

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS**

MATEUS CLÓVIS DE SOUZA COSTA

**O IMPACTO DA NOVA LEI DE FALÊNCIAS NA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS**

**VITÓRIA
2009**

MATEUS CLÓVIS DE SOUZA COSTA

**O IMPACTO DA NOVA LEI DE FALÊNCIAS NA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Bruno Funchal

**VITÓRIA
2009**

MATEUS CLÓVIS DE SOUZA COSTA

**O IMPACTO DA NOVA LEI DE FALÊNCIAS NA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis na área de concentração Finanças.

Aprovada em 31 de março de 2009.

COMISSÃO EXAMINADORA

**Profº Dr.: BRUNO FUNCHAL
(FUCAPE)**

**Profº Dr.: FERNANDO CAIO GALDI
(FUCAPE)**

**Profº Dr. : RAFAEL COUTINHO COSTA LIMA
(FGV-RJ)**

**Dedico este trabalho à minha família,
noiva e amigos
que sempre me apoiaram.**

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus pelo dom da vida e por estar me abençoando com mais esta conquista.

Aos meus pais Marcos e Fátima que participaram ativamente deste momento com orações e torcendo para o meu sucesso. Por todas as vezes que se dedicaram a cuidar da nossa família acima dos próprios interesses. Vocês são exemplo para todos nós familiares.

Aos meus irmãos João Breithiner e Megg que entenderam minha ausência e foram incentivadores.

À minha noiva e futura esposa Tássia por compreender minha ausência em tantos momentos. Essa vitória é nossa, não tenha dúvidas.

Resumo

Esta dissertação estuda o impacto da Nova Lei de Falências Brasileira na estrutura de capital das empresas após três anos do início de sua vigência. Utilizando microdados de balanços contábeis das firmas listadas na Bovespa e modelos em painel com efeito-fixo, os resultados são consistentes com as teorias que prevêm efeitos na estrutura de capital decorrente da mudança na expectativa de credores (redução dos custos de moral-hazard). Foram encontradas evidências de aumento na proporção de dívida na estrutura de capital medidas pelo endividamento total, de curto e de longo prazo.

ABSTRACT

This dissertation studies the effect of the New Brazilian Bankruptcy Law on firms' capital structure after three years when the law went in force. Using firms' balance sheet micro data and fixed effects panel model, our results are in line with theories that predict effects at the capital structure due to changes at creditors expectative (a reduction of moral-hazard cost). We find evidences of an increase in the debt (total, short-term and long-term) portion in the capital structure.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1-	Pontuação Ibovespa.....	34
------------	-------------------------	----

LISTA DE TABELAS

TABELA 1-	Proteção ao investidor 181 países.....	16
TABELA 2-	Proteção ao investidor AL e Caribe.....	17
TABELA 3-	Ordem de prioridade da falência – 36 países.....	23
TABELA 4-	Estatística descritiva das variáveis dependentes.....	32
TABELA 5-	Medidas de localização.....	33
TABELA 6-	Correlação entre as variáveis independentes.....	34
TABELA 7-	Regressão Paineis com efeito fixo: coeficiente de endividamento total com terceiros.....	37
TABELA 8-	Regressão Paineis com efeito fixo: coeficiente de endividamento de curto prazo com terceiros.....	38
TABELA 9-	Regressão Paineis com efeito fixo: coeficiente de endividamento de longo prazo com terceiros.....	39
TABELA 10-	Regressão Paineis com efeito fixo: coeficiente de endividamento total com terceiros.....	40
TABELA 11-	Regressão Paineis com efeito fixo: coeficiente de endividamento de curto prazo com terceiros.....	41
TABELA 12-	Regressão Paineis com efeito fixo: coeficiente de endividamento de longo prazo com terceiros.....	42

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	11
2	LEI DE FALÊNCIAS.....	14
2.1	PAÍS DE ATUAÇÃO E O SISTEMA LEGAL.....	14
2.2	PROTEÇÃO AO CREDOR E ACIONISTA.....	15
2.3	CRESCIMENTO ECONÔMICO EM MEIO ÀS DIVERSAS CARACTERÍSTICAS DA LEI.....	18
2.4	CONTEXTO BRALEIRO.....	21
3	ESTRUTURA DE CAPITAL.....	26
4	RESULTADOS EMPÍRICOS.....	30
4.1	DADOS.....	30
4.2	ANÁLISE DO EFEITO DA LEI NO ENDIVIDAMENTO.....	34
4.3	HETEROGENEIDADE.....	39
5	CONCLUSÃO.....	44
6	REFERENCIA.....	46

1 INTRODUÇÃO

Esta pesquisa tem como principal objetivo verificar se a Nova Lei de Falências Brasileira trouxe incentivos à mudança na estrutura de capital por parte das firmas, tanto no que diz respeito à sua dívida total, de curto e longo prazos.

É sabido que o Brasil atualmente, no contexto legal, é um país com características de fracas garantias legais, baixa proteção ao credor e acionista, fracos mecanismos de governança corporativa¹ e baixo *enforcement*². A antiga Lei de Falências dava prioridades no recebimento aos trabalhadores de forma ilimitada, seguida do fisco e depois aos credores mesmo que segurados e o baixo rigor contribuía para violações nas regras de prioridades dos recebimentos e para um fraco mecanismo de falência, resultando na incerteza de recebimento dos mesmos, reduzindo o crédito no mercado e aumentando o custo de captação dos recursos. A Nova Lei de Falências vem limitar o recebimento dos trabalhadores e dá aos credores segurados prioridades sobre o FISCO e aos não segurados prioridades sobre alguns créditos fiscais, preferência na venda da firma como um todo e não em partes, ou seja, tudo isso tende a gerar aumento da confiança do credor e acionista, amenizando assim os efeitos negativos decorrentes de baixa governança, além de que, em um país emergente, tal mudança tende a aumentar o *enforcement* privado no curto prazo substituindo mecanismos de governança corporativa.

Para medir este efeito foi mensurada a estrutura de capital das empresas listadas na bovespa, utilizando microdados de seus balanços contábeis no que se refere às dívidas com terceiros. O capital próprio foi mensurado com dados de valor de mercado. Elaborou-se um coeficiente de endividamento com capital de terceiros

1 Governança Corporativa é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. (IBCG – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa).

² Fazer valer a Lei.

em relação a todo o capital que financia as operações da empresa conforme literatura clássica de estrutura de capital. A utilização destes dados como métrica para estrutura de capital permite captar ações de credores e acionistas no que diz respeito à confiança, custo de capital e expectativa de fluxo de caixa futuro, uma vez que estas ações resultam na mudança das métricas do coeficiente utilizado.

Pesquisas recentes demonstraram o efeito da Nova Lei de Falências no crédito privado, com redução no custo das dívidas e aumento na proteção dos credores. Funchal (2008) encontra evidências de redução média de 22% no custo da dívida, 39% de aumento no crédito total, sendo que 79% no crédito de longo prazo. Atribui a este fato o aumento do nível de proteção dos credores e o aumento da expectativa de recebimento em decorrência da Nova Lei. Outro benefício encontrado foi a queda do número de falências decretadas e requeridas e do número de concordatas pedidas após a Nova Lei e o aumento no crédito das firmas dos setores comercial, serviços e rural. Entendem que os juízes compreenderam o objetivo da Nova Lei no sentido de fazer com que empresas economicamente viáveis continuem suas operações através do processo de recuperação judicial (Araujo e Funchal, 2008).

A Nova Lei de Falências Brasileira entrou em vigor em junho de 2005 e portanto foram pesquisados os períodos de 2002 a 2007, utilizando modelos de painel com efeito-fixo em 212 empresas listadas na Bovespa, analisando as mudanças no coeficiente de endividamento com terceiros. Os resultados demonstram que a Nova Lei contribui para uma tendência ao uso de financiamento via dívida pelas firmas brasileiras.

Este trabalho se apresenta organizado da seguinte forma: a seção 2 foi realizada uma revisão de literatura sobre a Lei de Falências; a seção 3 é feita uma

revisão teórica sobre estrutura de capital; a seção 4 são discutidos os resultados empíricos encontrados; e finalmente a seção 5 conclui.

2 LEI DE FALÊNCIAS

2.1 PAÍS DE ATUAÇÃO E O SISTEMA LEGAL

Em âmbito internacional não existe padronização das normas de falência (La Porta *et al*, 1998), o que faz com que ela se apresente de acordo com o contexto econômico, empresarial, jurídico, cultural local e a ação conjunta desses fatores dificulta o processo de padronização. Em consequência, a Lei de Falências é influenciada pelas características econômicas de cada país, como os sistemas econômicos baseados em mercado de capitais, mercado de crédito bancário e o sistema de países subdesenvolvidos. Ao observarem isso, Berkovit e Israel (1999) buscam sugerir a ótima Lei considerando estruturas de informação (fundamentais e estratégicas) que credores e devedores possuem e a influência das mesmas no processo de falência.

Analisando sob o contexto jurídico, destacam-se os comentários de La Porta *et al* (1998) ao afirmarem que países *common law*³ têm consideravelmente maior proteção aos investidores e melhor *enforcement* do que países *code law*⁴. Tal evidência é apresentada também por Araujo e Lundberg (2005) quando, ao analisarem a Lei de Falências sob o contexto econômico, destacam que países *common law* têm maior tendência de proteção aos investidores do que países *code law*. Por outro lado, Djankov *et al* (2007) trazem um argumento contrário em relação à origem do país (*common law* ou *code law*) pois não encontram influência estatisticamente significativa no que diz respeito ao crédito privado.

³ Direito consuetudinário, normalmente praticado por países que fizeram parte do império britânico.

⁴ Direito romano, normalmente praticado por países que sofreram influência do império romano.

Percebe-se que os autores citados apresentam diferentes contextos entre países (econômico e jurídico) e isso faz com que a Lei de Falências seja divergente e influencie nas decisões de credores e acionistas em relação a financiarem os projetos das empresas nos períodos antes e/ou depois ao processo de falência, impactando na economia do país. As próximas subseções deste capítulo tratam especificamente dessas influências.

2.2 PROTEÇÃO AO CREDOR E ACIONISTA

A Lei de Falências está relacionada com a proteção dada a credores e acionistas e uma boa Lei tende a aumentar esta proteção. Hay e Shleifer (1998) escreveram sobre a teoria da reforma legal analisando o impacto do que denominaram regras públicas, ou seja, o impacto da Lei no *enforcement* privado. Dentre os benefícios apresentados pelos autores destacam-se o auxílio na monitoração dos gestores pelos acionistas, o processo judicial mais eficiente, a redução na demanda por serviços em economia não oficial e o aumento da confiança de acionistas e fornecedores em relação às suas garantias perante a empresa. Ressaltam que os benefícios de uma reforma legal, em países de economia emergente, faz com que o *enforcement* privado tenha efeitos em curto e médio prazo.

Ao proteger credores segurados a Lei de Falências contribui positivamente na avaliação da empresa. Levine *et al* (2000) encontraram evidências de que existe maior valor presente em países que a Lei protege esse tipo de credor. Por sua vez, credores mais protegidos tendem a financiar os projetos das empresas conforme apresentam Djankov *et al* (2007) ao analisarem os determinantes do crédito privado em 129 países. Foram encontradas evidências de alguns casos em que, com base

nos controles utilizados para diferenciar características entre países, o aumento do direito dos credores em função da reforma legal contribui significativamente para o aumento do crédito.

Na América Latina e no Caribe Araujo e Funchal (2005) encontram evidências de baixa proteção ao credor devido a um sistema legal fraco e sua ineficiência reduz a expectativa de recuperação dos credores aumentando o custo de capital, contudo, a baixa proteção para o credor causa um impacto negativo no mercado financeiro (mais especificamente no mercado de crédito). Neste mesmo sentido La Porta *et al* (1998) afirmam que o Brasil apresenta pouca proteção para o investidor externo, conforme as discussões na literatura de governança corporativa, estando abaixo da média internacional.

A seguir são apresentadas as tabelas 1 e 2 que evidenciam a classificação do Brasil em relação a 181 países e entre os países da América Latina respectivamente, segundo o relatório Doing Business 2009 que é um projeto com objetivo de investigar o impacto da regulamentação (positivo ou negativo) em algumas fases do ciclo de vida das empresas dividindo-os em 10 tópicos.

Tabela 1: Proteção ao Investidor em 181 países

Esta tabela demonstra a classificação dos países de acordo com o grau de proteção ao investidor e credor segundo relatório Doing Business 2009. Os dados se referem ao período de abril de 2007 a janeiro de 2008.

Classif	País
1	Nova Zelândia
2	Cingapura
3	Hong Kong, China
4	Malaísia
5	Estados Unidos da América
6	Irlanda
7	Canadá
8	Israel
9	Reino Unido
10	África do Sul
84	Brasil

Fonte: www.doingbusiness.org

Nota: elaborada pelo autor

Um dos tópicos investigados pelo Doing Business é a proteção ao investidor, onde o Brasil se encontra em 84º na classificação em que foram pesquisados 181 países.

Tabela 2: Proteção ao Investidor AL e Caribe

Esta tabela demonstra a classificação dos países da América Latina e Caribe em relação ao grau de proteção ao investidor e credor segundo relatório Doing Business 2009. Os dados se referem ao período de abril de 2007 a janeiro de 2008.

Classif	País
1	Puerto Rico
2	Peru
3	Trinidad e Tobago
4	Santa Lúcia
5	Antígua e Barbuda
6	Colômbia
7	São Vicente e Granadinas
8	St. Kitts e Nevis
9	Dominica
10	Grenada
11	Chile
12	México
13	Paraguai
14	Jamaica
15	Guiana
16	Brasil
17	Nicarágua
18	Uruguai
19	Bahamas
20	Panamá
21	Argentina
22	El Salvador
23	Belize
24	República Dominicana
25	Guatemala
26	Equador
27	Bolívia
28	Honduras
29	Costa Rica
30	Haiti
31	Venezuela
32	Suriname

Fonte: www.doingbusiness.org

Nota: elaborada pelo autor

Entre os 32 países da América Latina investigados pela Doing Business o Brasil se encontra em 16º na classificação de proteção ao investidor.

Ao buscar proteger o credor a Lei de Falências pode causar dois impactos em relação às empresas conforme análise teórica comentada a seguir: o primeiro é quando existe rigor da Lei com empresas insolventes que trazem algumas penalidades como consequência, pois há probabilidade de influenciar negativamente

na expectativa de retorno de credores de forma a inibir o mercado de crédito; o segundo é quando a Lei não é rigorosa e, portanto, não penaliza empresas devedoras, sendo provável a influência positiva na expectativa de retorno dos credores, porém as empresas incorrem no risco de se endividarem com o fácil acesso ao crédito e aumentar a inadimplência (Araujo e Funchal, 2005). Apesar dessa análise, foram encontradas evidências de que com o rigor da Nova Lei houve um impacto positivo nos débitos, principalmente de empresas com baixa governança corporativa, o que induz ao entendimento de que a Lei substitui a baixa governança (FUNCHAL *et al*, 2008) aumentando a confiança dos credores e acionistas.

2.3 CRESCIMENTO ECONÔMICO EM MEIO À DIVERSAS CARACTERÍSTICAS DA LEI

O impacto da Lei de Falências a ser estudado neste momento é o que diz respeito ao crescimento econômico do país, atentando para as diferenças existentes nos mesmos (heterogeneidade), que por sua vez exercem influência na própria Lei de Falências conforme discutido no início deste capítulo.

Uma boa Lei pode influenciar no crescimento de um país uma vez que ela faz com que empresas economicamente viáveis continuem a operar com seus ativos. Araujo e Funchal (2007) apresentam um estudo de 44 países sobre os procedimentos de falência (liquidação ou reorganização) e buscam inferir sobre o melhor procedimento considerando heterogeneidade das empresas como a estrutura dos ativos (maior ou menor composição de capital físico), setor que a empresa está inserida e os custos de falência. Essas variáveis tendem a interferir na decisão de qual procedimento de bancarrota seria mais viável. Existem países que

preferem a liquidação e acabam incentivando credores segurados a reaverem seus direitos, podendo incorrer no erro de liquidar empresas economicamente viáveis. No período que antecede aos problemas financeiros, credores não segurados têm maior insegurança e aumentam os custos de capital, porém os credores segurados tendem a reduzi-los. Outros países são a favor do processo de reorganização para que não só os credores segurados, mas os demais credores e acionistas tenham a probabilidade de receber algum valor caso a empresa não se recupere. Shleifer e Vishny (1992) demonstram que quando o ativo é liquidado e existe dificuldade de alocação no mercado de forma eficiente, é provocado um impacto negativo na economia. A prática de liquidar os ativos através de leilão é uma tentativa de fazer com que seja atribuído valor pelos compradores, porém isso tende a não acontecer necessariamente porque outros aspectos macroeconomicos e a realocação desses ativos influenciam na definição do preço de compra. Quando a Lei traz um processo de reorganização eficiente, tende a reduzir a probabilidade dos erros gerados pelo processo de liquidação.

Observa-se que o processo de falência adotado pode fazer com que credores e acionistas sintam-se protegidos ou desprotegidos, portanto, ao perceberem que a Lei de Falências proporcionou proteção quanto a seus direitos, os mesmos tendem a fazer uma boa avaliação da empresa e financiar os projetos apresentados. Isso é demonstrado por Levine *et al* (2000) ao realizarem uma pesquisa para identificar a relação de causalidade entre intermediários financeiros e o crescimento econômico e evidenciaram que o desenvolvimento dos intermediários financeiros tem impacto forte e significativo na economia. São enfáticos em dizer que são claras as evidências de que em países que a Lei de Falências protege credores dando aos mesmos alta prioridade e assegurando o valor presente de seus créditos perante as

empresas, existe tendência de maior desenvolvimento dos intermediários financeiros e conseqüentemente na economia do próprio país.

A Lei de Falências também exerce influência nas ações dos gestores, impactando na gestão antes de problemas financeiros e também nos períodos em que a empresa está com problemas financeiros mas ainda não entrou no processo de falência (Araujo e Funchal, 2005). Conforme pesquisa realizada por Armstrong e Riddick (2003) nas empresas dos países do G7, verificou-se o impacto das diferentes Leis nos diferentes incentivos para os gestores, levando-os a tomar decisões que podem afetar o valor da empresa. Encontraram diferenças estatisticamente significantes sobre aspectos econômicos analisados entre os países, devido às diferenças da Lei de Falências, em períodos antes e após o pedido de falência. Os autores defendem que alguns incentivos tendem a atrair capital próprio de forma a refletir no crescimento econômico do país.

Dessa forma, as mudanças trazidas pela Nova Lei de Falências brasileira tendem a aumentar a proteção aos credores afim de que possam financiar os projetos das empresas (antes, durante e após o processo de falência) e o processo de reorganização tende a permitir que os problemas ocasionados com o processo de liquidação dos ativos sejam reduzidos, impactando positivamente na economia do país.

2.4 CONTEXTO BRASILEIRO

Em consequência dos impactos negativos na economia, alguns países têm reformado seu sistema legal de falências, como é o caso do Brasil que desde junho de 2005 passa a vigorar a Nova Lei de Falências 11.101/2005. A reforma da Lei tem trazido expectativas de mudanças que visam gerar crescimento econômico e

maiores chances de recuperação, o que antes era mais difícil devido à antiga Lei do país (Araujo e Lundberg, 2005).

Ao analisarem a antiga Lei de falências Araujo e Funchal (2006), argumentam que ela induz os credores à incerteza de investir nos projetos da firma pois:

- prioriza créditos trabalhistas e tributários em relação aos credores;
- o incentivo do gerente para recuperar a empresa tende a ser menor quando há violação das regras de prioridades absolutas, principalmente se for em seu benefício;
- gerentes investem em projetos arriscados que podem não vir a gerar valor na tentativa de salvar a firma;
- atraso do gerente para decretar a insolvência.

O problema acima exposto está relacionado com a discussão de teoria da agência que parte do pressuposto que credores e acionistas, também denominados principal, não possuem as mesmas informações que os gestores, conhecidos como agentes, ocorrendo assim a assimetria informacional (Jensen e Meckling, 1976), levando o principal a criar mecanismos para monitorar as ações dos agentes e aos problemas de azar moral (Araujo e Funchal, 2006). A questão da informação também foi abordada por Berkovit e Israel (1999) ao classificarem em fundamentais e estratégicas as informações que credores e devedores têm acesso no processo de falência e que influenciam nas decisões a serem tomadas.

A tabela 3 apresenta a ordem de prioridade no recebimento de acordo com a antiga Lei de Falências. Percebe-se que, no Brasil, credores segurados estavam em quarto lugar, o que pode levantar questionamentos sobre o valor presente de seus créditos perante os devedores, ou seja, aumenta a incerteza sobre os recebimentos.

Tabela 3: ORDEM DE PRIORIDADE DA FALÊNCIA - 36 PAÍSES

PRIORIDADES NA FALÊNCIA				
PAÍSES	1	2	3	4
Alemanha	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais		
Austrália	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Salários atrasados	
Áustria	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais		
Bélgica	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Fisco e Prev. Social	
Bermudas	Créd. c/ Gar. Real	Salários e Encargos (alguns)	Extra-concursais	Créd. Fiscais
Brasil	Cred. Trabalhistas	Créd. Fiscais	Extra-concursais	Créd. c/ Gar. Real
Bulgária	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais		
Canadá	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Salários atrasados (limitados)	Créd. Fiscais
China	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Cred. Trabalhistas (em algumas regiões estes recebem antes dos extra-concursais)	Créd. Fiscais
Coréia	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais		
Escócia	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Cred. Fiscais	Créd. Trabalhistas
Eslováquia	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais (inclusive eventuais 3 salários atrasados)		
Espanha	Salários (ultimos 30 dias até 2 salários mínimos)	Créd. Fiscais	Créd. c/ Gar. Real	
Estados Unidos	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Cred. Trabalhistas (limitados)	Créd. Fiscais (até 3 anos antes da falência)
Estônia	Extra-concursais	Créd. c/ Gar. Real	Cred. Trabalhistas	Impostos em atraso
Finlândia	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais		
França	Salários em atraso	Extra-concursais	Créd. c/ Gar. Real	
Holanda	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Cred. Fiscais	Créd. Trabalhistas
Hong Kong	Extra-concursais	Créd. c/ Gar. Real	Cred. Trabalhistas	Fiscais (alguns associados a fundos trabalhistas)
Hungria	Extra-concursais	Créd. c/ Gar. Real	Cred. Alimentícios	Créd. Fiscais
Inglaterra	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Fisco e Prev. Social	Créd. Trabalhistas (limitados)
Irlanda	Créd. c/ Gar. Real	Créd. Fiscais (limitados)	Cred. Trabalhistas	
Israel	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Cred. Trabalhistas (limitados)	Créd. Fiscais (idem)
Itália	Extra-concursais	Fiscais e Trabalhistas (mediante ações de apreensão judicial)	Créd. c/ Gar. Real	
Japão	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Cred. Trabalhistas	
Malásia	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Cred. Trabalhistas	Créd. Fiscais
Polônia	Créd. Fiscais	Extra-concursais - dívidas ativas c/ garantia na data da falência (até 50% do valor da venda do ativo garantidor)	Créd. c/ Gar. Real	
Portugal	Créd. c/ Gar. Real	Cred. Trabalhistas	Extra-concursais	Créd. Fiscais
Rússia	Extra-concursais	Cred. Trabalhistas	Créd. c/ Gar. Real	Créd. Fiscais
Singapura	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Créd. Trabalhistas (limitados)	
Suécia	Extra-concursais	Créd. c/ Gar. Real	Créd. Fiscais	Créd. Trabalhistas
Suíça	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Créd. Trabalhistas (limitados)	
Tailândia	Extra-concursais	Créd. c/ Gar. Real	Cred. Trabalhistas	
Tcheca, República	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Cred. Trabalhistas	
Vietnã	Extra-concursais	Créd. c/ Gar. Real	Cred. Trabalhistas	Créd. Fiscais

Fonte: Insolvency & restructuring 2003 - Getting the Deal Through series
Business Research Ltda., 2003 - Araújo e Lundenberg (2005)

Nota: Adaptada pelo autor

Segundo Araujo e Lundberg (2005) as mudanças da Nova Lei ajudarão no processo de recuperação das empresas pois se aproximam dos padrões internacionais. Dentre as mudanças destacam-se:

- substituição da concordata pela recuperação judicial, que traz a participação dos credores no plano de recuperação;
- criação da figura da recuperação extrajudicial, que permite acordo informal com os credores a ser homologado judicialmente;
- intervenção do Ministério Público antes da falência;
- criação do Comitê de Credores e da Assembléia Geral de Credores, que acompanha e fiscaliza a recuperação judicial;
- estabelecimento de um período máximo para a negociação do plano de recuperação judicial da empresa, ficando suspensas por este período todas as ações e execuções judiciais contra o devedor;
- inclusão de novos empréstimos à empresa em recuperação;
- criação de um tratamento sumário e privilegiado para pequenas e micro empresas, onde o juiz poderá aprovar renegociação padrão a ser paga em 36 prestações mensais, iguais e consecutivas;
- o administrador judicial deverá divulgar, para efeito de acompanhamento dos interessados e envolvidos no processo os débitos da empresa;
- mudança nas regras de prioridades absolutas que beneficiam o recebimento dos credores em relação aos tributários e dá à Assembléia dos

Credores poderes para modificar a ordem de recebimento nos casos de recuperação judicial e extrajudicial;

- limitação no pagamento prioritário dos empregados a 150 salários mínimos;
- em caso de liquidação da empresa, não há transferência do passivos para o adquirente.

Percebe-se que as mudanças trazidas pela Nova Lei buscam a continuidade dos negócios viáveis causando impacto positivo na economia ao manter o negócio empresarial, manter o emprego, pagamento dos fornecedores e dos tributos, e conforme Funchal (2008) gera aumento no crédito devido à proteção aos credores e proporciona redução no custo das dívidas.

Este trabalho se propõe a estudar o impacto da Nova Lei de Falências na estrutura de capital mensuradas pelo coeficiente de endividamento total com terceiros, no curto e no longo prazos, das empresas listadas na Bovespa e como este impacto se dá ao considerar o tamanho das empresas. Utilizou-se como métrica de capital de terceiros as dívidas contraídas e como métrica de capital próprio o valor de mercado da empresa. Espera-se com esta métrica capturar ações de credores e acionistas no que diz respeito às decisões de financiar as atividades da empresa, uma vez que a Nova Lei tende a ser um instrumento de governança e redução de incerteza sobre os recebimentos dos credores.

3 ESTRUTURA DE CAPITAL

As empresas necessitam de recursos para financiar seus projetos que muitas vezes excedem a disponibilidade, levando-as a contrair dívidas. Quando economicamente viáveis, esses projetos podem vir a gerar valor para a empresa e crescimento econômico para o país em que a mesma está inserida. Diversos pesquisadores têm procurado entender a estrutura de capital adotada pelas empresas considerando suas características específicas e também as do país em que ela está inserida bem como os aspectos econômicos. Num segundo momento procuram inferir sobre a estrutura ótima a ser adotada pelas mesmas atendendo para essas divergências.

A literatura de estrutura de capital apresenta as proposições de Modigliani e Miller (1958) em relação ao valor da empresa, sendo um marco referencial para o estudo, pois contribuíram para definição do modelo de estrutura de capital atualmente utilizado⁵ ao tentarem definir a ordem da estrutura de capital adotada pelas empresas. Ao partirem de premissas como dívidas livres de risco, tomar e conceder empréstimos à mesma taxa livre de risco, ausência de custos de transação, ausência de custos de falência, ausência de problemas de agência (Copeland e Weston, 1988) apud (Barros, 2005), Modigliani e Miller (1958) defendem inicialmente que o valor da firma independe da estrutura de capital da empresa e que a estrutura mista, composta por capital próprio ou de terceiros, irá influenciar no custo de captação individualmente e no risco do negócio, mas que essa relação se anula ao considerar o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC).

⁵ $(D/D+S)$ sendo D o valor de mercado das dívidas e S o valor de mercado das ações.

Em 1963 ao corrigirem o modelo M&M⁶ de valor da empresa e incorporarem a alíquota de imposto de renda corporativo, perceberam que ao aumentar a alavancagem, o custo médio ponderado de capital reduz levando ao aumento do valor da empresa (Modigliani e Miller, 1963). Esta relação entre custo pelo aumento do endividamento, resultando em custos de falência, e o benefício advindo da economia fiscal ao aproveitar a despesa para reduzir o valor pago de imposto de renda é chamada de teoria do *Trade-off* (Nakamura *et al*, 2007).

Após uma década, Miller (1977) insere no modelo o imposto de renda incidente sobre a pessoa física (acionistas e credores) e demonstra que dependendo da alíquota incidente sobre empresa, acionistas e credores, pode haver ou não o benefício fiscal.

Existem várias questões sobre a estrutura de capital a serem desvendadas, conforme ressaltam Rajan e Zingales (1995) ao questionarem sobre o que se conhece da estrutura de capital. O estudo realizado pelos autores nos países do G7 (Estados Unidos, Japão, Alemanha, França, Reino Unido, Itália e Canadá) evidenciou que o comportamento da estrutura de capital em relação ao grau de alavancagem é similar entre os países, porém, ressaltaram no decorrer de todo o estudo que algumas particularidades de cada país como Lei de Falências, padrões de contabilidade, mercado de crédito, dentre outros, resultaram em correlação negativa e que portanto, não possuem o mesmo comportamento.

Concomitante à discussão de estrutura de endividamento insere-se no contexto o risco de falência resultante do endividamento e os custos inerentes a este processo. Segundo Stiglitz (1969) e Frydenberg (2004), os custos de falência são custos em relação à dificuldade financeira como custos de transferência de ativos

⁶ Modigliani e Miller

para os novos donos, processos legais, honorários advocatícios dentre outros que são classificados como diretos; por outro lado, o próprio processo de falência leva a custos indiretos como a perda do controle da empresa alterando assim a expectativa de fluxo de caixa futuro dos agentes. Warner (1977) ainda discute, em relação aos custos indiretos de falência, sobre a perda de profissionais qualificados que diante do medo de falir buscam outras alternativas de emprego e sobre a perda de confiança na firma pelos clientes e fornecedores.

O tipo de dívida emitida pela empresa pode interferir no seu valor de mercado e no volume de recursos captados. Ao emitir um débito assegurado, por exemplo, e quando a Lei de Falências protege credores, tende a aumentar o valor de mercado da empresa pois a expectativa de recebimento dos credores aumenta e, portanto, reduzem os custos de captação e de falência que ocorrem antes de problemas financeiros e durante o processo de reorganização. Também, quando há emissão de títulos, a prioridade de recebimento dos detentores desses títulos tende a interferir no custo de capital e no aumento ou redução do crédito a ser concedido às empresas (Scott Jr, 1977). Porém, um ponto que pode-se destacar como negativo em relação às dívidas asseguradas em ativos é que quando a empresa possui ativos específicos para o seu negócio, que são difíceis de realocar mediante ao processo de liquidação, existe maior dificuldade em se alavancar e os custos de capital aumentam dado que não há certeza da utilização eficiente desses ativos para os possíveis compradores. Ressalta-se que a alavancagem da empresa pode variar do setor em que ela está inserida, ou seja, setores em que existem menos ativos específicos tendem a realocar os ativos de forma mais rápida em caso de liquidação pois seus ativos são mais líquidos (Shleifer e Vishny, 1992).

O controle acionário é outro fator que exerce influência na captação de recursos das empresas e na composição da estrutura de capital adotada. Num país com fraca garantia legal como o Brasil, empresas de controle privado nacional possuem maior endividamento de curto prazo que empresas de controle público nacional ou de controle estrangeiro por fatores como custos de insolvência, assimetria de informação das empresas privadas nacionais e má governança corporativa (Brito e Lima, 2005).

A ação do gerente também influencia nos recursos disponibilizados pelo mercado para as empresas financiarem seus projetos. Ao reduzir o incentivo do gerente, também reduz a probabilidade de sucesso da firma e isso faz com que haja aumento dos custos de captação de recursos e redução no crédito por parte dos credores (Araujo e Funchal, 2005).

A estrutura de capital utilizada neste trabalho está de acordo com os autores apresentados. Os resultados encontrados nesta pesquisa e discutidos no próximo capítulo, buscam desvendar mais uma questão sobre estrutura de capital quando influenciada pela Lei de Falências, captando os impactos da Lei no coeficiente de endividamento das empresas brasileiras, considerando efeitos no custo de captação, risco de falência, mudança na confiança e expectativa de fluxo de caixa de credores e acionistas.

4 RESULTADOS EMPÍRICOS

4.1 DADOS

Os dados de estrutura de capital (variável dependente) e do valor do ativo imobilizado, patrimônio líquido, e volatilidade (variáveis independentes de controle) foram coletados na base de dados da Economática abrangendo o período de 2002 a 2007. As demais variáveis de controle (PIB, Bonus Global, SELIC e IGPM) tem como fonte de dados a base do Ipeadata⁷ e também foram coletados durante o período analisado. Tanto as variáveis dependentes quanto as independentes de controle são compostas de dados anuais.

Foram extraídos do banco de dados 569 (quinhentos e sessenta e nove) empresas, porém observou-se que os dados de algumas empresas em alguns períodos não continham o valor de mercado, o que levou à exclusão das mesmas reduzindo o número de empresas analisadas para 212 (duzentos e doze) totalizando 688 (seiscentos e oitenta e oito) observações. Em seguida foi calculado o coeficiente de endividamento com terceiros no período analisado como medidas de estrutura de capital. Não estão contidas na amostra empresas do setor de fundos, finanças e seguros devido à não aplicabilidade da legislação analisada a estes setores⁸.

A estrutura de capital pesquisada é definida pelo coeficiente de endividamento e mensurada da seguinte forma:

a) Endividamento total

$$DDVM = \frac{DT}{DT + VM} \quad (1)$$

DDVM = coeficiente de endividamento total com terceiros

VM = valor de mercado da empresa

⁷ www.ipeadata.gov.br

⁸ Parágrafo II, artigo 2o da Lei 11.101/2005

DT = dívida total com terceiros

Sendo que:

$$DT = D_{cp} + D_{lp} \quad (2)$$

DT = dívida total com terceiros

D_{cp} = dívida de curto prazo

D_{lp} = dívida de longo prazo

$$D_{cp} = FIN_{cp} + DEB_{cp} + FORN_{cp} \quad (3)$$

D_{cp} = dívida de curto prazo

FIN_{cp} = financiamento de curto prazo

DEB_{cp} = debentures de curto prazo

$FORN_{cp}$ = fornecedores de curto prazo

$$D_{lp} = FIN_{lp} + DEB_{lp} \quad (4)$$

D_{lp} = dívida de longo prazo

FIN_{lp} = financiamento de longo prazo

DEB_{lp} = debentures de longo prazo

b) Endividamento curto prazo

$$DCDVM = \frac{D_{cp}}{DT + VM} \quad (5)$$

DCDVM = Coeficiente de endividamento de curto prazo com terceiros

D_{cp} = dívida de curto prazo

DT = dívida total com terceiros

VM = valor de mercado da empresa

c) Endividamento longo prazo

$$DLDVM = \frac{D_{lp}}{DT + VM} \quad (6)$$

DLDVM = Coeficiente de endividamento de longo prazo com terceiros

D_{lp} = dívida de longo prazo

DT = dívida total com terceiros

VM = valor de mercado da empresa

A tabela 4 apresenta a estatística descritiva da estrutura de capital mensurada pelos coeficientes de endividamento total, de curto prazo e longo prazo, evidenciando os períodos antes e após a o vigor da Lei de Falências, podendo ser observada a inexistência de dados cujo coeficiente é igual a 1 (valor máximo), o que demonstra a exclusão das empresas que não continham valor de mercado.

Tabela 4: Estatística descritiva das variáveis dependentes

Esta tabela resume a estatística descritiva apresentando média, desvio padrão e coeficientes de endividamento mínimos e máximos das 212 empresas pesquisadas.

Período antes da implementação da Nova Lei (2002 a 2004)				
Variáveis	Media	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
ddvm	0.5119341	0.2832343	0	0.999201
dcdvm	0.3196231	0.241775	0	0.999201
dldvm	0.192311	0.1980033	0	0.907886
Período após a implementação da Nova Lei (2005 a 2007)				
Variáveis	Media	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
ddvm	0.3461221	0.2627318	0	0.998859
dcdvm	0.2021953	0.2116992	0	0.998859
dldvm	0.1439268	0.1635315	0	0.997307
Período total da pesquisa (2002 a 2007)				
Variáveis	Media	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
ddvm	0.4261767	0.28505	0	0.999201
dcdvm	0.2588898	0.234122	0	0.999201
dldvm	0.1672868	0.1825459	0	0.997307

Observações: 688

Nota: elaborada pelo autor

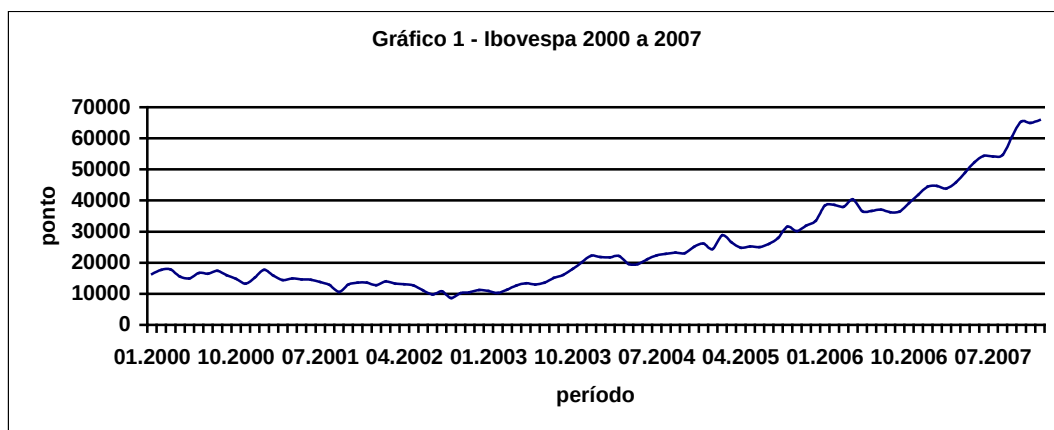
Outro aspecto a ser observado é que a média do coeficiente de endividamento é menor nos períodos após a Nova Lei. Isso pode ser explicado porque desde 2000 o país sofreu os efeitos da perda do valor de mercado com o “estouro da bolha eletrônica”⁸ agravados pelo atentado de 11 de setembro 2001. A redução do valor de mercado faz com que o coeficiente de endividamento aumente. Após o efeito da crise houve recuperação do valor de mercado onde o número de empresas que captaram recursos em oferta pública inicial (*IPO*) também aumentou consideravelmente e por consequência houve redução no coeficiente de endividamento.

⁸ Ver: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u88783.shtml>

O gráfico 1 evidencia o comportamento da pontuação do Ibovespa. Partindo de janeiro de 2000 alcançou 16.388 pontos, e inicia um período de queda onde a maior baixa se dá em setembro de 2002 com 8.622 pontos. A partir deste período o mercado inicia uma recuperação chegando a 65.866 pontos em dezembro de 2007.

Gráfico 1: Pontuação Ibovespa

Este gráfico apresenta a pontuação do Ibovespa em dados mensais entre os períodos de janeiro de 2000 a dezembro de 2007.



Fonte: software Proftchart-Neológica

Nota: elaborada pelo autor

A tabela 5 apresenta as medidas de localização dos dados da amostra pesquisada, evidenciando os período antes e após o vigor da Lei de Falências, demonstrando o percentual da amostra que possui medida igual ou menor que o coeficiente apresentado.

4.2 ANÁLISE DO EFEITO DA LEI NO ENDIVIDAMENTO

O procedimento econométrico utilizado para análise dos dados é painel com efeito fixo (erro padrão robusto a heterocedasticidade) e permite unir o estudo *cross-section* e de tempo controlando a heterogeneidade dos agentes, ou seja, isolando características intrínsecas de cada firma.

O modelo econométrico – regressão em painel com efeito fixo – tem como variável dependente o coeficiente de endividamento e como variável independente a Lei e variáveis de controle para isolar seus efeitos.

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 DLEI_{it} + \beta_2 LNIMOB_{it} + \beta_3 LNPIB_{it} + \beta_4 BG_{it} + \beta_5 PL + \beta_6 VOL_{it} + \beta_7 SELIC_{it} + \beta_8 IGPM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

A Nova Lei de Falências 11.101 de 09/02/2005, entrou em vigor em 09/06/2005. Para medir o efeito deste dado qualitativo foi utilizada variável binária *dummy* que assume valor de 0 para o período antes da implementação da Nova Lei (2002 a 2004) e 1 para o período após implementação da Nova Lei (2005 a 2007). A utilização da variável *dummy* com as demais quantitativas possibilita a identificação de mudanças estruturais.

Com o objetivo de controlar outros impactos na estrutura de capital que não os decorrentes da Nova Lei, foram utilizadas como variáveis de controle: a) log do ativo imobilizado (LNIMOB), pois o tamanho da empresa está positivamente relacionado com o endividamento, uma vez que quanto maior a proporção de ativos tangíveis, maior a capacidade de endividamento da empresa, pois possui bens para dar em garantia e empresas com ativos específicos têm maior dificuldade de se endividar conforme já discutido na revisão de literatura; b) log do produto interno bruto per capita (LNPIB) que evidencia a riqueza produzida pelo país e controla os

efeitos que flutuações na economia podem ter sobre a estrutura de capital; c) bonus global (BG) que é um título de dívida externa brasileira e foi utilizado nesta pesquisa para medir o risco do país e consequentemente controlar o efeito das mudanças de classificação na estrutura de capital; d) patrimônio líquido (PL) pois empresas cuja variável é negativa tendem a ter dificuldades em captar recursos mesmo tendo ativos para dar em garantia; e) volatilidade das ações (VOL) utilizada como medida de risco da empresa; f) taxa selic (SELIC) que é a taxa de juros livre de risco vinculada a títulos públicos federais negociados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia utilizada para controlar o efeito no custo da dívida das firmas e portanto na estrutura de capital; g) o índice geral de preços do mercado (IGPM) mede a inflação dos itens de bens de consumo e foi utilizado para controlar o efeito da variação no preço dos bens utilizados pela firma.

Procurou-se verificar neste trabalho se houve aumento no coeficiente de endividamento total, de curto prazo e de longo prazo após a Nova Lei de Falências. Justifica-se pelos efeitos esperados da Lei ao reduzir a incerteza dos credores e investidores em relação às garantias legais resultando em maior proteção e redução do custo de capital, portanto espera-se que o coeficiente da Lei seja positivo e estatisticamente significativo.

A tabela 7 apresenta o coeficiente referente à Lei positivo e significativo a 1% demonstra o aumento no coeficiente de endividamento total com terceiros de 0.08 após a Nova Lei de falências. Algumas mudanças que podem ter influenciado neste resultado são: a criação do comitê e assembléia dos credores, que faz com que os mesmos possam participar ativamente do processo de recuperação judicial e extrajudicial; a não transferência de passivos em caso de liquidação (problemas de sucessão); substituição de concordata pela recuperação judicial que traz os credores

para participarem do plano de recuperação. Tais fatores tendem a gerar maior proteção aos credores, fazendo com que aumente a expectativa de recebimento e reduza o custo exigido para financiarem os projetos da empresa. Considerando tais efeitos, buscou-se analisar se o impacto foi maior no curto ou longo prazo, pois se credores percebem uma Lei mais eficiente e que proporcione maior segurança, os impactos podem ser diferentes podendo levar um aumento no perfil do endividamento de longo prazo.

Tabela 7: Regressão Paineis com Efeito Fixo: coeficiente de endividamento total com terceiros

Esta tabela apresenta resultados utilizando análise de dados em painéis com efeito fixo, que verifica o impacto da Nova Lei de Falências na estrutura de capital de 212 empresas listadas na Bovespa nos períodos antes e depois. Como variável dependente tem-se o coeficiente de endividamento total com terceiros. Como variáveis independentes foram utilizadas variável *dummy* para a Lei 0 antes e 1 no ano de aprovação e períodos seguintes; como variáveis de controle foram utilizados: log ativo imobilizado (LNIMOB), log produto interno bruto (LNPIB), risco do país pelo bonus global (BG), patrimônio líquido (PL), volatilidade dos ativos (VOL), taxa livre de risco (SELIC), inflação (IGPM).

Painel A: Regressão Paineis com Efeito Fixo: coeficiente de endividamento total com terceiros

Variável Dependente: DDVM

	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	Valor P
Intercepto	4.110109	1.467749	0.005
LEI	0.08059922	0.020662	0.000
LNIMOB	0.084893	0.019694	0.000
LNPIB	-2.120673	0.6423502	0.001
BG	0.0002667	0.0001039	0.011
PL	-3.60e-09	1.21e-09	0.003
VOL	0.0012512	0.0004232	0.003
SELIC	-13.60427	4.508859	0.008
IGPM	0.0015634	1.467749	0.177

Observações: 688

R²: 0.0842

Prob > F: 0.0000

Nota: elaborada pelo autor

A tabela 8 apresenta o coeficiente referente à Lei de Falências positivo e significativo a 10% demonstra aumento no coeficiente de endividamento de curto prazo de 0.031. Portanto, o resultado demonstra que após a Nova Lei, mudanças como nas regras de prioridades absolutas, que beneficiam os credores em detrimento ao fisco e faz com que credores sem garantias aumentem o ganho esperado, e o aumento nas chances de recuperação das firmas via novos

empréstimos para empresas em recuperação contribuem para o resultado encontrado.

Tabela 8: Regressão Panel com Efeito Fixo: coeficiente de endividamento de curto prazo com terceiros

Esta tabela apresenta resultados utilizando análise de dados em painel com efeito fixo, que verifica o impacto da Nova Lei de Falências na estrutura de capital de 212 empresas listadas na bovespa nos períodos antes e depois. Como variável dependente tem-se o coeficiente de endividamento de curto prazo com terceiros. Como variáveis independentes foram utilizadas variável *dummy* para a Lei 0 antes e 1 no ano de aprovação e períodos seguintes; como variáveis de controle foram utilizados: log ativo imobilizado (LNIMOB), log produto interno bruto (LNPIB), risco do país pelo bonus global (BG), patrimônio líquido (PL), volatilidade dos ativos (VOL), taxa livre de risco (SELIC), inflação (IGPM).

Painel B: Regressão Panel com Efeito Fixo: coeficiente de endividamento de curto prazo com terceiros

Variável Dependente: *DCDVM*

	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	Valor P
Intercepto	3.106336	1.160364	0.008
LEI	0.031316	0.0164877	0.058
LNIMOB	0.0428645	0.0111501	0.000
LNPIB	-1.521587	0.5021483	0.003
BG	0.0001452	0.0000842	0.085
PL	-1.52e-09	9.04e-10	0.094
VOL	0.0008796	0.0006489	0.176
SELIC	-9.510018	3.839649	0.014
IGPM	0.0011533	1.160364	0.216

Observações: 688

R2: 0.0054

Prob > F: 0.0000

Nota: elaborada pelo autor

A tabela 9 apresenta o coeficiente referente à Lei de Falências positivo e significativo a 1% demonstra aumento no endividamento de longo prazo de 0.049. Aumentam as chances de recebimento dos credores em virtude das mudanças nas regras de prioridades absolutas, pois com a limitação do crédito trabalhista há recebimento dos credores antes da liquidação de todas as dividas desta natureza. A proteção dada aos credores também é um fator defendido pelos teóricos que permite às empresas contraírem dívidas de longo prazo.

Tabela 9: Regressão Panel com Efeito Fixo: coeficiente no endividamento de longo prazo com terceiros

Esta tabela apresenta resultados utilizando análise de dados em painel com efeito fixo, que verifica o impacto da Nova Lei de Falências na estrutura de capital de 212 empresas listadas na bovespa nos períodos antes e depois. Como variável dependente tem-se o coeficiente de endividamento de longo prazo com terceiros. Como variáveis independentes foram utilizadas variável *dummy* para a Lei 0 antes e 1 no ano de aprovação e períodos seguintes; como variáveis de controle foram utilizados: log ativo imobilizado (LNIMOB), log produto interno bruto (LNPIB), risco do país pelo bonus global (BG), patrimônio líquido (PL), volatilidade dos ativos (VOL), taxa livre de risco (SELIC), inflação (IGPM).

Variável Dependente: DLDVM

	Coeficiente	Erro Padrão	
		Robusto	Valor P
Intercepto	1.003774	1.041929	0.336
LEI	0.0492762	0.156847	0.002
LNIMOB	0.0376247	0.127126	0.003
LNPIB	-0.5990864	0.4526502	0.186
BG	0.0001214	0.0000845	0.151
PL	-2.08e-09	6.17e-10	0.001
VOL	0.0003717	0.0006091	0.256
SELIC	-4.094261	3.599277	0.660
IGPM	0.0004101	0.0009325	0.336

Observações: 688

R2: 0.1380

Prob > F: 0.0000

Nota: elaborada pelo autor

4.3 HETEROGENEIDADE

Para verificar o impacto da Nova Lei considerando a heterogeneidade das empresas em relação ao tamanho do ativo imobilizado, utilizou-se a variável LEI*LNIMOB que multiplica a variável *dummy* pelo valor do ativo imobilizado. Se o coeficiente da variável dependente for negativo significa que a Nova Lei teve maior impacto nas empresas menores e vice versa.

O modelo econométrico utilizado para este teste foi:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 DLEI * LNIMOB_{it} + \beta_2 DLEI_{it} + \beta_3 LNIMOB_{it} + \beta_4 LNPIB_{it} + \beta_5 BG_{it} + \beta_6 PL + \beta_7 VOL_{it} + \beta_8 SELIC_{it} + \beta_9 IGPM_{it} + \varepsilon_{it}$$

A tabela 10 demonstra os resultados do teste da Nova Lei considerando a heterogeneidade das empresas no coeficiente de endividamento total. Os efeitos

não são significantes estatisticamente. Agora será realizado o teste nos coeficientes de curto e longo prazos para verificar se os resultados obedecem à mesma direção.

Tabela 10: Regressão Panel com Efeito Fixo: coeficiente de endividamento total com terceiros

Esta tabela apresenta resultados utilizando análise de dados em painel com efeito fixo, que verifica o impacto da Nova Lei de Falências na estrutura de capital de 212 empresas listadas na bovespa nos períodos antes e depois, considerando a heterogeneidade das empresas pelo ativo imobilizado. Como variável dependente tem-se o coeficiente de endividamento total com terceiros. Como variáveis independentes foram utilizadas variável *dummy* para a Lei 0 antes e 1 no ano de aprovação e períodos seguintes, multiplicado pelo log do ativo imobilizado (LEI*LNIMOB); como variáveis de controle foram utilizados: LEI, log ativo imobilizado (LNIMOB), log produto interno bruto (LNPIB), risco do país pelo bonus global (BG), patrimônio líquido (PL), volatilidade dos ativos (VOL), taxa livre de risco (SELIC), inflação (IGPM).

Painel A: Regressão Panel com Efeito Fixo: coeficiente de endividamento total com terceiros

Variável Dependente: *DDVM*

	Coeficiente	Erro Padrão Robusto	Valor P
Intercepto	4.113996	1.468502	0.005
LEI*LNIMOB	-0.0013145	0.005373	0.812
LEI	0.0991318	0.0822379	0.229
LNIMOB	0.0812501	0.0196919	0.000
LNPIB	-2.127111	0.6411893	0.001
BG	0.0002662	0.0001039	0.011
PL	-3.50e-09	1.26e-09	0.006
VOL	0.0012726	0.0004326	0.003
SELIC	-13.64097	4.507298	0.003
IGPM	0.0015658	0.0011571	0.177

Observações: 688

R2: 0.0849

Prob > F: 0.0000

Nota: elaborada pelo autor

A tabela 11 demonstra os resultados do teste da Nova Lei considerando a heterogeneidade das empresas no coeficiente de curto prazo e também não se apresentam significantes.

Tabela 11: Regressão Paineis com Efeito Fixo: coeficiente de endividamento de curto prazo com terceiros

Esta tabela apresenta resultados utilizando análise de dados em painéis com efeito fixo, que verifica o impacto da Nova Lei de Falências na estrutura de capital de 212 empresas listadas na Bovespa nos períodos antes e depois, considerando a heterogeneidade das empresas pelos seus ativos. Como variável dependente tem-se o coeficiente de endividamento de curto prazo com terceiros. Como variáveis independentes foram utilizadas variável *dummy* para a Lei 0 antes e 1 no ano de aprovação e períodos seguintes, multiplicado pelo log do ativo imobilizado ($LEI \cdot LNIMOB$); como variáveis de controle foram utilizados: LEI, log ativo imobilizado (LNIMOB), log produto interno bruto (LNPIB), risco do país pelo *Bonus Global* (BG), patrimônio líquido (PL), volatilidade dos ativos (VOL), taxa livre de risco (SELIC), inflação (IGPM).

Painel B: Regressão Paineis com Efeito Fixo: coeficiente de endividamento de curto prazo com terceiros

Variável Dependente: *DCDVM*

	Coeficiente	Erro Padrão	
		Robusto	Valor P
Intercepto	3.117218	1.159669	0.007
$LEI \cdot LNIMOB$	-0.0036797	0.0047422	0.438
LEI	0.0832157	0.070047	0.235
LNIMOB	0.0449945	0.0114472	0.000
LNPIB	-1.53961	0.4998519	0.002
BG	0.0001439	0.0000841	0.088
PL	-1.24e-09	9.35e-10	0.184
VOL	0.0009395	0.0006548	0.152
SELIC	-9.612737	3.821911	0.012
IGPM	0.0011601	0.0009276	0.212

Observações: 688

R²: 0.0057

Prob > F: 0.0000

Nota: elaborada pelo autor

A tabela 12 demonstra os resultados do teste da Nova Lei considerando a heterogeneidade das empresas no coeficiente de longo prazo e também não se apresentam significantes.

Tabela 12: Regressão Panel com Efeito Fixo: coeficiente no endividamento de longo prazo com terceiros

Esta tabela apresenta resultados utilizando análise de dados em painel com efeito fixo, que verifica o impacto da Nova Lei de Falências na estrutura de capital de 212 empresas listadas na bovespa nos períodos antes e depois, considerando a heterogeneidade das empresas pelos seus ativos. Como variável dependente tem-se o coeficiente de endividamento de longo prazo com terceiros. Como variáveis independentes foram utilizadas variável *dummy* para a Lei 0 antes e 1 no ano de aprovação e períodos seguintes, multiplicado pelo log do ativo imobilizado (LEI*LNIMOB); como variáveis de controle foram utilizados: LEI, log ativo imobilizado (LNIMOB), log produto interno bruto (LNPIB), risco do país pelo bonus global (BG), patrimônio líquido (PL), volatilidade dos ativos (VOL), taxa livre de risco (SELIC), inflação (IGPM).

Variável Dependente: DLDVM

	Coeficiente	Erro Padrão	
		Robusto	Valor P
Intercepto	0.9967792	1.040045	0.338
LEI*LNIMOB	0.0023653	0.0041294	0.567
LEI	0.0159162	0.0593689	0.789
LNIMOB	0.0362556	0.012886	0.005
LNPIB	-0.5875015	0.4508087	0.193
BG	0.0001223	0.0000845	0.149
PL	-2.26e-09	6.72e-10	0.001
VOL	0.0003331	0.0005966	0.577
SELIC	-4.028235	3.583548	0.262
IGPM	0.0004057	1.040045	0.664

Observações: 688

R2: 0.1334

Prob > F: 0.0000

Nota: elaborada pelo autor

Com base nos resultados apresentados verificou-se que a reforma da Lei de Falências Brasileira proporcionou aumento no coeficiente de endividamento total das empresas de 0.08 e que este aumento é composto de 0.031 no curto prazo e 0.049 no longo prazo. O aumento do valor de mercado das empresas, que contribuiu para o aumento da oferta pública inicial, resultando no aquecimento do mercado de capitais brasileiro (dado que o país foi considerado pelos analistas como ótimo para se investir), causaria impacto maior na redução do coeficiente de endividamento, porém percebe-se que o efeito da Lei de Falências foi positivo e minimizou a redução, sendo um fator que contribuiu para o aumento da captação de recursos das empresas brasileiras. Os resultados vêm confirmar para o Brasil o que autores como Hay e Shleifer (1998), Levine *et al* (2000) e Djankov *et al* (2007) haviam dito sobre o aumento da confiança de acionistas e credores, que por se sentirem mais protegidos, financiam os projetos causando aumento no crédito das empresas,

concomitante com a redução no custo de captação dos recursos, e isso gera impacto positivo na economia do país. Neste mesmo sentido Araujo e Funchal (2005) e Funchal *et al* (2008) afirmaram que a Lei de Falências auxilia na monitoração dos gestores e o rigor trazido causa impacto positivo no crédito de países com baixa governança. O efeito de maior impacto no longo prazo pode também ser explicado pelo aumento no *enforcement* de países de economia emergente e redução na incerteza de recebimento dos gestores fazendo com que as empresas realizem captação de recursos no longo prazo. No período pesquisado não foi encontrado resultado significativo que pudesse confirmar para o Brasil os argumentos de Hay e Shleifer (1998) sobre a Nova Lei como mecanismo de governança corporativa.

5 CONCLUSÃO

O objetivo principal desta pesquisa foi verificar se a Nova Lei de Falências Brasileira trouxe benefícios que proporcionassem às empresas mudanças na estrutura de capital que viessem a contribuir para a continuidade dos negócios de firmas viáveis, causando impacto positivo na economia do país.

A contribuição deste trabalho se dá pela forma com que a ação de credores e acionistas foi captada ao utilizar o coeficiente de endividamento total das firmas, no curto e longo prazo com base nas demonstrações contábeis divulgadas e no valor de mercado das ações.

O resultados encontrados estão de acordo com as teorias apresentadas sobre reforma legal e a estrutura de capital das empresas, onde as evidências apontam para o aumento da confiança de credores e acionistas mediante as mudanças da Nova Lei, refletidas no aumento do coeficiente de endividamento das empresas de 0.031 e 0.049 no curto e longo prazo respectivamente, totalizando um aumento de 0.08.

Ao analisar o coeficiente de endividamento considerando a heterogeneidade em relação ao tamanho das empresas, não foram encontrados resultados estatisticamente significantes, limitado ao período analisado, que confirmem a Nova Lei como instrumento de governança para empresas menores.

Percebe-se que a reforma da Lei de Falências, num ambiente legal como o Brasil, gera maior confiança para credores e acionistas ao aproximá-los da gestão e do processo decisório da empresa em casos de insolvência e ao dar prioridades nos recebimentos em casos de recuperação e falências, reduzindo assim o custo de

captação de recursos no mercado, aumentando a captação para os projetos da empresa e influenciando positivamente na economia.

6 REFERÊNCIAS

ARAUJO, Aloísio P.; FUNCHAL, Bruno. A Nova lei de falências brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 36, p. 1-46, 2006.

_____. Bankruptcy Law in Latin America: Past and Future. **Journal Economia - The Journal of the Latin America and Caribbean Economic Association**. v. 6, n. 1, p. 149-216, 2005.

_____. A Nova Lei de Falências Brasileira: Primeiros Impactos. **Revista de Economia Política**, 2008.

_____. Corporate Bankruptcy Law and the Credit Market: A General Equilibrium Approach. In: XXIX Encontro Brasileiro de Econometria, 2007, Recife. **Anais do XXIX Encontro Brasileiro de Econometria**, 2007.

ARAUJO, Aloísio P.; LUNDBERG, Eduardo. A Nova Legislação de Falências: Uma Avaliação Econômica. In: Luiz Fernando Valente de Paiva. (Org.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, v. 1, p. 325-351, 2005.

ARMSTRONG, Vaughn S.; RIDDICK, Leigh A.. Bankruptcy Law Differences Across Countries, Managerial Incentives and Firm Value.. Available at **SSRN: <http://ssrn.com/abstract=420560> or DOI: 10.2139/ssrn.420560**. 2003.

BARROS, Lucas Ayres. B. C.. **Valor da empresa e estrutura de capital**. São Paulo: Editora Saint Paul Institute of Finance, 2005.

BERKOVITCH, Elazar; RONEN, Israel. Optimal Bankruptcy Laws across Different Economic Systems. **Review of Financial Studies**. v.12, n. 2, p. 347-77, 1999.

BRITO, Ricardo D.; LIMA, Mônica R.. A escolha da estrutura de capital sobre fraca garantia legal: o caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**. Rio de Janeiro, v. 59, n. 2, p.177-208, 2005.

DKANKOV, Simeon; CARELEE, McLiesh; SHLEIFER, Andrei. Private Credit in 129 Countries, **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 2, p. 299-329, 2007.

FRYDENBERG, Stein. Theory of capital structure: a review. **Norwegian University of Science and Technology**, 2004.

FUNCHAL, Bruno.. The Effects of the 2005 Bankruptcy Reform in Brazil. **Economics Letters**, v.101, p. 84-86, 2008.

FUNCHAL, Bruno.; GALDI, Fernando. C.; LOPES, Alexandro. B.. Interactions between Corporate Governance, Bankruptcy Law and Firms' Debt Financing: The Brazilian Case. **Brazilian Administration Review**, v. 5, p. 245-259, 2008..

HAY, Jonathan R.; SHLEIFER, Andrei. Private Enforcement of Public Laws: A Theory of Legal Reform *The American Economic Review*. v. 88, n. 2, p. 398-403, 1998.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H.. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n.4, p. 305-360, 1976.

LA PORTA, R.; F.LOPES DE SILANES, A.; SHLEIFER R. W. Vishny. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LEVINE, R.; LOAYZA, N.; BECK, T. Financial intermediation and growth: causality and causes. **Journal of Monetary Economics**, v. 46, p. 31-77, 2000.

MILLER, M. H.. Debt and Taxes. **Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 261-275 1977.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H.. The cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, 1958.

_____. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. **The American Economic Review**, v. 33, n. 3, p. 433-443, 1963.

NAKAMURA, Wilson T.; FILHO, Antônio F. C.; MARTIN, Diógenes M. L.; COSTA, André C. F.; AMARAL, Alexandre C. FORTE, Denis. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade e Finanças**. USP, São Paulo, n. 44, p. 72-85, 2007.

RAJAN, Raghuram G.; ZINGALES, Luigi. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. **Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W.. Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach. **Journal of Finance** v.47, n. 4, p. 1343-66, 1992.

STIGLITZ. Joseph E.. A re-examination of the Modigliani-Miller Theorem. **The American Economic Review**, v. 59, n. 5, p. 784-796, 1969.

SCOTT JR, JAMES H. Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 1, p. 1-19, 1977.

WARNER, J. B.. Bankruptcy Costs: Some Evidence. **Journal of Finance**, v.32, n. 2, p. 337-347, 1977.