valores variam de 1 até 20, sendo 1 a melhor nota e 20 a pior.

Efeitos marginais marcados com um asterisco (\*) são significativos com 10% de significância, efeitos marginais marcados com dois asteriscos (\*\*) são significativos com 5% de significância e efeitos marginais marcados com três asteriscos (\*\*\*) são significativos com 1% de significância.

Fonte: elaborado pelo autor.

Os resultados da regressão Tobit apresentados na Tabela revelam um coeficiente estimado negativo para mensurar o efeito da governança geral na quantidade de *covenants*, no entanto esse efeito não é estatisticamente significativo. Tal achado indica que, em média, o índice de governança não exerce impacto no número de *covenants* estabelecidos.

Um resultado parecido é encontrado quando analisado o efeito separado para itens de



controle interno, que apresenta efeito negativo nos itens de controle interno, e positivo nos itens de governança corporativa sem o controle interno. Esses coeficientes não se mostram estatisticamente significativos, evidenciando que nenhum dos dois tipos de governança atuam como determinantes dos *covenants*.

Conjuntamente, os achados sustentam a primeira hipótese da pesquisa (H1), que afirma que o nível de governança corporativa não influencia a quantidade de *covenants* em contratos de debêntures. Este resultado pode ser explicado considerando que o nível de governança corporativa aumenta o comprometimento da companhia com a proteção de credores (Konraht, 2017; Palhares *et al.*, 2019) e, por outro lado, atua como um dispositivo que substitui a inclusão de cláusulas restritivas nos contratos (Rajan, 1992; Fields *et al.*, 2012; Palhares *et al.*, 2019). Desse modo, se em alguns aspectos o nível de governança torna a companhia menos resistente na utilização de *covenants* e em outros mais resistente, observa-se que a soma desses fatores resulta em uma anulação de efeitos, assim como esperado. Assim, os achados dessa pesquisa contrariam tanto uma parte da literatura que espera efeitos positivos, quanto a outra, que espera efeitos negativos da governança nos *covenants*.

Além do mais, os resultados também revelam que as variáveis de controle explicativas garantia e montante são estatisticamente significantes, com 1% de significância, e impactam positivamente a variável de interesse quantidade de *covenants*. Ou seja, quanto maior o valor da debênture mais *covenants*, e o mesmo ocorre quando há garantias. Em relação ao montante, implica-se que quanto maior o valor das debêntures emitidas mais *covenants* são incluídos nos contratos, o que pode ser explicado pelo raciocínio de que quanto maior o valor da dívida contratada, maior é o potencial prejuízo dos credores em caso de inadimplência (Konraht, 2017), o que estimularia a inclusão de *covenants* nos contratos.

Os resultados da estimação do modelo Logit revelam que as variáveis explicativas que medem o nível de governança da companhia, *igov* e *ici*, foram estatisticamente significantes, com 5% e 1% de significância, respectivamente, e impactaram de forma positiva a variável dependente, emissão de debêntures, o que indica que empresas com maior nível de Governança Corporativa possuem mais contratos de debêntures, confirmando a segunda hipótese dessa pesquisa (H2).

Esse resultado pode ser explicado visto que empresas com maiores níveis de governança corporativa possuem menores níveis de assimetria de informação entre os usuários (Courteau *et al.*, 2017), possuem uma melhor estrutura de controle interno (Heroux & Roussy, 2019) e implicam na salvaguarda da prosperidade do negócio (Bravo & Moreno, 2020), diminuindo a percepção de risco dos credores. Nesse contexto, pode-se evidenciar que empresas com maiores níveis de governança tendem captar mais recursos de terceiros via emissão de debentures.

Ao analisar as variáveis individualmente, observa-se que a variável governança corporativa que mede todos os itens do informe de governança corporativa e a variável governança corporativa de controles internos, que mede apenas 8 itens do informe que possuem relação com as políticas de controles internos da companhia, apresentam resultados significantes com a emissão de debêntures, ao contrário da variável que mede os itens de governança corporativa que não tem relação com controle interno. Sendo assim, é possível afirmar que os itens de governança corporativa correspondentes a controle interno são mais relevantes na emissão de debêntures do que os demais itens, ou seja, itens que se relacionam ao gerenciamento de riscos da companhia.

Em relação às variáveis de controle, os resultados revelam que o tamanho da empresa afeta a emissão de debentures. Esse resultado é estatisticamente significativo com 1% de significância. O resultado encontrado corrobora com os argumentos de Palhares *et al.* (2019)



de que empresas de maior porte possuem uma menor expectativa de risco devido a uma maior estabilidade financeira e de Peixoto (2020) de que quanto maior a empresa maior o gerenciamento de riscos.

De modo geral, apesar da governança corporativa não influenciar significativamente a quantidade de *covenants* em contratos de debêntures, ela influencia positivamente a emissão de debêntures, demonstrando que quanto maior o nível de governança corporativa da companhia maior a tendência de realizar a captação de recursos de terceiros, que é a principal fonte de financiamento externo das companhias (Chava *et al.*, 2019).

## 5. Considerações Finais

O presente estudo analisou a influência do nível de governança corporativa na quantidade de *covenants* e na emissão de debêntures, especificamente, que o nível de governança corporativa da companhia não afeta a quantidade de *covenants* em debêntures, entretanto, afeta positivamente a emissão de debêntures. A motivação para a realização dessa pesquisa foi centrada na busca por uma melhor compreensão acerca da utilização de *covenants* em um país emergente e com um ambiente de baixa proteção dos credores.

Os resultados dos testes realizados mostraram que o nível de governança corporativa não afeta significativamente a quantidade de *covenants* em debêntures emitidas por empresas de capital aberto na B<sup>3</sup>. Este resultado corrobora com a ambiguidade existente sobre a relação estudada, na qual alguns autores defendem que o efeito da governança corporativa na quantidade de *covenants* é positiva, pois aumenta o comprometimento da companhia com a proteção de credores tornando-a menos resistente na utilização de *covenants*, e outros autores defendem que é negativa, pois a governança corporativa pode atuar como um dispositivo que substitui a utilização de *covenants* tornando a companhia mais resistente na sua inclusão. Os resultados também mostraram que o nível de governança corporativa afeta positivamente a emissão de debêntures pelas companhias e que o tamanho da companhia também afeta positivamente a variável.

Assim sendo, apesar da governança corporativa não influenciar significativamente a quantidade de *covenants* em contratos de debêntures, ela é primordial para as companhias que pretendem realizar captação de recursos de fontes externas, pois quanto maior o nível de governança corporativa da companhia maior a tendência de realizar a emissão de títulos de dívida.

Estes resultados contribuem para o estudo da utilização de *covenants* em países emergentes e de pouca proteção ao credor, lugares que carecem de maiores estudos sobre o tema. No campo da literatura nacional, essa pesquisa traz novas contribuições que complementam os estudos já realizados sobre o tema, principalmente, aqueles voltados ao mercado brasileiro.

Como contribuição prática, o estudo contribui para a exposição da necessidade de melhoria das práticas de governança corporativa do Brasil, visto que é um fator determinante para a emissão de títulos para captação de recursos. Além disso, contribui com *insights* para investidores e agentes de estruturação de dívidas em relação à importância da governança corporativa no mercado de capital brasileiro.

A pesquisa está limitada pelo período de estudo, a partir do ano de 2018, período em que as companhias foram obrigadas a publicar o Informe de Governança Corporativa, conforme Instrução Normativa 586/2017 da CVM. Além disso, os dados estão limitados a empresas de capital aberto e as debêntures, considerando a publicidade de seus dados.

Em relação a futuras pesquisas, sugere-se estudar a utilização de *covenants* nos demais

contratos de crédito além das debêntures, se houver uma base de dados disponível. Além do mais, pode-se estudar qual o comportamento da utilização de *covenants* antes e após o começo da divulgação de informações de governança corporativa pelas companhias.

### Referências

- Bradley, M., & Roberts, M. R. (2015). The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants. *Quarterly Journal of Finance*, 5(2)
- Bravo, F., & Moreno, E. (2020). Does *Compliance* with Corporate Governance Codes Help to Mitigate Financial Distress. *International Business and Finance*. doi: 10.1016/j.ribaf.2020.101344
- Chang, S. T., & Ross, D. (2016). Debt covenants and credit spread valuation: The special case of Chinese global bonds. *Global Finance Journal*. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.gfj.2016.05.004>.
- Chava, S., Fang, S., Kumar, P., & Prabhat, S. (2019) . Debt Covenants and Corporate Governance. *Annual Review of Financial Economics*, 11, 197–219.
- Courteau, L., Di Pietra, R., Giudici, P., and Melis, A. (2017): The role and effect of controlling shareholders in corporate governance. *Journal of Management & Governance*, 21(3), 561-572. <https://doi.org/10.1007/s10997-016-9365-1>
- Demerjian, P. R. (2017). Uncertainty and debt *covenantcovenants*. *Springer Science Business Media New York*. <https://doi.org/10.1007/s11142-017-9409-z>.
- Duh, M. (2017). Corporate Governance Codes and their role in improving corporate governance practice. *Corporate Governance and Strategic Decision Making*. <https://doi.org/10.5772/intechopen.69707>
- Fávero, L. P. L. (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *BBR Brazilian Business Review*, 10(1), 131–156.
- Fields, L. P., Fraser, D. R., & Subrahmanyam, A. (2012). Board Quality and the Cost of Debt Capital: The Case of Bank Loans. *Journal of Banking & Finance*, 36(5), 1536-1547. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.12.016>
- Heroux, S., & Roussy, M. (2019). Three cases of *compliance* with governance regulation: an organizational learning perspective. *Journal of Management and Governance*. <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09468-y>
- Hong, H. A., Hung, M., & Zhang, J. (2016) The Use of Debt Covenants Worldwide: Institutional Determinants and Implications on Financial Reporting. *Contemporary Accounting Research*, 33(2), 644–681. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12169>.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2018). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 5. ed. São Paulo.
- Izquierdo, N. M. E., Garcia-Blandon, J., & Baum, C. F. (2020) Evaluating the impact of *compliance* with governance recommendations on firm performance: The case of Spain. *International Journal of Finances & Economics*. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1987>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Konraht, J. M., & Soares, R. O. (2020). O duplo papel dos *covenants* contábeis na captação de dívida no Brasil. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22(1), 183-199.
- Konraht, J. M. (2017). Determinantes da Utilização dos *Covenants* Contábeis nas Debêntures Emitidas pelas Empresas Listadas na Bm&Fbovespa. Tese de Mestrado. (Mestrado em



- Contabilidade). Universidade Federal de Santa Catarina.
- Maia, H. A., Formigoni, H., & da Silva, A. A. (2012). Empresas de Auditoria e o Compliance com o Nível de Evidenciação Obrigatório Durante o Processo de Convergência às Normas Internacionais de Contabilidade no Brasil. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 14(44). <http://dx.doi.org/10.7819/rbgn.v14i44.1047>.
- Mansi, S. A., Qi, Y., & Wald, J. K. (2020). Bond covenants, bankruptcy risk, and the cost of debt. *Journal of Corporate Finance*.
- Manzanares, M. D. & Leal, R. P. C. (2021) The First Year of Mandatory Comply-or-Explain in Brazil. *Latin American Business Review*, 22(1), 1-32. <https://doi.org/10.1080/10978526.2020.1749844>
- Nini, G., Smith, D. C., & Sufi, A. (2012). Creditor control rights, corporate governance, and firm value. *Review of Financial Studies*, 25(6), 1713–1761.
- Nisiyama, E. K., & Nakamura, W. T. (2018). Diversidade do conselho de Administração e a estrutura de capital. *Revista de Administração de Empresas*, 58(6), 551-563. <http://dx.doi.org/10.1590/s0034-759020180604>.
- Palhares, C. M. G., do 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.
- Peixoto, D.O.M (2020). *Diversidade de Gênero no Conselho de Administração e a Política de Compliance*. Tese de Mestrado (Mestrado em Ciências Contábeis). Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino.
- Pittman, J., & Zhao, Y. (2020). Debt Covenant Restriction, Financial Misreporting, and Auditor Monitoring. *Contemporary Accounting Research*. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12579>.
- Rajan, R. G. (1992). Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and h's-Eenght Debt. *The Journal of Finance*, 47(4).
- Sampieri, R. H., Collado, C. F., & Lúcio, P. B. (2013). *Metodologia de pesquisa*. 5. ed. São Paulo: McGraw Hill.
- Santos, E. S., Ponte, V. M. R., & Mapurunga, P. V. R. (2014). Adoção obrigatória do IFRS no Brasil (2010): índice de conformidade das empresas com a divulgação requerida e alguns fatores explicativos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(65), 161-176. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000200006>
- Shi, G., & Sun, J. (2014) Corporate Bond *Covenants* and Social Responsibility Investment. *Springer Science Business Media Dordrecht*. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2272-y>
- Smith, C. W.; & Warner, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond *covenantcovenants*. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117-161.
- Taylor, P. (2013). What do we know about the role of financial reporting in debt contracting and debt covenants? *Accounting and Business Research*, 43(4), 386-417. doi: 10.1080/00014788.2013.798551
- Tobin, J. (1958). Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables. *Source Econometria*, 26(1), 24-36.
- Ullah, S., Ahmad, S.; Akbar, S., Kodwani, D., & Frecknall-Hughes, J. (2020). Governance disclosure quality and Market valuation of firms in UK and Germany. *International Journal of Finances & Economics*. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2053>