

A Influência do Ciclo de Vida Organizacional na Violação de *Covenants* Financeiros

Willams da Conceição de Oliveira¹ 

Danilo Soares Monte-Mor² 

Resumo

Objetivo – Investigar como os estágios do ciclo de vida organizacional influenciam a probabilidade de violação dos *covenants* financeiros.

Referencial teórico – Empresas em diferentes estágios do ciclo de vida organizacional têm diferentes incentivos para se posicionar em termos de lucratividade, investimento, distribuição de dividendos, crescimento de vendas, endividamento, planejamento estratégico, divulgação de informações e qualidade dos lucros, bem como aqueles fatores que estão diretamente relacionados à inclusão e violação de *covenants* financeiros nos contratos de dívida.

Metodologia – Foram utilizadas 1.328 observações de 197 empresas brasileiras não financeiras listadas na B3 no período de 2010 a 2018. Os dados contábeis foram coletados do banco de dados Economatica e as informações sobre *covenants* financeiros foram obtidas por meio da análise de mais de 2.400 notas explicativas societárias. Regressões logísticas foram usadas para analisar os resultados com os dados organizados por ano.

Resultados – Os resultados demonstram que as empresas maduras são menos propensas a violar um limite estipulado por um *covenant* financeiro em um contrato de dívida do que empresas em outros estágios, ou seja, os estágios de introdução, crescimento, turbulência ou declínio.

Implicações práticas e sociais da pesquisa – Em termos regulatórios, os resultados apresentados reforçam a necessidade de revisão do CPC 26 (R1), tornando obrigatória a publicação dos limites de *covenants* nas notas explicativas societárias.

Contribuições – Esses resultados complementam a literatura ao apresentar evidências de que não são apenas as fases de turbulência e declínio que apresentam riscos operacionais que podem culminar em aumento da probabilidade de violação de *covenants* financeiros, e que as fases inicial e de crescimento também apresentam riscos.

Palavras-chave: *Covenants* financeiros, estágios do ciclo de vida organizacional, violação de *covenants*.

1. Universidade Federal da Paraíba, Departamento de Finanças e Contabilidade, João Pessoa, PB, Brasil

2. Fucape Business School, Departamento de Contabilidade e Administração, Vitória, ES, Brasil

Como citar:

Oliveira, W. C., & Monte-Mor, D. S. (2022). A influência do ciclo de vida organizacional na violação de *covenants* financeiros. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 24(4), p.708-722. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v24i4.4204>

Recebimento:

26/jul/2021

Aprovação:

07/out/2022

Editor responsável:

Prof. João Maurício Boaventura

Revisores:

Luciano Scherer; O outro revisor não quis divulgar seu nome.

Processo de avaliação:

Double Blind Review

Esse artigo possui dados abertos



Revista Brasileira de Gestão de Negócios

<https://doi.org/10.7819/rbgn.v24i4.4204>

I Introdução

Covenants são cláusulas restritivas inseridas nos contratos de empréstimos e financiamentos bancários que visam proteger as instituições financeiras e outros credores (Oliveira et al., 2020; Watts & Zimmerman, 1990). A inserção dessas cláusulas está associada à necessidade de monitoramento e controle de indicadores que forneçam informações relevantes sobre as empresas durante o processo de negociação e durante a vigência dos contratos financeiros (Demerjian, 2017; Prilmeier, 2017). Nesse contexto, *covenants* específicos baseados em indicadores financeiros podem atuar como mecanismo disciplinar e controlar conflitos de interesse entre gestores e credores na medida em que limitam as ações discricionárias dos gestores (Oliveira & Monte-Mor, 2020) e minimizam a probabilidade de inadimplência e os riscos de recuperação de crédito (Prilmeier, 2017).

A violação dos *covenants* financeiros ocorre em muitos casos devido a problemas operacionais (Beneish & Press, 1993) e de governança (Nini et al., 2009) enfrentados pelas empresas ou mesmo a estratégias de crescimento que colocam a solvência da empresa e a capacidade de pagar seus financiamentos em risco (Christensen & Nikolaev, 2012; Prilmeier, 2017). A literatura indica que esses problemas também estão relacionados aos estágios do ciclo de vida organizacional (Introdução, Crescimento, Maturidade, Turbulência e Declínio) na medida em que cada estágio submete as empresas a diferentes desafios e necessidades de mercado que estão atrelados a investimentos estruturais, processos de verticalização, aquisições, expansão de mercado e geográfica, diversificação e consolidação das estratégias corporativas, entre uma série de outros pontos inerentes a cada uma das fases do ciclo de vida organizacional (Costa et al., 2015).

Portanto, os *covenants* financeiros, além de apresentarem as informações de desempenho econômico-financeiro dessas empresas, também podem limitar ações vinculadas a estratégias de risco associadas a cada uma das fases do ciclo de vida organizacional. Nesse caso, as ações estratégicas e o nível de exposição ao risco em cada fase do ciclo de vida organizacional podem fornecer informações que explicam não apenas as decisões dos bancos sobre a concessão de linhas de crédito (Anthony & Ramesh, 1992; Dickinson, 2011), mas também a probabilidade de as empresas violarem esses *covenants* durante a vigência desses contratos de dívida. Buscando esclarecer essas relações, este artigo investigará a forma como os estágios do ciclo de vida organizacional influenciam a probabilidade de violação de *covenants* financeiros e, mais especificamente, se a probabilidade de violação de *covenants* financeiros está relacionada aos estágios do ciclo de vida organizacional.

Este estudo abordará simultaneamente dois temas relevantes para a literatura internacional que interferem

diretamente na captação de recursos e na continuidade das empresas (De Angelo et al., 2006; Dickinson, 2011; Kim et al., 2010). Exemplos disso incluem o fato de que empresas maduras tendem a reestruturar seus ativos e empresas em crescimento tendem a simplificar seu quadro funcional quando sofrem dificuldades financeiras (Koh et al., 2015). Essas mesmas características foram encontradas em empresas que violam os limites de seus *covenants* financeiros (Falato & Liang, 2016). De modo geral, verificou-se que as empresas apresentam características financeiras, necessidades e estratégias distintas durante cada etapa do ciclo de vida organizacional, o que pode afetar seu desempenho (Feltham & Ohlson, 1995) e pode comprometer sua capacidade de cumprir os limites impostos por *covenants* financeiros.

Este estudo engloba estudos brasileiros, como Frezatti et al. (2010) e Costa et al. (2015), que demonstram que as empresas brasileiras também apresentam características financeiras distintas durante as diferentes fases do ciclo de vida, que já foram examinadas em estudos internacionais (Anthony & Ramesh, 1992; De Angelo et al., 2006; Dickinson, 2011; Fama & French, 1996; Miller & Friesen, 1984). De forma complementar, este estudo analisa as relações entre as fases do ciclo de vida com os indicadores presentes nesses contratos de dívida ao investigar a relação entre o ciclo de vida organizacional e a probabilidade de violação de *covenants* financeiros.

Este estudo é baseado em 1.328 observações de 197 empresas não financeiras brasileiras de capital aberto listadas na B3, abrangendo o período de 2010 a 2018. Os dados contábeis e os indicadores financeiros foram obtidos no banco de dados Economatica. As informações sobre os *covenants* financeiros foram obtidas por meio da análise das notas explicativas societárias, de acordo com as diretrizes do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2011) - CPC 26 (R1), conforme as quais as empresas devem divulgar informações adicionais sobre suas posições financeira e patrimonial para facilitar o entendimento dos impactos das operações e dos contratos de dívida (Oliveira et al., 2020).

Foi realizada uma análise de regressão logística para identificar se a probabilidade de violação de *covenants* financeiros está relacionada aos estágios do ciclo de vida organizacional. A regressão utilizou um painel não balanceado com efeitos fixos do exercício. Em geral, os resultados demonstram que as empresas no estágio de maturidade são menos propensas a violar os *covenants* financeiros do que as empresas nos estágios de introdução, crescimento, turbulência e declínio. Esses resultados ampliam a literatura ao apresentar evidências de que não são apenas as empresas nas fases de turbulência e declínio que apresentam riscos operacionais que podem culminar no aumento da probabilidade de violação dos *covenants* financeiros, mas também as empresas nas fases de introdução e crescimento.

Na medida em que as violações de *covenants* podem comprometer a continuidade operacional das empresas, desencadeando a aceleração do prazo de quitação da dívida (Borges, 1999; Prilmeier, 2017), possibilitando a exigência de novas garantias (Press & Weintrop, 1991) ou mesmo um aumento das taxas de juros dos empréstimos e uma remodelação do contrato de dívida (Kim et al., 2010), elas são um alerta para monitorar essas cláusulas principalmente nas empresas nas fases de introdução e crescimento, já que nessas fases os erros estratégicos podem ser cruciais e comprometer a continuidade operacional dessas empresas. Em termos regulatórios, os resultados apresentados reforçam a necessidade de revisão do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2011) - CPC 26 (R1), que tornará obrigatória a publicação de cláusulas restritivas nas notas explicativas societárias.

2 Análise da literatura

2.1 *Covenants* financeiros

O *covenant* financeiro é uma cláusula restritiva financeira incluída nos contratos de dívida bancária para controlar conflitos de interesses entre credores e devedores, estando sua inserção associada à necessidade de informações relevantes sobre o tomador durante o processo de captação de recursos (Christensen & Nikolaev, 2012; Demerjian, 2017; Prilmeier, 2017).

Os *covenants* financeiros são geralmente classificados como *covenants* de capital quando são utilizados para minimizar problemas de agência ao limitar o pagamento de dividendos, novas captações e a realização de investimentos, ou são classificados como *covenants* de desempenho quando são baseados em indicadores de eficiência, que estão relacionados ao fluxo de caixa potencial, dívida bancária e a cobertura e a capacidade de fazer pagamentos (Beneish & Press, 1993; Christensen & Nikolaev, 2012; Nini et al., 2009; Prilmeier, 2017; Smith & Warner, 1979).

Estudos demonstram que as empresas que apresentam mais prejuízo e níveis elevados de alavancagem estão mais sujeitas a *covenants* financeiros em seus contratos de dívida (Bradley & Roberts, 2015; Nikolaev, 2010). Por outro lado, as empresas que apresentam fragilidades em termos de controles internos estão menos sujeitas a *covenants* baseados em índices financeiros e são mais monitoradas por meio de mecanismos de proteção ao crédito (Costello & Wittenberg-Moerman, 2011). Do ponto de vista contábil, empresas altamente conservadoras em sua contabilidade tendem a ter cláusulas contratuais menos restritivas e taxas de juros mais baixas para seus

empréstimos em comparação com empresas que possuem um baixo nível de conservadorismo em sua contabilidade, o que poderia minimizar a probabilidade de violação de *covenants* financeiros (Callen et al., 2016; Zhang, 2008).

Quando as empresas estão próximas de violar os limites de seus *covenants*, apresentam indicações de gestão de resultados para mitigar a probabilidade de violação. Essas ações discricionárias ocorrem para impedir o adiantamento do vencimento da dívida e taxas de juros mais altas em uma possível renegociação da dívida (Beneish & Press, 1993; Fan et al., 2019; Franz et al., 2014; Iatridis & Kadorinis, 2009; Pinto et al., 2015; Press & Weintrop, 1991; Prilmeier, 2017; Reisel, 2014; Rezende Duarte et al., 2020; Silva, 2008).

Juntos, todos esses pontos indicam que a presença de *covenants* financeiros está diretamente associada às expectativas de desempenho futuro de uma empresa e, portanto, vinculada às fases do ciclo de vida organizacional. Ghosh e Moon (2010), por exemplo, demonstraram uma associação positiva entre os níveis de endividamento e a qualidade dos lucros, identificando que as empresas com altos níveis de endividamento tendem a ter maior probabilidade de violar os limites dos *covenants* da dívida financeira. Essas também são exatamente as empresas que apresentam maiores níveis médios de alavancagem durante as fases de crescimento, turbulência e declínio (Costa et al., 2015).

Além dos incentivos gerenciais e operacionais, estudos como os de Lin et al. (2016) demonstram que a boa reputação de um CEO influencia a captação de recursos com juros baixos e a inclusão de *covenants* financeiros menos restritivos. Isso porque a exposição ao risco passa a ser mitigada pela qualidade da governança corporativa. Esse ponto também está diretamente associado à literatura sobre os estágios do ciclo de vida organizacional, que demonstra que as empresas em estágio de maturidade adotam as melhores práticas de governança corporativa (Habib et al., 2018; Hasan & Habib, 2017; O'Connor & Byrne, 2015).

Com base na sinergia entre esses resultados, espera-se que as empresas em estágio de maturidade tendam a minimizar a probabilidade de violação de *covenants* financeiros por meio da qualidade de sua governança corporativa ou da maior previsibilidade de desempenho futuro. O próximo tópico discutirá pontos mais específicos sobre essa relação.

2.2 Estágios do ciclo de vida organizacional e a violação de *covenants* financeiros

Estudos internacionais, incluindo Miller e Friesen (1984), Anthony e Ramesh (1992), Fama e French (1996), De Angelo et al. (2006) e Dickinson (2011), demonstraram a relação entre os estágios do ciclo de vida organizacional e uma série de fatores operacionais e estratégicos, como política

de distribuição de dividendos, lucratividade, crescimento de vendas, estrutura de capital etc. Destaca-se o estudo de Dickinson (2011), que utiliza uma proxy baseada em variáveis contábeis extraída da demonstração do fluxo de caixa (DFC) para mensurar os estágios do ciclo de vida organizacional. As possíveis combinações foram identificadas por meio dos sinais dos fluxos de caixa operacional, de investimento e de financiamento para classificar as empresas em seus estágios: introdução e crescimento (estágios iniciais das empresas); o estágio de maturidade; e os estágios de turbulência e declínio (considerados os estágios finais do ciclo de vida).

Dentro desses diferentes estágios, as empresas empregam estratégias distintas. Na fase de maturidade, as empresas apresentam um planejamento estratégico com foco no aumento da lucratividade do investimento por meio do crescimento das vendas e da diminuição dos custos (Alves & Marques, 2007; Black, 1998; Jenkins et al., 2004). Já as empresas que estão nos estágios de introdução e crescimento focam no aumento das vendas sem necessariamente priorizar sua lucratividade, o que influencia diretamente o planejamento financeiro e a gestão dos contratos de dívida (Alves & Marques, 2007; Black, 1998; Canton et al., 2019; Frezatti et al., 2010; Jenkins et al., 2004).

Corroborando essa evidência, outros estudos mostram que, durante a fase de maturidade, as empresas buscam maximizar a lucratividade por meio da otimização de custos (Anthony & Ramesh, 1992; Miller & Friesen, 1984), são mais conservadoras na divulgação de lucros mais altos para pagar menos dividendos e para buscar menor exposição ao risco (Grullon & Michaely, 2002; Owen & Yawson, 2010). Esses fatores podem minimizar a probabilidade de violação de *covenants* financeiros (Bradley & Roberts, 2015; Nikolaev, 2010). Já as empresas nos estágios de turbulência e declínio apresentam maior nível de endividamento, menor lucratividade e menores oportunidades de crescimento em comparação com as empresas na fase de maturidade (Costa et al., 2015), o que pode levar a uma maior probabilidade de violação de *covenants* financeiros (Costello & Wittenberg-Moerman, 2011).

Outros resultados também mostram que as empresas no estágio de maturidade tendem a reestruturar seus ativos, enquanto as empresas nos estágios de crescimento, turbulência e declínio tendem a diminuir o número de funcionários quando enfrentam dificuldades financeiras (Koh et al., 2015). Essas características também foram identificadas em empresas que violaram os limites dos *covenants* financeiros (Falato & Liang, 2016).

Verificou-se também que, além das estratégias de lucratividade, as empresas em diversos estágios do ciclo de vida

organizacional apresentam planejamento e controle gerencial distintos (Auzair, 2010; Silvola, 2008). As empresas no estágio de maturidade publicam informações mais otimistas, menos complexas e mais claras; por outro lado, essas características são revertidas quando as empresas entram no estágio de declínio, havendo também maior complexidade nas empresas que estão em seus estágios iniciais (Bakarich et al., 2019).

Por fim, Hasan et al. (2015) demonstram que empresas em diferentes estágios do ciclo de vida apresentam oscilações em seus custos de capital. Especificamente, as empresas em fase de introdução e declínio têm custos de capital mais altos em termos de patrimônio líquido, enquanto as empresas que estão crescendo ou são maduras têm custos de capital mais baixos. Como os custos da dívida estão diretamente relacionados à inclusão de *covenants* financeiros nos contratos de dívida (Konraht & Soares, 2020), é possível observar, por meio do custo de capital, que também há uma relação entre as fases do ciclo de vida organizacional e a inclusão de *covenants* financeiros em contratos de dívida.

Percebe-se, portanto, que as empresas em diferentes estágios do ciclo de vida organizacional apresentam diferentes incentivos para se posicionar em termos de lucratividade, investimento, distribuição de dividendos, crescimento de vendas, endividamento, planejamento estratégico, divulgação de informações e qualidade dos lucros (Alves & Marques, 2007; Anthony & Ramesh, 1992; Bakarich et al., 2019; Black, 1998; Canton et al., 2019; Costa et al., 2015; De Angelo et al., 2006; Dickinson, 2011; Fama & French, 1996; Frezatti et al., 2010; Grullon & Michaely, 2002; Jenkins et al., 2004; Miller & Friesen, 1984; Owen & Yawson, 2010; Silvola, 2008), e esses fatores têm uma relação direta com a inclusão de *covenants* financeiros nos contratos de dívida (Beneish & Press, 1993; Callen et al., 2016; Christensen & Nikolaev, 2012; Costello & Wittenberg-Moerman, 2011; Demiroglu & James, 2010; Fan et al., 2019; Nini et al., 2009; Prilmeier, 2017; Smith & Warner, 1979).

Ao mesmo tempo, essa evidência indica que as empresas no estágio de maturidade tendem a minimizar a probabilidade de violação dos *covenants* financeiros, seja pela qualidade da governança corporativa e maior previsibilidade em termos de desempenho futuro, seja pela redução dos riscos operacionais, e as empresas nas fases iniciais (introdução ou crescimento) ou de declínio apresentam contextos que podem aumentar a probabilidade de violação dessas cláusulas financeiras em comparação com empresas na fase de maturidade. Com base na sinergia desses resultados, espera-se que as empresas no estágio de maturidade tendam a minimizar a probabilidade de violação de *covenants* financeiros, seja em comparação com

empresas nas fases iniciais (introdução ou crescimento) ou com empresas nas fases finais (turbulência ou declínio). De forma complementar, esta evidência fundamenta as seguintes hipóteses:

H_{1a} : Empresas que estão em estágio inicial (introdução ou crescimento) apresentam maior probabilidade de violar *covenants* financeiros em contratos de dívida em comparação com empresas que estão no estágio de maturidade.

H_{1b} : Empresas que estão no estágio de maturidade apresentam menor probabilidade de violar *covenants* financeiros em contratos de dívidas em comparação com empresas que estão nos estágios finais (turbulência ou declínio).

3 Procedimentos metodológicos

3.1 Modelo dos estágios do ciclo de vida organizacional

Para mensurar os estágios do ciclo de vida organizacional, foi utilizado o modelo desenvolvido por Dickinson (2011), que considera os sinais dos fluxos de caixa operacional, de investimento e de financiamento na demonstração do fluxo de caixa (DFC) para identificar os estágios apresentados na Tabela 1. Com base na discussão apresentada, verificou-se que esses movimentos

são importantes para a inclusão e gestão de *covenants* financeiros nos contratos de dívida.

É importante citar que esse modelo tem sido utilizado em diversos estudos para mensurar os estágios do ciclo de vida organizacional, estando os estágios que emergiram dessa classificação relacionados a uma série de indicadores financeiros e econômicos em empresas brasileiras de capital aberto (Canton et al., 2019; Costa et al., 2015; Novaes & Almeida, 2020; Ribeiro et al., 2018).

3.2 Coleta de dados

Este estudo refere-se a uma pesquisa empírica que utilizou 1.328 observações de 197 empresas não financeiras brasileiras de capital aberto listadas na B3, abrangendo o período de 2010 a 2018 com dados em painel não balanceados. Os dados contábeis foram coletados no banco de dados Economatica. As informações dos *covenants* financeiros foram obtidas por meio da análise das notas explicativas societárias, de acordo com as diretrizes do Pronunciamento Técnico CPC 26 (R1) – Apresentação das demonstrações contábeis, que determinam que as empresas devem divulgar informações adicionais sobre sua posição financeira e patrimônio líquido para que os investidores entendam o impacto das transações e contratos de dívida (Oliveira et al., 2020). O processo usado para obter a amostra está descrito na Tabela 2.

Tabela 1

Possíveis associações para a classificação dos estágios do ciclo de vida organizacional

Fluxo de caixa	Estágios iniciais		Maturidade	Estágios finais				
	Introdução	Crescimento		Turbulência		Declínio		
Operacional	-	+	+	+	-	+	-	-
Investimento	-	-	-	+	-	+	+	+
Financiamento	+	+	-	+	-	-	+	-

Fonte: (Dickinson, 2011).

Tabela 2

Processo de seleção de amostra para o período de 2010 a 2018

Ações realizadas	Nº obs. removidas	Nº obs.
Total de observações coletadas da Economatica	----	2.989
Observações removidas para as quais as demonstrações financeiras auditadas não foram localizadas	533	2.456
Empresas/observações removidas que não divulgaram voluntariamente se possuem ou não <i>covenants</i> financeiros	711	1.745
Observações removidas que não envolviam dívidas bancárias	19	1.726
Observações removidas que não possuíam os dados necessários para classificar os estágios do ciclo de vida organizacional	94	1.632
Observações removidas que não possuem os dados necessários para medir as variáveis de controle	43	1.589
Observações removidas que não envolviam <i>covenants</i> financeiros	261	1.328
Total de observações consideradas no estudo		1.328

Fonte: Elaborado pelos autores.

É importante ressaltar que tivemos que desenvolver nosso próprio banco de dados de *covenants* com base em nossa análise das notas explicativas societárias coletadas no site da B3 e nos sites das empresas (nas páginas de relações com investidores). Para tanto, utilizamos as palavras-chave “*covenants*”, “cláusulas”, “restritivas” e “índices” para identificar as notas explicativas relacionadas a empréstimos e financiamentos. No total, analisamos individualmente mais de 2.400 notas explicativas para identificar se as empresas declararam possuir *covenants* financeiros ou não financeiros e se violaram algum limite no exercício observado.

Retiramos as empresas que não revelaram se possuíam ou não *covenants* financeiros naquele exercício, levando em consideração que as empresas brasileiras não são obrigadas a divulgar essas informações em suas notas explicativas, mas são obrigadas a declarar quando violam um *covenant* financeiro, de acordo com o parágrafo 74 do Pronunciamento Técnico CPC 26 (R1) – Apresentação das demonstrações contábeis.

Levando em consideração que não há violações para empresas que não possuem *covenants*, removemos as empresas que não possuíam *covenants* financeiros no exercício observado, o que levou à remoção de 261 observações. O mesmo procedimento foi adotado para empresas que não possuíam dívida bancária ou debêntures, pois empresas sem dívida não precisam de *covenants* financeiros. A amostra

final foi composta por um total de 1.328 observações que foram utilizadas para testar as hipóteses H_{1a} e H_{1b} .

A Tabela 3 apresenta o número de observações por estágio e exercício na amostra de nossa pesquisa, com a Figura 1 apresentando um organograma do número de observações utilizadas para cada hipótese.

3.3 Designs empíricos

Utilizamos regressões logísticas com efeitos de exercício fixo para verificar se as empresas que estavam no estágio de maturidade tinham menor probabilidade de violar os *covenants* financeiros em seus contratos de dívida do que as empresas nos estágios inicial e final, de acordo com hipóteses H_{1a} e H_{1b} .

Selecionamos o modelo *logit* devido à natureza da variável dependente (*Violação de um covenant_{it}*), que assumiu valor 1 se a empresa violou um *covenant* financeiro no exercício t , e 0 se não violou. Como a variável dependente é de natureza dicotômica (1 ou 0), o modelo *logit* é indicado porque permite capturar os efeitos da fase de maturidade na probabilidade de violação de *covenants* financeiros a partir da análise dos efeitos marginais.

Tabela 3
Número de observações classificadas por estágio e exercício

Estágios	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Introdução	18	17	18	12	13	14	12	11	21	136
Crescimento	34	48	53	53	50	41	37	46	42	404
Maturidade	55	45	63	63	75	76	84	87	81	629
Turbulência	1	7	5	14	12	19	18	19	17	112
Declínio	6	3	1	5	5	6	8	4	9	47
Total	114	120	140	147	155	156	159	167	170	1.328

Fonte: Elaborado pelos autores.

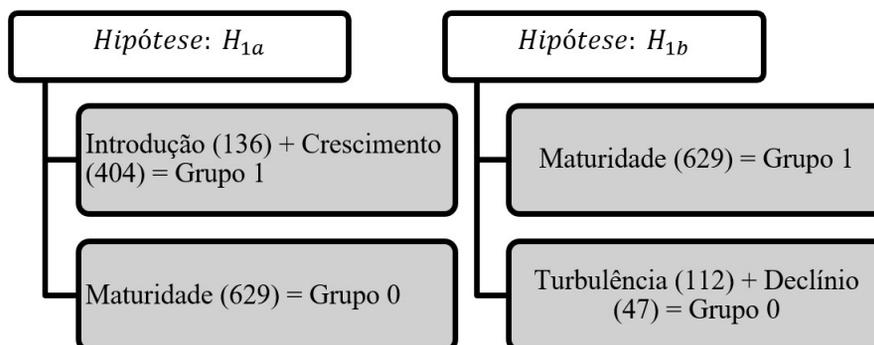


Figura 1. Organograma das hipóteses

Fonte: Elaborado pelos autores

Além de garantir que as probabilidades estimadas estariam entre os limites lógicos de 0 e 1, a interpretação dos efeitos marginais dos modelos *logit* é mais parcimoniosa quando comparada aos níveis de probabilidade fornecidos por outros modelos de probabilidade (Gujarati & Porter, 2011, p. 542). A inclusão de efeitos de exercício fixo também permite controlar choques macroeconômicos exógenos que possam ter afetado o desempenho operacional dessas empresas e, portanto, a probabilidade de que elas violassem cláusulas financeiras restritivas, além das decisões gerenciais da organização.

Para verificar se as empresas em estágio inicial (introdução ou crescimento) têm maior probabilidade de violar *covenants* financeiros em contratos de dívida em comparação com empresas em estágio de maturidade (hipótese H_{1a}), utilizou-se o modelo apresentado na Equação 1. O coeficiente β_1 está relacionado à variável binária *Introdução ou Crescimento vs Maturidade*_{it} para a probabilidade de violação de um *covenant* financeiro. Espera-se, segundo a hipótese H_{1a} , que o coeficiente β_1 tenha sinal positivo.

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

com

$$Z = \beta_0 + \beta_1 \text{Introdução ou Crescimento vs Maturidade} + \beta_2 \text{Porte} + \beta_3 \text{Alavancagem} + \beta_4 \text{Gestão de Resultados} + \beta_5 \text{Variação de Receitas} + \beta_6 \text{Razão de Circulante} + \beta_7 \text{Efeitos de Exercício Fixo} + \varepsilon_{it}$$

considerando que:

*Violação de um covenant*_{it} : é uma variável binária que assume valor 1 se a empresa *i* violou um *covenant* financeiro no exercício *t*; e valor 0 se não violou.

*Introdução ou Crescimento vs Maturidade*_{it} : é uma variável binária que assume valor 1 para empresas *i* que estão na fase de introdução ou crescimento no exercício *t*; e valor 0 para empresas no estágio de maturidade no exercício *t*.

Para testar a hipótese de que empresas que estão em estágio de maturidade são menos propensas a violar *covenants* financeiros em contratos de dívidas em comparação com empresas nos estágios finais (turbulência ou declínio), de acordo com a hipótese H_{1b} , utilizamos a Equação 2. O coeficiente β_1 está relacionado à variável binária *Maturidade vs Turbulência ou Declínio*_{it} para a probabilidade de haver violação de um *covenant* financeiro. Espera-se que, de acordo com a hipótese H_{1b} , o coeficiente β_1 seja negativo.

$$\text{Probabilidade}(\text{Violação de um covenant}_{it} = 1 / X) = \frac{1}{1 + e^{-z}} \quad (2)$$

com

$$Z = \beta_0 + \beta_1 \text{Maturidade vs Turbulência ou Declínio} + \beta_2 \text{Porte} + \beta_3 \text{Alavancagem} + \beta_4 \text{Gestão de Resultados} + \beta_5 \text{Variação de Receitas} + \beta_6 \text{Razão de Circulante} + \beta_7 \text{Efeitos de Exercício Fixo} + \varepsilon_{it}$$

A variável dependente *Violação de um covenant*_{it} segue conforme definido acima, com a variável binária *Maturidade vs Turbulência ou Declínio*_{it} definida da seguinte forma: *Maturidade vs Turbulência ou Declínio*_{it} : é uma variável binária que assume valor 1 para empresas *i* que estão no estágio de maturidade no exercício *t*; e valor 0 para empresas *i* que estão nos estágios finais de turbulência ou declínio no exercício *t*.

Para possibilitar a análise da qualidade dos modelos econométricos utilizados neste estudo, foi realizado o teste de Hosmer-Lemeshow para verificar a qualidade da adequação dos modelos logísticos. Verificou-se que o número de observações foi classificado corretamente por meio da tabela de classificação e analisamos a área sob a curva ROC. Esses testes são recomendados para analisar a qualidade da adequação do modelo *logit* (Gujarati & Porter, 2011).

Para possibilitar o controle das heterogeneidades existentes entre as empresas participantes da amostra, os desenhos econométricos também consideraram o *porte*, *alavancagem*, o nível de *gestão de resultados*, a *variação de receitas* e a *razão de circulante* como variáveis de controle conforme descrito na subseção abaixo.

3.4 Variáveis de controle utilizadas nos modelos

A variável *porte* é medida pelo logaritmo natural do ativo total dessas empresas em reais, na qual se espera que empresas maiores tenham maior chance de ter cláusulas de debêntures menos restritivas, o que diminui, assim, a probabilidade de violação de um *covenant* financeiro (Bakar et al., 2012; Dahrawy et al., 2015; Freudenberg et al., 2011; Palhares et al., 2019).

A variável *alavancagem* é calculada dividindo-se a dívida total pelo ativo total. Espera-se que empresas com altos níveis de alavancagem tenham cláusulas financeiras mais restritivas, intensificando a probabilidade de violação de *covenants* financeiros (Bakar et al., 2012; Dahrawy et al., 2015; Freudenberg et al., 2011; Palhares et al., 2019).

O nível de *gestão de resultados* é medido pelo modelo desenvolvido por Dechow et al. (1995), que busca mensurar o nível de provisões discricionárias. Estudos demonstram que empresas que estão próximas de violar os limites estabelecidos em *covenants* financeiros possuem níveis mais elevados de gestão de resultados para evitar

a violação de um limite (Franz et al., 2014; Iatridis & Kadorinis, 2009; Rezende Duarte et al., 2020; Silva, 2008).

A *variação de receitas* representa a variação da receita líquida de vendas, na qual se espera que as empresas em fase de crescimento apresentem cláusulas financeiras mais restritivas (Bakar et al., 2012; Freudenberg et al., 2011), elevando a probabilidade de violação dos limites de um *covenant* financeiro (Reisel, 2014).

Por fim, a variável *razão de circulante* é medida pela divisão do ativo circulante pelo passivo circulante, na qual se espera que empresas com maior capacidade de pagamento no curto prazo tenham menor probabilidade de inadimplência e, portanto, menor probabilidade de

violar um limite de um *covenant* financeiro (Inamura, 2009). Todas as variáveis estão resumidas na Tabela 4.

4 Apresentação e análise dos resultados

4.1 Estatísticas descritivas

O objetivo deste estudo é investigar se a probabilidade de violação dos *covenants* financeiros está relacionada aos estágios do ciclo de vida organizacional, e a Tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis

Tabela 4
Variáveis utilizadas nos modelos

Variável	Sinal	Descrição	Fonte	Literatura
		Dependente		
<i>Violação de um covenant</i>		Variável binária de violação com valor 1 indicando que a empresa violou um limite de um <i>covenant</i> financeiro e 0 indicando que não violou.	Notas explicativas societárias	
		Explicativa		
<i>Introdução ou Crescimento vs Maturidade</i>	(+)	Variável binária de classificação que é 1 para empresas nos estágios de Introdução ou Crescimento e 0 para empresas no estágio de Maturidade.	Economática	Dickinson (2011)
<i>Maturidade vs Turbulência ou Declínio</i>	(-)	Variável binária de classificação que é 1 para empresas no estágio de Maturidade e 0 para empresas nos estágios de Turbulência e Declínio.	Economática	Dickinson (2011)
		Controle		
<i>Porte</i>	(-)	Logaritmo natural do ativo total	Economática	Freudenberg et al. (2011); Bakar et al. (2012); Dahrawy et al. (2015); Palhares et al. (2019)
<i>Alavancagem</i>	(+)	Dívida total dividida pelo ativo total	Economática	Freudenberg et al. (2011); Bakar et al. (2012); Dahrawy et al. (2015); Palhares et al. (2019)
<i>Gestão de Resultados</i>	(-)	Nível de provisões discricionárias	Economática	Dechow et al. (1995)
<i>Varição de Receitas</i>	(+)	Varição na receita líquida de vendas	Economática	Freudenberg et al. (2011); Bakar et al. (2012); Reisel (2014).
<i>Razão de Circulante</i>	(-)	Divisão do ativo circulante pelo passivo circulante	Economática	Inamura (2009)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Tabela 5
Estatística descritiva das variáveis dependentes e de controle

Variáveis	N	Média	Desvio padrão	T1	Mediana	T3
<i>Violação de um covenant_{it}</i>	1.328	0,1642	-	-	-	-
<i>Porte</i>	1.328	15,3471	1,3590	14,3450	15,2782	16,3111
<i>Alavancagem</i>	1.328	0,6651	0,1941	0,5443	0,6638	0,7607
<i>Gestão de resultados</i>	1.328	-0,0038	0,1374	-0,0696	-0,0036	0,0493
<i>Varição de receitas</i>	1.328	-0,0656	0,1387	-0,1142	-0,0437	0,0053
<i>Razão de circulante</i>	1.328	1,4271	0,8742	0,8680	1,2527	1,8790

Fonte: Elaborado pelos autores.

dependentes e de controle utilizadas nesta pesquisa. As descrições das variáveis utilizadas estão em consonância com outros estudos que examinaram amostras de empresas brasileiras de capital aberto no mesmo período.

Através da estatística descritiva é possível verificar que, mesmo que as empresas brasileiras da amostra tenham a capacidade de efetuar pagamentos no curto prazo (R\$ 1,41, em média, em bens e direitos para cada R\$ 1,00 em obrigações), aproximadamente 16% das empresas/exercícios considerados violaram um *covenant* financeiro. Nesse caso, é possível que a violação das cláusulas restritivas esteja relacionada a empresas em estágios específicos do ciclo de vida organizacional.

É possível verificar também que, apesar de as empresas brasileiras da amostra apresentarem a capacidade de efetuar pagamentos no curto prazo, em média 67% de seus ativos totais possuíam obrigações de curto e longo prazos, o que demonstra um nível considerável de alavancagem. Esse resultado, aliado a uma redução média das receitas em 7% ao ano e ao considerável percentual de empresas que não cumpriram seus *covenants* financeiros, é um alerta em relação à alavancagem das empresas brasileiras e às probabilidades de violação de seus *covenants*. Essa evidência inicial é mais bem analisada com base nos resultados do próximo capítulo, que modela a relação entre as fases do ciclo de vida da empresa e a probabilidade de violação dos *covenants* financeiros.

4.2 Análise das regressões logísticas

A Tabela 6 apresenta os resultados das regressões logísticas para as hipóteses H_{1a} e H_{1b} medidos pelas Equações 1 e 2, em que os modelos apresentam uma estimativa de boa qualidade da probabilidade de violação de *covenants* financeiros, na medida em que a hipótese nula não é rejeitada em termos de qualidade de adequação do teste de Hosmer-Lemeshow com probabilidade $> \chi^2 = 0,6338$ para a Equação 1 e probabilidade $> \chi^2 = 0,2144$ para a Equação 2; a área abaixo da curva ROC foi de 0,70 para a hipótese H_{1a} e 0,75 para a hipótese H_{1b} ; e aproximadamente 85% e 86% das observações foram classificadas corretamente para as hipóteses H_{1a} e H_{1b} , respectivamente.

O sinal positivo do coeficiente β_1 da variável explicativa *Introdução ou Crescimento vs Maturidade* demonstra que as empresas classificadas nos estágios de introdução ou crescimento apresentam maior probabilidade de violar um *covenant* financeiro em um contrato de dívida em comparação com empresas em estágio de maturidade, o que não rejeita a hipótese H_{1a} com nível de significância de 5%.

Da mesma forma, a significância de 10% do coeficiente β_1 e o sinal negativo da variável explicativa *Maturidade vs Turbulência e Declínio* demonstram que as empresas classificadas no estágio de maturidade têm menor probabilidade de violar um *covenant* financeiro em contratos de dívida em comparação com empresas classificadas nos estágios de turbulência ou declínio, o que não rejeita a hipótese H_{2a} .

Tabela 6
Resultados das regressões logísticas para as hipóteses H_{1a} e H_{1b}

Variáveis	Dependente = <i>Violação de um covenant_{it}</i>			
	Hipótese: H_{1a}		Hipótese: H_{1b}	
	Coef.	Valor P	Coef.	Valor P
<i>Introdução ou Crescimento vs Maturidade</i>	0,3483	0,046		
<i>Maturidade vs Turbulência ou Declínio</i>	-	-	-0,4870	0,065
<i>Porte</i>	-0,0753	0,248	0,0401	0,629
<i>Alavancagem</i>	2,1445	0,000	3,6376	0,000
<i>Gestão de resultados</i>	-0,1422	0,830	-1,0995	0,293
<i>Variação de receitas</i>	2,8802	0,000	1,8926	0,055
<i>Razão de circulante</i>	-0,3267	0,011	-0,2499	0,165
Constante	-1,6158	0,150	-4,1197	0,004
Efeitos de exercício fixo		Sim		Sim
Observações		1,161		788
Pseudo R ²		0,085		0,150
Curva ROC		0,70		0,75
Tabela de classificação		84,7%		85,8%
Teste de White (Hosmer-Lemeshow)		Prob. $> \chi^2 = 0,6338$		Prob. $> \chi^2 = 0,2144$

Fonte: Elaborado pelos autores.

Esses resultados demonstram que as empresas nos estágios inicial e final do ciclo de vida organizacional têm maior probabilidade de violar os *covenants* financeiros e estão mais expostas às penalidades geradas por essas violações, que incluem a antecipação do vencimento da dívida e o surgimento de despesas financeiras (isenções) que impactam o planejamento financeiro dessas empresas.

Nossos resultados estão em consonância com os resultados de Miller e Friesen (1984), Anthony e Ramesh (1992), Black (1998), Jenkins et al. (2004) e Owen e Yawson (2010), que demonstraram que as empresas no estágio de maturidade buscam maximizar sua lucratividade, otimizar seus custos e são conservadoras em sua contabilidade, e as empresas que possuem níveis mais altos de contabilidade conservadora apresentam menores chances de infringir os limites estipulados pelos *covenants* financeiros (Zhang, 2008).

Por outro lado, as empresas em crescimento são menos conservadoras e focam no crescimento das vendas sem maximizar seus lucros (Alves & Marques, 2007) da mesma forma que as empresas em declínio apresentam lucratividade negativa, e estes são fatores que elevam as chances de violação dos *covenants* financeiros (Canton et al., 2019), sendo estes inseridos nos contratos de dívida para minimizar problemas de agência por meio do monitoramento de dividendos, geração de fluxo de caixa, capacidade de pagar, entre outras limitações (Beneish & Press, 1993; Christensen & Nikolaev, 2012; Nini et al., 2009; Prilmeier, 2017; Smith & Warner, 1979).

Ao analisar os resultados das variáveis de controle, podemos observar que o alto nível de alavancagem e a receita líquida de vendas tornam as empresas vulneráveis à violação de um limite estabelecido por *covenants* financeiros, uma vez que a boa capacidade de pagamento de obrigações de curto prazo reduz a probabilidade de violação de *covenants* financeiros. Esses resultados estão de acordo com os resultados esperados com base nas evidências apresentadas nos estudos de Inamura (2009), Freudenberg et al. (2011), Bakar et al. (2012), Reisel (2014), Dahrawy et al. (2015) e Palhares et al. (2019).

Ao verificar as chances de esse evento ocorrer por meio da análise das razões de possibilidades apresentadas na Tabela 7, as chances de empresas em fase de introdução e crescimento violarem um *covenant* financeiro em seus contratos são 42% maiores do que de empresas que estão no estágio de maturidade, ao passo que as chances de empresas no estágio de maturidade violarem um *covenant* financeiro em contratos de dívida são 39% menores do que as de empresas nos estágios de turbulência ou declínio.

Esses resultados ampliam a literatura ao apresentar evidências de que não são apenas as empresas nas fases de turbulência e declínio que apresentam riscos operacionais que podem culminar no aumento da probabilidade de violação dos *covenants* financeiros, mas também as empresas nas fases iniciais de introdução e crescimento. Na medida em que a violação de um *covenant* pode comprometer a continuidade operacional das empresas por meio de gatilhos que antecipam a data de vencimento da dívida (Borges, 1999; Prilmeier, 2017), a possibilidade de demandas por novas garantias (Press & Weintrop, 1991) ou mesmo um aumento nas taxas de juros de empréstimos e a remodelação do contrato de dívida (Kim et al., 2010) sinalizam um alerta para monitorar essas cláusulas principalmente em empresas nas fases de introdução e crescimento, visto que erros estratégicos durante essas fases podem ser de fundamental importância e podem comprometer a continuidade operacional dessas empresas. Em termos regulatórios, os resultados apresentados reforçam a necessidade de revisão do Pronunciamento Técnico CPC 26 (R1) – Apresentação das demonstrações contábeis, tornando obrigatória a publicação dos limites de cláusulas restritivas nas notas explicativas societárias.

Esses resultados vão ao encontro dos estudos de Alves e Marques (2007) e Costa et al. (2015), que identificaram baixa lucratividade em empresas brasileiras que estão nos estágios de introdução ou crescimento e níveis maiores de endividamento, baixa lucratividade e poucas oportunidades de crescimento para empresas nos estágios de turbulência ou declínio em comparação com empresas no estágio de maturidade.

Esses fatores afetam diretamente a probabilidade de violação de *covenants* financeiros, que são incluídos pelos credores em contratos de dívida para fornecer informações

Tabela 7
Resultados das razões da possibilidade de que eventos ocorrerão

Variáveis	Violação de um <i>Covenant</i>	
	H _{1a}	H _{1b}
<i>Introdução ou Crescimento vs Maturidade</i>	1,4167**	-
<i>Maturidade vs Turbulência ou Declínio</i>	-	0,6144*
<i>Porte</i>	0,9275	1,0409
<i>Alavancagem</i>	8,5381***	37,9995***
<i>Gestão de Resultados</i>	0,8675	0,3331
<i>Variação de Receitas</i>	17,8188***	6,6366*
<i>Razão de Circulante</i>	0,7213**	0,7789

Níveis de significância: *p<0,10; **p<0,05 e ***p<0,01.

Fonte: Elaborado pelos autores.

relevantes sobre os devedores e diminuir a assimetria de informações causada pela incerteza da recuperação de crédito (Demerjian, 2017; Demiroglu & James, 2010; Prilmeier, 2017).

5 Considerações finais

Empresas em diferentes estágios do ciclo de vida organizacional têm incentivos distintos e se posicionam de forma diferente em termos de lucratividade, investimentos, distribuição de dividendos, crescimento de vendas, endividamento, planejamento estratégico, divulgação de informações e qualidade dos lucros. Esses fatores estão diretamente relacionados à inclusão de *covenants* financeiros nos contratos de dívida. Com base na sinergia desses resultados, verificamos neste trabalho que empresas no estágio de maturidade têm menor probabilidade de violar *covenants* financeiros.

De maneira geral, nossos resultados demonstram que as empresas no estágio de maturidade apresentam menor probabilidade de violar um limite estipulado por um *covenant* financeiro nos contratos de dívida do que as empresas nos outros estágios, ou seja, introdução, crescimento, turbulência e declínio.

Estes são os resultados de uma análise ex-post após a formalização desses contratos. De forma complementar, a evidência na literatura de que empresas altamente alavancadas, por estarem mais expostas ao risco, estão mais sujeitas a *covenants* financeiros mais restritivos e têm maior probabilidade de violar um *covenant*, verifica que as diferentes estratégias e incentivos ligados às diversas fases do ciclo de vida organizacional também explicam a probabilidade de violação dessas cláusulas na medida em que empresas nos estágios inicial ou final também apresentam maior probabilidade de violação em comparação com empresas na fase de maturidade. Esse resultado sugere que pode haver riscos ocultos nesses estágios que são assumidos pelos credores durante o processo de negociação do contrato de dívida.

Em termos regulatórios, os resultados apresentados reforçam ainda a necessidade de revisão do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2011) - CPC 26 (R1), para tornar obrigatória a divulgação dos limites de cláusulas restritivas nas notas explicativas societárias, principalmente para empresas em fase inicial e aquelas que necessitam de alavancagem devido a estratégias de crescimento e investimento. Essa revisão pode ajudar a reduzir a assimetria de informações causada pela incerteza de recuperação de crédito, principalmente em cenários de altas taxas de

juros e restrições de crédito, como é o caso do Brasil e de outras economias emergentes.

Este estudo abordou simultaneamente dois temas relevantes para a literatura nacional e internacional que interferem diretamente na captação de recursos pelas empresas e na continuidade operacional. De maneira geral, verificamos que as empresas apresentam características financeiras, necessidades e estratégias distintas em cada um dos estágios do ciclo de vida organizacional, e isso pode afetar seu desempenho, o que pode comprometer a capacidade das empresas de cumprir os limites impostos pelos *covenants* financeiros durante os estágios iniciais, bem como nos estágios finais do ciclo de vida organizacional.

Um fator limitante neste estudo foi imposto pelo próprio Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2011) - CPC 26 (R1), pois não consideramos empresas que, embora possuíssem dívidas bancárias ou debêntures, não divulgaram voluntariamente se possuem ou não *covenants* financeiros em seus contratos de dívida. Os resultados deste estudo abrem espaço não apenas para a discussão técnica de uma revisão do CPC 26 (R1), mas também sinalizam a necessidade de maior aprofundamento no estudo acadêmico da relação entre os incentivos de financiamento para empresas nas fases iniciais do ciclo de vida organizacional (e seus respectivos mecanismos de controle e monitoramento) e as condições e limitações dos contratos de dívida. Nesse sentido, sugerimos que novos estudos possam analisar se os credores incluem cláusulas financeiras mais ou menos restritivas nos contratos de dívida, dependendo do estágio da empresa no ciclo de vida organizacional, haja vista a evidência de que o nível de restrição é um fator importante que afeta a probabilidade de uma empresa violar um *covenant* financeiro, o que, por sua vez, influencia diretamente as decisões gerenciais da empresa.

Referências

ALVES, L. C. O., & MARQUES, J. A. V. C. (2007). Identificação das fases do ciclo de vida de empresas por meio da análise das demonstrações dos fluxos de caixa. *Base - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 4(3), 249-262.

ANTHONY, J. H., & RAMESH, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 203-227. [http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90018-W](http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101(92)90018-W).

- AUZAIR, S. M. (2010). Organizational life cycle stages and management control systems in service organizations. *International Journal of Business and Management*, 5(1), 56-65. <http://dx.doi.org/10.5539/ijbm.v5n1p56>.
- BAKAR, I. S. A., MATHER, P., & TANIEWSKI, G. (2012). *Corporate governance and covenant restrictiveness in private debt contracts*. <https://ssrn.com/abstract=2166616>
- BAKARICH, K. M., HOSSAIN, M., HOSSAIN, M., & WEINTROP, J. (2019). Different time, different tone: Company life cycle. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 15(1), 69-86. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcae.2018.12.002>.
- BENEISH, D. M., & PRESS, E. (1993). Costs of technical violation of accounting-based debt-covenants. *The Accounting Review*, 68(2), 233-257.
- BLACK, E. L. (1998). Life-cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow measures. *Journal of Financial Statement Analysis*, 4, 40-56.
- BORGES, L. F. X. (1999). *Covenants: Instrumentos de garantia em Project Finance*. *Revista do BNDES*, 5(9), 105-121.
- BRADLEY, M., & ROBERTS, M. R. (2015). The structure and pricing of corporate debt covenants. *The Quarterly Journal of Finance*, 5(2), 1550001. <http://dx.doi.org/10.1142/S2010139215500019>.
- CALLEN, J. L., CHEN, F., DOU, Y., & XIN, B. (2016). Accounting conservatism and performance covenants: A signaling approach (Report). *Contemporary Accounting Research*, 33(3), 961-927. <http://dx.doi.org/10.1111/1911-3846.12208>.
- CANTON, C., MULLER, M., & RODRIGUES JR, M. M. (2019). Influência da gestão do capital de giro e do ciclo de vida organizacional na rentabilidade. In *XIX USP Internacional Conference in Accounting*. FEA USP.
- CHRISTENSEN, H. B., & NIKOLAEV, V. V. (2012). Capital versus Performance covenants in debt contratos. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 75-116. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00432.x>.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC. (2011). *Pronunciamento técnico CPC 26 (R1): Dispõe sobre apresentação das demonstrações contábeis*. http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/312_CPC_26_R1_rev%2014.pdf
- COSTA, W. B., MACEDO, M. A. S., YOKOYAMA, K. Y., & ALMEIDA, J. E. F. (2015). Análise dos estágios do ciclo da vida de companhias abertas no Brasil: Um estudo com base em variáveis contábil-financeiras. *Brazilian Business Review*, 14(3), 304-320. <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2017.14.3.3>.
- COSTELLO, A. M., & WITTENBERG-MOERMAN, R. (2011). The impact of financial reporting quality on debt contracting: Evidence from internal control weakness reports. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 97-136. <http://dx.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. In *Global Conference on Business and Finance Proceeding* (Vol. 10, no. 1, pp. 59-68). Institute for Business & Finance Research.
- DE ANGELO, H., DE ANGELO, L., & STULZ, R. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the lifecycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>.
- DECHOW, P. M., SLOAN, R. G., & SWEENEY, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- DEMIRJIAN, P. R. (2017). Uncertainty and debt covenants. *Review of Accounting Studies*, 22(3), 1156-1197. <http://dx.doi.org/10.1007/s11142-017-9409-z>.
- DEMIROGLU, C., & JAMES, C. M. (2010). The information content of bank loan covenants. *Review of Financial Studies*, 23(10), 3700-3737. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhq054>.
- DICKINSON, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994. <http://dx.doi.org/10.2308/accr-10130>.
- FALATO, A., & LIANG, N. (2016). Do creditor rights increase employment risk? Evidence from loan covenants. *The Journal of Finance*, 71(6), 2545-2590. <http://dx.doi.org/10.1111/jofi.12435>.

- FAMA, E. F., & FRENCH, K. R. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The Journal of Finance*, 51(1), 55-84. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb05202.x>.
- FAN, Y., THOMAS, W. B., & YU, X. (2019). The Impact of financial *covenants* in private loan contracts on classification shifting. *Management Science*, 65(8), 3637-3654. <http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.2018.3110>.
- FELTHAM, G. A., & OHLSON, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 689-731. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00462.x>.
- FRANZ, D., HASSABELANBY, R., & LOBO, G. J. (2014). Impact of proximity to debt *covenant* violation on earnings management. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 473-505. <http://dx.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* (NYU Working Paper No. 2451/31417). <https://ssrn.com/abstract=2284660>
- FREZATTI, F., RELVAS, T. R. S., NASCIMENTO, A. R., JUNQUEIRA, E. R., & BIDO, D. S. (2010). Perfil de planejamento e o ciclo de vida organizacional nas empresas brasileiras. *Revista ADM*, 45(4), 383-399. [http://dx.doi.org/10.1016/S0080-2107\(16\)30469-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0080-2107(16)30469-1).
- GHOSH, A., & MOON, D. (2010). Corporate debt financing and earning quality. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5), 538-559. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02194.x>.
- GRULLON, G., & MICHAELY, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684. <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00474>.
- GUJARATI, D. N., & PORTER, D. C. (2011). *Econometria básica* (5. ed). AMGH.
- HABIB, A., BHUIYAN, B., & HASAN, M. (2018). Advisory boards and firm life cycle. *Australian Journal of Management*, 43(4), 575-592. <http://dx.doi.org/10.1177/0312896217731502>.
- HASAN, M. M., HOSSAIN, M., CHEUNG, A., & HABIB, A. (2015). Corporate life cycle and cost of equity capital. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(1), 46-60. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcae.2014.12.002>.
- HASAN, M., & HABIB, A. (2017). Corporate life cycle, organizational financial resources and corporate social responsibility. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(1), 20-36. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcae.2017.01.002>.
- IATRIDIS, G., & KADORINIS, G. (2009). Earnings management and firm financial motives: A financial investigation of UK listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 18(4), 164-173. <http://dx.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.
- JENKINS, D. S., KANE, G. D., & VELURY, U. (2004). The impact of the corporate life-cycle on the value-relevance of disaggregated earnings components. *Review of Accounting and Finance*, 3(4), 5-20. <http://dx.doi.org/10.1108/eb043411>.
- KIM, B. H., LISIC, L. L., & PEVZNER, M. (2010). *Debt covenant slack and real earnings management*. Virginia: George Mason University. Working paper.
- KOH, S., DURAND, R. B., DAI, L., & CHANG, M. (2015). Financial Distress: Lifecycle and corporate restructuring. *Journal of Corporate Finance*, 33, 19-33. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.04.004>.
- KONRAHT, J., & SOARES, R. (2020). O duplo papel dos *covenants* financeiros nas emissões de títulos no Brasil. *Review of Business Management*, 22(1), 183-199. <http://dx.doi.org/10.7819/rbgn.v22i1.4041>.
- LIN, Z., SONG, B., & TIAN, Z. (2016). Does director-level reputation matter? Evidence from bank loan contracting. *Journal of Banking & Finance*, 70, 160-176. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.04.021>.
- MILLER, D., & FRIESEN, P. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science*, 30(10), 1161-1183. <http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.30.10.1161>.

- NIKOLAEV, V. V. (2010). Debt *covenants* na accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 48(1), 137-176. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-679X.2009.00359.x>.
- NINI, G., SMITH, D. C., & SUFI, A. (2009). Creditor control rights and firm investment policy. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 400-420. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.04.008>.
- NOVAES, P. V., & ALMEIDA, J. E. (2020). O papel dos estágios do ciclo da vida da firma sobre o *Disclosure* Voluntário e o custo de capital próprio nas companhias abertas brasileiras. *Brazilian Business Review*, 17(6), 601-620. <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2020.17.6.1>.
- O'CONNOR, T., & BYRNE, J. (2015). Governance and the corporate life-cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), 23-43. <http://dx.doi.org/10.1108/IJMF-03-2013-0033>.
- OLIVEIRA, W. D. C., & 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. <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2020.168945>.
- OLIVEIRA, W. D. C., MOREIRA, N. C., NOSSA, S. N., & MONTE-MOR, D. S. (2020). Gerenciamento de resultados e o detalhamento dos *covenants*. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 13(2), 26-45. <http://dx.doi.org/10.14392/ASAA.2020130202>.
- OWEN, S., & YAWSON, A. (2010). Corporate life cycle and M&A activity. *Journal of Banking & Finance*, 34(2), 427-440. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.003>.
- 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. <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2019.158820>.
- PINTO, M. J. T., MARTINS, V. A., & SILVA, D. M. (2015). Escolhas Contábeis: O caso brasileiro das propriedades para investimento. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 274-289. <http://dx.doi.org/10.1590/1808-057x201512280>.
- 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. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.12.007>.
- REISEL, N. (2014). On the value of restrictive *covenants*: Empirical investigation of public bond issues. *Journal of Corporate Finance*, 27, 251-268. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.05.011>.
- REZENDE DUARTE, E., GALDI, F. C., & DAMASCENO, F. S. (2020). Gerenciamento de resultado contábil e ruptura dos *covenants*: Um estudo empírico no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 14(3), 291-305. <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v14i3.2445>.
- RIBEIRO, F., CARNEIRO, L. M., & SCHERER, L. M. (2018). Ciclo de vida e suavização de resultados: Evidências no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 63-79. <http://dx.doi.org/10.21714/1984-39252018v21n1a4>.
- SILVA, A. H. C. (2008). *Escolha de práticas contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da hipótese dos covenants contratuais* [Tese de doutorado]. Universidade de São Paulo. <http://dx.doi.org/10.11606/T.12.2008.tde-16012009-120147>.
- SILVOLA, H. (2008). Do organizational life-cycle and venture capital investors affect the management control systems used by the firm? *Advances in Accounting*, 24(1), 128-138. <http://dx.doi.org/10.1016/j.adiac.2008.05.013>.
- SMITH Jr, C. W. J., & WARNER, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond *covenants*. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117-161. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90011-4](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(79)90011-4).
- WATTS, R. L., & ZIMMERMAN, J. L. (1990). Positive accounting theory: A ten year perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156.
- ZHANG, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 27-54. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.06.002>.

Agências de fomento:

Não há agências de fomento a informar.

Ciência Aberta:

Oliveira, Willams da Conceição de; Monte-Mor, Danilo Soares, 2022, "Supplementary Data - A Influência do Ciclo da Vida Organizacional na Violação de Covenants Financeiros", <https://doi.org/10.7910/DVN/BGFTYG>, Harvard Dataverse, V1.

Conflito de interesse:

Os autores não possuem conflito de interesse a declarar.

Copyrights:

A RBGN detém os direitos autorais deste conteúdo publicado.

Análise de plágio:

A RBGN realiza análise de plágio em todos os seus artigos no momento da submissão e após a aprovação do manuscrito por meio da ferramenta iThenticate.

Autores:

1. Willams da Conceição de Oliveira, Doutorando de Ciências Contábeis, Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, Brasil.

E-mail: willams.oliveira@academico.ufpb.br

2. Danilo Soares Monte-Mor, Doutor em Contabilidade e Administração, Fucape Business School, Vitória, Brasil.

E-mail: daniло@fucape.br

Contribuição dos autores:

1º autor: Definição do problema da pesquisa; Desenvolvimento de hipóteses ou perguntas da pesquisa (estudos empíricos); Definição de procedimentos metodológicos; Coleta de dados; Análise da literatura; Análise estatística; Análise e interpretação de dados; Revisão crítica do manuscrito; Redação do manuscrito.

2º autor: Análise e interpretação de dados; Revisão crítica do manuscrito; Redação do manuscrito.