

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

SAMUELE GOMES PEDROZA

DIREITO DO CREDOR, GOVERNANÇA E RETENÇÃO DE CAIXA: um estudo sobre a proteção legal do credor, governança corporativa e as participações em dinheiro das empresas listadas na B3.

**VITÓRIA
2019**

SAMUELE GOMES PEDROZA

DIREITO DO CREDOR, GOVERNANÇA E RETENÇÃO DE CAIXA: um estudo sobre a proteção legal do credor, governança corporativa e as participações em dinheiro das empresas listadas na B3.

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

Orientador: Prof. Dr. Aziz Xavier Beiruht

**VITÓRIA
2019**

SAMUELE GOMES PEDROZA

DIREITO DO CREDOR, GOVERNANÇA E RETENÇÃO DE CAIXA: um estudo sobre a proteção legal do credor, governança corporativa e as participações em dinheiro das empresas listadas na B3.

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

Aprovada em 27 de fevereiro 2019.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr.: AZIZ XAVIER BEIRUTH

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

Prof. Dra.: ARILDA MAGNA CAMPAGNARO TEIXEIRA

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia
e Finanças (FUCAPE)

Prof. Dr.: ANDRÉ AROLDI FREITAS DE MOURA

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia
e Finanças (FUCAPE)

Dedico este trabalho a meu
amado esposo Edson Ferreira
por me incentivar a cada dia.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a DEUS, pela sabedoria e força dada para conclusão da pesquisa.

Agradeço ao corpo docente da FUCAPE, pela paciência e profissionalismo na transmissão do conhecimento durante a realização do curso.

Aos colegas de mestrado que sempre torceram pela finalização desse trabalho.

“Instrua o homem sábio, e ele será ainda mais sábio; ensine o homem justo, e ele aumentará o seu saber. ”

(Provérbios 9:9)

RESUMO

O presente estudo examina a probabilidade de falência das empresas que operam no Brasil e nos Estados Unidos, o direito dos credores e a qualidade da governança sobre as disponibilidades de caixa. Observamos que a pesquisa não forneceu suporte para o argumento de que a probabilidade de falência de empresas é menor em países com forte proteção ao credor. Por outro lado, descobrimos que as firmas com regras mais rígidas de governança geram condições de crédito mais favoráveis e que as empresas que passam por dificuldades financeiras preferem reter caixa. Neste estudo foi realizado pesquisa utilizando-se os dados coletados da Base Económica. Analisou-se 458 empresas da B3, no período de 2005 a 2016, dando ênfase à importância do ambiente legal, institucional e econômico do Brasil para explicar as decisões de retenção de caixa das empresas.

Palavras-chave: Direito dos Credores; Lei de Falência 11.101/2005; *Cash Holding*.

ABSTRACT

The present study examines the probability of bankruptcy of the companies that operate in Brazil and in the United States, the creditors' right and the quality of the governance about corporate cash holdings. We observed that the research didn't supply support for the argument that the probability of bankruptcy of companies is smaller in countries with strong protection to the creditor. On the other hand, we discovered that the firms with more rigid rules of governance generate more favorable credit conditions and that the companies that go by financial difficulties prefer to keep box. In this study research was accomplished being used Base Económica's collected data. It was analyzed 458 companies of B3, in the period from 2005 to 2016, giving emphasis to the importance of the atmosphere legal, institutional and economical of Brazil to explain the decisions of corporate cash holdings.

Keywords: Bankruptcy Law; Creditor Rights; Cash holding.

SUMÁRIO

Capítulo 1	10
1 INTRODUÇÃO	10
Capítulo 2	15
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	15
2.1 DIREITO DO CREDOR E RETENÇÃO DE CAIXA	15
2.2 LEI DE FALÊNCIA (LEI 11.101/05) – BRASIL	19
Capítulo 3	27
3 METODOLOGIA	27
3.1. DESCRIÇÃO E AMOSTRA DA PESQUISA.....	27
3.2 EQUAÇÃO DA REGRESSÃO	27
3.2.1 Descrição e fundamentação das variáveis de pesquisa	28
Capítulo 4	35
4 RESULTADOS.....	35
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA	35
4.2 ANÁLISE DA REGRESSÃO	40
Capítulo 5	45
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	45
REFERÊNCIAS.....	48

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

Na última década o Brasil identificou um aumento expressivo no número de empresas em recuperação judicial e falidas devido ao lento crescimento da economia, altas taxas de juros, baixo consumo das famílias e a alta do dólar. A atividade empresarial sofre reflexo dessa estagnação da economia brasileira prevalecendo o baixo dinamismo nos negócios agravando as dificuldades financeiras enfrentadas pelas empresas. O acesso ao crédito tornou-se excessivamente oneroso dificultando o reestabelecimento das empresas que passam por dificuldades financeiras prejudicando a continuidade das atividades e a eficiente renegociação de suas dívidas. O presente estudo examina a probabilidade de falência das empresas que operam no Brasil e nos Estados Unidos, o direito dos credores e a qualidade da governança sobre as disponibilidades de caixa.

De acordo com art. 47, da Lei 11.101/2005, que regula a recuperação judicial, extrajudicial e falência do empresário e da sociedade empresária:

[...] a recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica. (Capítulo III, Recuperação Judicial, seção I, Disposições Gerais).

Conforme Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer (2008), maior direito dos credores proporciona o aumento do financiamento externo, reduzindo a obrigação de acúmulo de dinheiro, sendo um fator importante para definir a quantidade de crédito concedido pelo setor financeiro às firmas. Além disso, gera maior disponibilidade de investimentos devido a redução da taxa de juros e aumento da oferta de crédito,

resultando em maior quantidade de recursos no presente e no futuro.

Segundo Araújo, Ferreira e Funchal (2012), o custo de falência foi reduzido em torno 8% após a implantação da Lei 11.101/2005, Lei da Falência, estimulando a proteção dos credores e favorecendo o financiamento das empresas. Pesquisas anteriores como Kyröläinen, Tan, Karjalainen (2013) e Yang e Nafar (2014), demonstraram que em países que apresentam direitos mais fortes dos credores, os gestores receiam que a inadimplência de dívidas possa causar a falência de suas empresas e gerar desemprego. Dessa forma, as firmas preferem manter um nível de alavancagem menor e um maior volume de dinheiro para evitar o fechamento prematuro de seus estabelecimentos. Acharya, Amihud, Litov (2011); Cho, Ghoul, Guedhami, Suh (2014); Fan, Titman, Twite (2012); Vig (2013); Yang e Nafar (2014).

Diante disso, elaborou-se a questão de pesquisa deste trabalho: para evitar a probabilidade de falência, as empresas devem aumentar a disponibilidade de caixa e a governança corporativa?

Em países onde a governança é forte as leis são mais eficientes e o índice de corrupção é reduzido, contribuindo para os mercados fornecerem mais dinheiro com maior facilidade e menos riscos. Dessa forma, a mistura entre forte direito de credores e alta governança, permite que empresas retenham menos dinheiro em caixa.

Um sistema judicial eficiente desempenha um papel importante para determinar a liquidez das firmas. Permite a recuperação de empréstimos com maior facilidade por parte dos credores, além disso, promove segurança jurídica para o caso da execução das garantias. Credores fornecem dinheiro para as empresas com a expectativa de recebimento de juros sobre o valor principal, porém nem sempre essa expectativa é atendida devido ao risco de falência e inadimplência que muda de um país para outro.

As três principais hipóteses testadas são: a) No Brasil que apresenta governança deficiente, haverá uma relação negativa entre os direitos dos credores e Falência. b) As empresas Brasileiras que possuem governança corporativa forte e emitem ADR reduzem a probabilidade de Falência, haverá uma relação negativa entre ADR e Falência. c) Empresas Brasileiras que tem maior reserva de caixa evitam a probabilidade de Falência, haverá uma relação negativa entre Caixa e Falência.

Embora a atual Lei de Falência, Lei 11.101/2005, no Brasil, seja considerada consistente para insolvências, apresenta deformação em sua aplicação. A frágil proteção aos credores é reflexo dessa distorção. Segundo o relatório *Doing Business* 2018, a taxa média de recuperação pelos credores é de 12,7 centavos por dólar.

Essa situação levou a necessidade de elaboração de um Projeto de Lei de número 10.220/2018, visando a alteração da Lei 11.101/2005, Lei de Falência. Dentre as principais mudanças na legislação destaca-se maior proteção ao credor, inclusão de dívidas com garantia de alienação fiduciárias, que representa a maioria dos créditos contraídos em instituições financeiras, a implementação de programas de parcelamento de débitos tributários com prazos maiores, preservação da empresa viável, criação de varas judiciais regionais especializadas, regulamentação da recuperação judicial de grupos de firmas e da venda de ativos durante o processo, isentando o comprador de passivo da vendedora, além da ampliação dos entes abrangidos pela lei que incluirá as estatais, sociedade de economia mista, cooperativas, produtores rurais, sociedade não empresarias e profissionais liberais.

Com a intenção de permitir a alavancagem das empresas, a renegociação de suas dívidas e a continuidade dos negócios, a Lei de Falência deve ser mais eficiente. A celeridade no processo judicial com a finalidade de recuperação da empresa facilita a negociação entre as empresas devedoras e seus credores. É necessário preservar

a atividade empresarial, porém tem que existir o consenso entre o interesse dos credores: fornecedores, bancos, empregados, comerciantes, etc.

Para examinar a relação entre as restrições financeiras das empresas que operam no Brasil e nos Estados Unidos, o direito dos credores e a qualidade da governança sobre as disponibilidades de caixa foi utilizado o modelo dinâmico de Fleuriet que identifica a situação financeira das empresas através da análise do capital de giro e o modelo de Altman que utiliza a análise discriminante para classificar a situação financeira das empresas em boa ou ruim. A amostra disponibiliza informações de 458 empresas brasileiras, listadas na B3, compreendendo o período entre 2005 e 2016, com exceção das firmas classificadas como bancos e seguradoras. O estudo abrangerá o modelo estatístico de regressão linear com dados em painéis com base no método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), sendo realizado 4.159 observações.

A pesquisa contribui para literatura mostrando que a boa governança e o aumento de liquidez, podem ajudar as empresas que passam por dificuldades financeiras a reduzir a probabilidade de falência. De acordo com esta visão, estudos anteriores relatam que o nível de endividamento pode influenciar na determinação dos níveis de caixa. Chen, Pan, Wang, Shen (2016). Além disso, Empresas que apresentam boa governança possuem mais dinheiro em caixa (Kalcheva & Lins 2007).

Estudos sobre o Direito do Credor, governança e manutenção de caixa em países em desenvolvimento é relativamente inexplorado, principalmente no Brasil. Essa pesquisa tenta completar essa lacuna fornecendo evidências do Brasil. Entre os resultados obtidos, pode-se confirmar que a pesquisa não forneceu suporte para o argumento de que a probabilidade de falência de empresas é menor em países com forte proteção ao credor. Identificamos que a possibilidade de falência é

negativamente influenciada pela governança das empresas que emitem ADR pelo modelo de Fleuriet. Empresas com regras mais rígidas de governança geram condições de crédito mais favoráveis. Também demonstramos que empresas apresentam nível de liquidez negativo em relação a probabilidade de Falência. Confirmando que reservas de caixa podem ajudar as empresas que passam por dificuldades financeiras a sobreviverem em um mercado competitivo evitando falência.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 DIREITO DO CREDOR E RETENÇÃO DE CAIXA

As participações em caixa entre empresas de países como Japão, França, Alemanha, Reino Unido, Estados Unidos e Brasil estão profundamente ligadas às práticas de financiamento e/ou estruturas legais desses países (por exemplo, direitos de proteção). Opler, Pinkowitz, Stulz, Williamson (1999), pesquisaram que as diferenças entre firmas dentro de um país são em grande parte atribuíveis às suas características (por exemplo, tamanho da empresa, lucratividade, oportunidades de crescimento e tangibilidade de ativos). Guney, Ozkanb & Ozkan (2007), examinaram o impacto da proteção do credor e dos acionistas sobre as disponibilidades de caixa. Seus resultados demonstraram que gestores acumulam mais dinheiro na tentativa de reduzir a ameaça de falência.

Quanto maior for o direito dos credores, pior serão as consequências para empresas que enfrentam dificuldades financeiras. A violação de contratos resultará em consequências indesejadas. Empresas podem reduzir investimentos ou alterar sua estrutura de capital, gerentes reduzirão a sua capacidade de tomada de decisão e empregados serão demitidos. Nessa situação, as empresas podem optar pela redução de riscos, incluindo a realização de mais caixa.

Em países que apresentam fraca governança, os credores temem em emprestar, pois o dinheiro pode ser utilizado de forma imprudente. Por outro lado, em países que apresentam boa governança, não há preocupação com os investimentos, os credores preferem que empresas sigam estratégias de maximização de valor de

longo prazo. Através de uma governança forte é possível o controle da corrupção, aplicação da lei e garantia do direito do credor, resultando em mais investimentos e maiores taxas de recuperação. (Bae & Goyal, 2009).

Países com alta governança podem reduzir os problemas de agências reduzindo a necessidade de caixa. De acordo com estudos de Jensen (1986) e Opler et al (1999), é mais provável que empresas possuam menos dinheiro em caixa em países com forte proteção aos acionistas devido a redução dos custos de agência. Em países que apresentam fraca proteção aos investidores os custos de agência serão maiores e o acesso das empresas a empréstimos financeiros será limitado.

Empresas com governança corporativa deficiente nos Estados Unidos detêm menos dinheiro do que outros países pois gastam mais em fusões e aquisições. (Harford, Mansi & Maxwell, 2008). O caixa e seus valores estão relacionados a governança corporativa e a problemas de agência. Pois as posições de caixa são ativos que apresentam maior liquidez e representam maior parte do total de ativos. Portanto mudanças nos custos de agências resultantes de governança devem ser refletidos nas disponibilidades de caixa. Dittmar & Mahrt-Smith (2007); Harford, Mansi e Maxwell (2008); Huang & Zhang (2012); Kalcheva & Lins (2007); Pinkowitz, Stulz e Williamson (2003); Tong & Wei (2009). Quando a governança corporativa é deficiente e a proteção do investidor é fraca, o problema de agência tende a piorar. (Denis & McConnell, 2003; La Porta, Lopes-de-Silanes, Sheifer & Vishny, 1997).

Conforme a teoria da agência, os administradores devem acumular mais dinheiro à custa dos investidores para manter maior flexibilidade nas decisões de investimento, evitando a pressão do mercado de capitais na busca pelo financiamento externo. Quando as empresas estão em processo de insolvência, muitos acionistas não têm interesse de aumentar o capital de investimento, mesmo para investir em

projetos lucrativos. Segundo Han, Kim e Srivastava (1998), firmas que apresentam dificuldades financeiras oferecem um nível reduzido de caixa necessitando de financiamentos com prazos mais longos e taxas de juros mais baixas. Qian e Straha (2007), encontraram em seus estudos que direitos mais fortes dos credores resultam em empréstimos de longo prazo e taxas de juros menores, a execução de contratos é mais eficiente em alguns países do que outros.

Os direitos dos credores são determinados pela lei de falência de um país no qual a dívida foi concedida, direito de credores fortes podem resultar em melhor oferta de crédito, (Aghion e Bolton,1992). Credores emprestam às empresas porque a lei protege os seus direitos (La porta et al, 1998). Djankov et al. (2007), descobriram que o índice de crédito privado é maior em relação ao PIB nos países onde os direitos dos credores apresentam maior proteção. Trabalhos anteriores mostram forte conexão entre crédito privado e crescimento econômico (Levine, Loayza e Beck, 2000).

A proteção dos direitos dos acionistas e credores é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais por meio de financiamento (La Porta et al. ,1997; Haselmann e Wachtel, 2010; Visaria, 2009; Djankov et al. 2007; Beck, Demircüç-Ku, Levine, 2007; Levine, Loayza, Beck, 2000). Pinkowitz, Stulz e Williamson (2003), em suas pesquisas mostram que em países com baixa proteção ao investidor o dinheiro vale menos para os acionistas minoritários de empresas. Lins e Kalcheva (2007), examinam que proteção do investidor em nível nacional afeta marginalmente as disponibilidades de caixa.

Os resultados das pesquisas de La porta et al. (1998), mostram a importância das leis de um país que protegem os direitos dos investidores pois são fatores fundamentais para a evolução das finanças corporativas e governança. Segundo Djankov et al. (2007), o avanço dos direitos dos credores deve aumentar a oferta de

financiamento externo restringindo a necessidade de as empresas acumularem mais dinheiro. Mahrt-Smith e Servaes (2003), em suas pesquisas constataram que em mercados externos desenvolvidos, as empresas detêm menos dinheiro em caixa e os acionistas têm maiores direitos. Conforme Hicks (1936), as empresas retêm caixa pelos motivos de precaução (choques adversos, tornando o acesso ao capital mais caro) e especulação (oportunidades de investimento para geração de lucros). Em mercados financeiros menos desenvolvidos, empresas mantêm nível de caixa alto. Empresas que oferecem maior alavancagem possuem maiores risco de falência, por isso preferem acumular caixa para evitarem dificuldades financeiras.

Embora os direitos dos credores fortes induzam o crescimento do risco da empresa a medida que a inadimplência ocorre, seu objetivo é reduzir o risco para evitar insolvência. (Sandler e Hartley, 1999). O risco da inadimplência é maior em países em desenvolvimento em empresas que operam com o financiamento de curto prazo (Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt, Maksimovc, 2001; Shah e Khan, 2007). Esse tipo de financiamento beneficia os investidores que priorizam o lucro a curto prazo e revela que o processo judicial é demorado e caro. O fortalecimento dos direitos dos credores nos Estados Unidos induziu as empresas atrasar a inadimplência, que poderia reduzir o valor (Capkun e Weiss, 2016).

Os credores evitam utilizar o sistema judiciário para a cobrança de dívidas, dessa forma, a ineficiência judicial beneficia o devedor, pois este pode se recusar a pagar a dívida mesmo que a empresa esteja solvente. (Japelli, Pagano e Bianco, 2005). O processo judicial lento diminui a taxa de recuperação e aumenta o tempo gasto na exclusão da garantia depois da inadimplência. (Bae e Goyal, 2009).

Al-Najjar & Clark (2017), analisou os determinantes das disponibilidades de caixa para os quatro maiores países emergentes (Brasil, Rússia, Índia e China),

concluindo que as participações em caixa desses países são semelhantes aos países desenvolvidos. As diferenças nos direitos dos credores referem-se ao tratamento das garantias que influenciam expressivamente os contratos de empréstimo. (Bae e Goyal, 2009). A proteção dos direitos dos credores oferece às instituições financeiras maior credibilidade para assumir um risco maior em suas operações. (Benmelech e Bergman, 2011).

2.2 LEI DE FALÊNCIA (Lei 11.101/05) – BRASIL

O Decreto-Lei 7.661/45 regulamentava a falência de empresas, anterior a Lei 11.101/05, e tinha como características a concessão de concordata ou a decretação da falência, que era submetida à análise da situação econômico-financeira da instituição.

A concordata tinha como propósito a recuperação financeira das empresas em dificuldades, só abrangia os créditos de garantia ou créditos quirografários, nos quais o credor não possuía nenhuma garantia. Dentre as principais deficiências da concordata, destaca-se a inexistência ou pequena participação dos credores nos processos de permissão da instituição, uma vez que as demonstrações contábeis e financeiras do negócio eram fornecidas ao juiz somente pelo devedor, o que ocasionava o congelamento da recuperação do devedor, limitando a suspensão do pagamento de suas obrigações.

Na prática, a concordata privilegiava o pagamento dos débitos sociais e a cobrança da dívida. Dessa forma, as empresas finalizavam suas atividades com o tempo, deixando apenas os seus passivos.

Com o aumento da atividade industrial e a globalização na economia,

necessitou-se, na época, da criação de uma lei de acordo com os países estrangeiros que facilitasse o prosseguimento das atividades das empresas e não o seu desaparecimento.

Desse modo, surge a Lei 11.101/2005 que trata da falência e da recuperação judicial no Brasil. Para Araújo e Lundberg (2005), a recuperação se mostra mais abrangente e flexível em relação à lei anterior. É uma espécie de conciliação de interesse entre devedor e credor, possibilitando ao credor o recebimento das dívidas.

De acordo com Coelho, Edwards, Scherer & Colauto (2017), dentre as principais alterações promovidas pela Lei 11.101/2005, destacam-se: a criação da recuperação judicial e a geração de meios para o crescimento de ativos, tendo como propósito a redução da crise econômica e patrimonial da empresa, a continuidade dos postos de trabalho e a punição dos crimes falimentares. Bertoldi e Ribeiro (2014), afirmam que o foco da referida lei é a proteção jurídica do mercado.

Funchal e Araújo (2006), analisaram por meio de testes empíricos o comportamento do número de pedidos de falências e recuperação judicial, após a implementação da nova Lei de Falências, encontrando um decréscimo na quantidade de falência (decretadas e requeridas), e na quantidade de recuperações/concordatas solicitadas. Quanto ao acesso ao crédito das empresas brasileiras, observaram uma alavancagem do mercado de crédito nos setores de serviços, rural e comercial.

Conforme o Relatório do Banco Mundial *Doing Business* (2018), o sistema de informação ao crédito e a Lei de Falências podem melhorar o acesso ao crédito e a sua alocação. O sistema de informação ao crédito permite ao credor verificar o cadastro financeiro (positivo ou negativo), ajudando a avaliar o risco do negócio, a reorganizar o mutuário inadimplente e a recuperar parte do capital emprestado, em caso de não pagamento. A Lei de Falência protege o direito dos credores e devedores

por intermédio da garantia que possibilita a venda de bens para gerar capital (Scalzilli, Tellechea e Spinelli, 2012).

Segundo esse relatório, o Brasil melhorou o seu sistema de informação de crédito, entre o período dos anos de 2011 até 2017, possibilitando às agências de crédito privado para coletar e compartilhar informações. Succurro (2012), garante que um sistema de falência mais eficiente fortalece os poderes e os atos dos credores como uma garantia para estes, tornando mais fácil para as empresas a obtenção do crédito.

Mundialmente o Brasil situa-se no 105º no ranking das 190 economias sobre facilidade de obtenção de crédito, a economia brasileira tem uma pontuação de 7,0 na profundidade de crédito, e uma pontuação de 2,0 sobre o índice a força de direitos legais. Esse índice tem como parâmetro determinadas características que facilitam os empréstimos dentro da garantia aplicável e da Lei de Falência (Relatório *Doing Business* Banco Mundial, 2018).

Com o objetivo de garantir economicamente a sobrevivência de empresas e realocar os recursos ineficientes, a resolução do processo de recuperação de empresas mais rápido e barato, pode resultar em uma retomada acelerada dos negócios, possibilitando funcionamento normal da empresa com o aumento de credores. Um bom sistema de insolvência gera facilidade ao acesso de financiamentos, torna mais viável a sustentabilidade de empresas e o crescimento da economia.

Conforme Berger e Udell (2006), o ambiente de falência determina a aplicação das resoluções de falência, ou seja, a sua execução eficiente. Os sistemas de falência mais eficientes são menos demorados e menos onerosos, dessa forma, na recuperação de uma dívida se obtêm maior taxa de recuperação.

O Brasil posiciona-se em 80º no ranking de 190 economias em facilidade de resolver insolvência. O tempo médio para resolver os processos de recuperação judicial e falência é aproximadamente 4 anos e custa em torno de 12% da propriedade do devedor. A taxa média de recuperação pelos credores é de 12,7 centavos por dólar de empresas insolventes, abaixo da média da América Latina 30,8 centavos por dólar e das economias da OCDE 71,2 centavos por dólar.

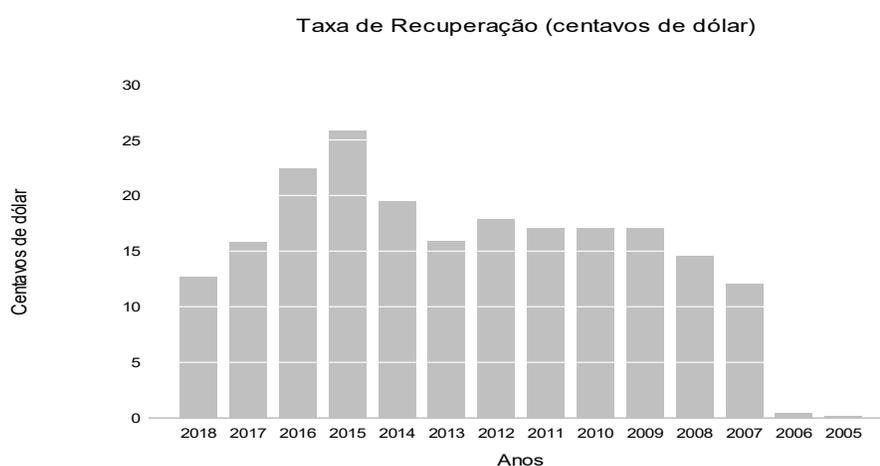


Gráfico 1: taxa de recuperação pelos credores no Brasil
 Fonte: relatório do Banco Mundial *Doing Business* (2018)
 Nota: adaptado pelo autor.

O índice de força para resolver a falência no Brasil apresenta pontuação de 13, esse número varia de 0 a 16, em que os maiores valores são atribuídos à reabilitação de empresas. Ao longo dos últimos 4 anos, como apresenta o Gráfico 1, a posição do Brasil tem piorado no índice de resolução de insolvência na avaliação do subitem taxa de recuperação.

Embora a Lei de Falência e recuperação judicial seja consistente, há distorções em sua aplicação. A frágil proteção aos credores em benefício dos acionistas e quotistas influenciou a elaboração do projeto de lei número 10.220, que visa elevar a

proteção ao crédito com base em cinco princípios: preservação da empresa viável, correlação entre o aumento de crédito e maior proteção, além do rápido recomeço do empresário falido e incentivo ao empreendedorismo. É necessário um regime menos oneroso, principalmente para as micro e pequenas empresas que apresentam a maioria das falências decretadas e recuperação judicial requerida no país, conforme dados do SERASA Experian.

Outro fator que certamente favorecerá a recuperação judicial de empresas brasileiras é a implantação de um novo código comercial que tenha como objetivo aprimorar o ambiente de negócios, atrair investimentos, estimular o crescimento de empresas privadas e expandir a estabilidade jurídica. A simplificação e a modernização de regras poderão fortalecer o regime de insolvência no país.

Observa-se que após 12 anos de implementação da lei 11.205/05, a quantidade de processos com decretação de falência reduziu em torno de 75%, em relação ao ano de 2005. Outro fator a se notar é que, no ano da implementação da Lei de Falência, ocorreram 9.548 falências requeridas e no ano de 2016 esse número decaiu para 1.852 falências requeridas, comprovando o estudo de Funchal e Araújo (2008). Desde a implantação da Lei de Falência e recuperação judicial, até o ano de 2016, tiveram falências decretadas 11.818 micros e pequenas empresas, 1.146 médias empresas e 342 grandes empresas. A micro e pequenas empresas têm poucas chances de recuperação, quando comparado com as médias e grandes empresas, e representam maior parcela dos processos de insolvência. Para Araújo, Funchal e Ferreira (2017), os custos do processo judicial são superiores ao valor do ativo da micro e pequena empresa, dessa forma, o Estado arca com o custo do encerramento das atividades da firma e os credores não conseguem reaver o investimento realizado.

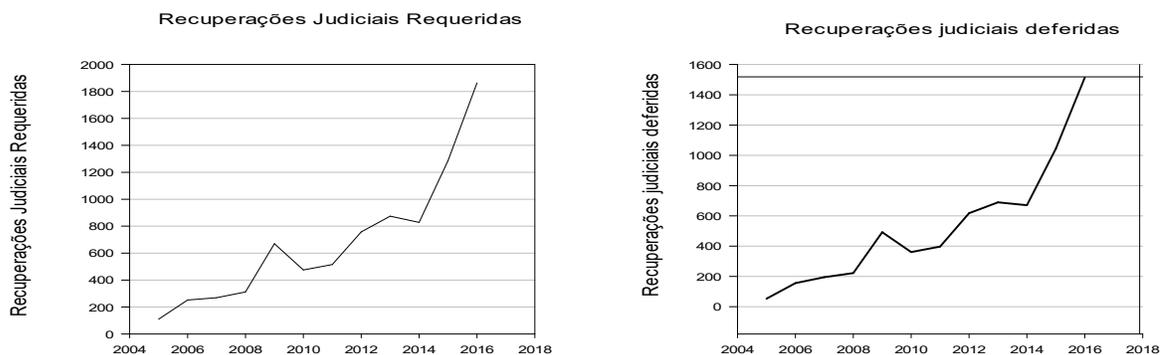


Gráfico 2– Recuperações Judiciais requeridas e deferidas

Fonte: Serasa

Nota: adaptado pelo autor

O Gráfico 2 evidencia o número de recuperações judiciais requeridas e deferidas, no período de 2005 a 2016. Segundo Tribunal de Justiça de São Paulo, desde a vigência da Lei 11.101/2005, foram solicitados 22.170 pedidos de recuperação judicial. Destes pedidos, 2.050 empresas foram recuperadas e 4.020 convolveram em falência.

Segundo Araújo, Ferreira e Funchal (2012), o custo da dívida foi reduzido em torno 8% após a implantação da Lei 11.101/2005, incentivando a proteção dos credores e beneficiando o financiamento das empresas. Direitos de credores fortes reduz a possibilidade de empresas entrarem em insolvência, evitando os administradores contraírem dívidas. (Rajan e Zingales, 1995).

Em países que têm direitos de credores mais fortes, a volatilidade do fluxo de caixa e os índices de alavancagem são reduzidos, afetando negativamente o risco corporativo. São os casos de empresas que mantêm um nível de alavancagem abaixo do ideal ou retêm grande quantidade de dinheiro para evitar falência. (Acharya et al., 2011; Cho et al., 2014; Fan, Titman, Twite, 2012; Vig, 2013; Yang e Nafar, 2013).

Muitos administradores só identificam a probabilidade de falência quando a baixa liquidez ocorre através da inadimplência constante. (Marques & Braga, 1995). Assim, a hipótese é:

H1: No Brasil que apresenta governança deficiente, haverá uma relação negativa entre os direitos dos credores e Falência.

Maior transparência na divulgação das informações protege os credores e os investidores além de facilitar o acesso ao crédito. Uma governança forte em um país proporciona maior taxa de recuperação de empresas, maior investimento e menos corrupção. Empréstimos em países com fraca governança expõe aos credores um maior risco. Japelli, Pagano, Bianco (2005). Doidge, Karolyi, Stulz (2007) em suas pesquisas mostraram que as características dos países influenciam no nível de governança corporativa. Leis e regulamentos de um país influenciam na governança das empresas através da proteção do investidor. Bae e Goyal (2009) encontraram em seus estudos que a governança forte favorece o controle da corrupção e a aplicação da lei garantido o direito dos credores.

Harford, Mansi, Maxwell (2008) encontrou em suas pesquisas que empresas com governança deficiente possui menos dinheiro do que empresas que apresenta melhor governança em uma amostra de empresas americanas. A boa governança contribui na oferta de mais recursos e credores e acionistas acreditam em maior probabilidade de recebimento.

Dadas as evidências apresentadas espera-se que empresas que operam no mercado norte americano necessitam de melhores práticas de governança corporativa implicando em maior oferta crédito. Portanto, as hipóteses são as seguintes:

H2: As empresas Brasileiras que emitem ADR reduzem a probabilidade de Falência, haverá uma relação negativa entre ADR e Falência.

H3: Empresas Brasileiras que tem maior reserva de caixa evitam a probabilidade de Falência, haverá uma relação negativa entre Caixa e Falência.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

O presente estudo examina a probabilidade de falência das empresas que operam no Brasil e nos Estados Unidos, o direito dos credores e a qualidade da governança sobre as disponibilidades de caixa.

3.1. DESCRIÇÃO E AMOSTRA DA PESQUISA

Para a composição desta pesquisa foi utilizada uma amostra com 4159 observações distribuídas entre 458 empresas brasileiras e americanas que emitiram Adrs, listadas na B3, extraídas da Base Económica, entre os períodos de 2005 a 2016, com exceção das firmas classificadas como bancos e seguradoras.

3.2 EQUAÇÃO DA REGRESSÃO

A seguir é apresentada a equação para estimação da relação entre as variáveis:

$$\text{FALÊNCIA}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CASH}_{i,t} + \beta_2 \text{Governança Corporativa}_{i,t} + \beta_3 \text{ADR}_{i,t} + \beta_4 \text{GOV*ADR}_{i,t} + \text{Controles}_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

Em que:

β = Coeficiente do modelo;

i = Unidade de análise representa as companhias;

t = Período;

ε_{it} = Erro aleatório.

3.2.1 Descrição e fundamentação das variáveis de pesquisa

Falência Fleuriet é representado pelo modelo dinâmico de Fleuriet que identifica a situação financeira das empresas através da análise do capital de giro. (Sato,2007). Conforme Quadro abaixo:

Estrutura	ST	=	CDG	-	NCG	Situação da liquidez
Tipo 01	(+)	=	(+)	-	(-)	Excelente
Tipo 02	(+)	=	(+)	-	(+)	Sólida
Tipo 03	(-)	=	(+)	-	(+)	Insatisfatória
Tipo 04	(+)	=	(-)	-	(-)	Alto Risco de Insolvência
Tipo 05	(-)	=	(-)	-	(-)	Muito ruim
Tipo 06	(-)	=	(-)	-	(+)	Péssimo

Quadro 1- Modelo Fleuriet

Fonte: adaptado Fleuriet (2015).

Observa-se que para cada tipo de estrutura existe uma situação de liquidez específica. Foi incluída uma *dummy* com valor 0 para as empresas que apresentaram baixa probabilidade de falência (Tipo 1, tipo 2, tipo 3 e tipo 4) e 1 para empresas com alta probabilidade de Falência (Tipo 5 e Tipo 6).

Segundo Silva, Araujo & Monte (2006) esse modelo reclassifica o Balanço Patrimonial em contas erráticas (ativo e passivo circulante financeiro), cíclicas (ativo e passivo circulante operacional), e não cíclicas (ativo e passivo não circulante). Através dessa reclassificação é possível obter a necessidade de capital de Giro (NCG), o capital de giro (CDG) e o saldo de tesouraria. A NCG é representada pelo somatório das contas do ativo circulante operacional menos o somatório das contas do passivo operacional.

O Saldo de tesouraria é o ativo circulante financeiro menos o passivo circulante financeiro. O capital de giro (CDG) é a diferença do Ativo circulante pelo Passivo circulante. Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003).

Ativo Circulante	Passivo Circulante
Ativo circulante Financeiro ou (Ativo Errático) Caixa + equivalente de caixa	Passivo Circulante Financeiro ou (Passivo Errático) Financiamento de curto prazo Debêntures de curto prazo Dividendos a Pagar
Ativo Circulante operacional ou (Ativo Cíclico) Clientes a curto prazo Outras contas a receber a curto prazo Estoques	Passivo circulante operacional ou (Passivo Cíclico) Fornecedores Impostos a pagar Provisão de curto prazo

Quadro 2- Contas da Economática sara o Modelo Fleuriet
Fonte: Adaptado Ambrozini, Matias e Júnior (2014).

Falência Altman é representado pelo Z-score de Altman (1968) que é calculado da seguinte forma $Z=1,2X_1+1,4X_2+3,3X_3 + 0,6X_4+0,999X_5$, onde X_1 representa o capital de giro dividido pelo ativo total, X_2 é o lucro acumulado dividido pelo ativo total, X_3 é lucro antes de juros e impostos dividido pelo ativo total, X_4 é o valor de mercado dividido pela dívida, e X_5 é as vendas dividido pelo ativo total. Foi incluída uma *dummy* com valor 0 para empresas que apresentaram Z – Score acima de 1,81 com reduzido risco de falência e 1 para empresas que apresentaram Z- Score abaixo de 1,81 elevado risco de falência. Empresas em dificuldades financeiras apresentam nível reduzido de liquidez (Kim, Mauer, Sherman, 1998).

O dinheiro é o caixa, mais o equivalente de caixa, dividido pelo ativo total, menos o caixa e equivalente de caixa. Empresas com excesso de caixa buscam mais alternativas estratégicas e promove inovação. (Greve & Salaff, 2003).

A variável CR é o direito do credor que é representado pela metodologia do

relatório *Doing Business*, do Banco Mundial Resolução de Insolvência, que identifica as deficiências na Lei de Falência. Os valores maiores sugerem uma maior participação dos credores no processo e um grau mais alto de proteção dos direitos dos credores (Scalzilli, Telchea e Spinelli, 2012). A metodologia de proteção dos credores abrange o índice de participação dos credores (0-4).

PRVCREDIT é o crédito privado por bancos depositários e outras instituições financeiras em relação ao PIB do país. Segundo Levine, Loayza e Beck (2000), a medida de crédito privado em relação ao PIB corresponde ao montante total do financiamento da dívida fornecida a empresas privadas por todas as instituições financeiras, exceto bancos centrais. Esta medida captura a facilidade com que as empresas de um país podem obter crédito de mercados externos de capital, pontuações menores sugerem maior dificuldade na aquisição do crédito externo.

A variável AC é o direito do acionista que é representado pela metodologia do relatório *Doing Business* do Banco Mundial, que mede a proteção legal dos acionistas minoritários, conforme os estudos de Djankov et al. 2008. Essa variável mede a proteção dos acionistas contra a má utilização dos ativos das empresas para benefício próprio (ganhos pessoais), as garantias de governança e as práticas de transparência corporativa. A metodologia de proteção dos investidores minoritários abrange o índice dos direitos dos acionistas (0-10).

Stockcap é a capitalização anual do mercado de ações, mede o valor das ações cotadas em relação ao PIB deflacionadas pelo IPC (índice de preços do consumidor) Beck et al. (2010). Indica o tamanho do mercado de ações em relação ao tamanho da economia. (Beck, Demirguc-Kunt e Levine, 2007). Espera-se uma relação negativa pois um mercado de ações maior indica um mercado de capitais desenvolvido, facilita o acesso ao financiamento externo e reduz a necessidade de liquidez interna.

As práticas Governança corporativa no mercado acionário Brasileiro abrange transparência, igualdade entre acionistas e prestação de contas. A partir de 2001 as empresas que adotaram um dos níveis de práticas de governança corporativa (novo mercado, nível 2 e nível 1), favoreceram o aumento do volume de negociação ações devido a promessa de divulgação das informações além da legislação exigida. Empresas listadas no novo mercado se submetem a exigências maiores em relação ao direito de acionistas e investidores tornando-se mais competitivas em relação ao mercado internacional. Carvalho (2003). Foi incluída uma dummy com valor 0 para empresas que adotaram práticas de governança corporativa (nível 2 e nível 1) e 1 para empresas listadas como novo mercado. Empresas com boas práticas de governança corporativa suavizam conflitos de interesse com credores.

ADR é uma variável dummy com valor 0 para empresas que não emitem *American Depositary Receipts* (ADR) e 1 para empresas que emitem ADR. Empresas necessitam melhorar as práticas de governança corporativa para operar no mercado norte americano. Regras mais rígidas de governança geram condições de crédito mais favoráveis.

A variável FCF é o fluxo de caixa que é definida como o lucro líquido mais a depreciação dividida pelo ativo total. Jensen (1986) e Stulz (1990), defendem que o *Free Cash-Flow* das empresas e o endividamento das mesmas, relacionam-se positivamente conforme a Teoria da Agência. A empresa tem a opção de escolher uma forma ideal que proteja os direitos dos credores, diminuindo as perdas no processo de falência e recuperação judicial.

O WCAP é o ativo circulante, menos o passivo circulante, menos caixa e equivalente de caixa, dividido pelo patrimônio líquido. Bates, Kahle, Stulz (2009),

Ferreira e Vilela (2004), indicam que o capital de giro líquido consiste em ativos que substituem o dinheiro.

A alavancagem é o passivo circulante mais o passivo não circulante dividido pelo ativo total. Segundo Stulz (1990), o endividamento de empresas depende da perspectiva de fluxo de caixa e oportunidade de investimento. A alavancagem aumenta a possibilidade de dificuldades financeiras. Baskin (1987).

O Ln (ativo) é o logaritmo natural do ativo total e representa a variável TAM. O tamanho da empresa pode alterar o impacto da assimetria da informação e a possibilidade de financiamento de empresas. A possibilidade de falência é menor em grandes empresas. Empresas que possuem maiores ativos têm melhores requisitos para a aquisição de crédito. (Titman e Wessels, 1998; Rajan e Zingales, 1995). A liquidez de caixa está relacionada negativamente com o tamanho da empresa.

A variável TANG representa a tangibilidade que é o ativo imobilizado, dividido pelo ativo total. Empresas com menor quantidade de bens tangíveis estão sujeitas a problemas de assimetria de informação e dispostas a contrair empréstimos para financiar suas atividades. O custo de falência é reduzido em empresas que possuem maior quantidade de ativos tangíveis, impactando na taxa de recuperação de empresas. Gaud (2005). A avaliação de ativos tangíveis é fácil e pode ser utilizado como garantia, reduzindo os custos de falência. Myers (1984).

A variável GOV * ADR é um termo interativo que representa o produto das empresas que emitem ADR e a governança corporativa. Essa variável identifica um nível maior de práticas de governança pelas empresas que tem como meta o cumprimento das normas vigentes e regulamentos e o melhor relacionamento com os investidores.

A variável $GOV*CR$ é um termo interativo que representa o produto do direito do credor e a governança corporativa das empresas. O coeficiente positivo indica que a liquidez aumenta com baixo direito de credores nos países e com baixa pontuação de governança. O coeficiente negativo indica que altos níveis direitos de credores e governança resultam em menor disponibilidade para as empresas. (Seifert e Gonenc, 2016).

A variável $GOV*AL$ é um termo interativo que representa o produto da governança corporativa e da alavancagem. (Seifert e Gonenc, 2016).

A variável $CR*AL$ é um termo interativo que representa o produto do direito do credor e a alavancagem. Existem duas visões opostas a respeito de direito de credores mais fortes em relação à alavancagem. La porta et al. (1997) e Djankov et al. (2007), argumentam que os fornecedores de crédito oferecem mais crédito com maior proteção ao credor. Cho, Ghoul, Guedhami, Suh (2014), acreditam que as firmas vão ter menos dívida pois em momentos de dificuldades financeiras e as empresas sofrem com maior direito dos credores

Variáveis	Definição
Variável dependente	
<p>FALÊNCIA FLEURIET= É 0 para as empresas que apresentaram baixa probabilidade de falência (modelo Fleuriet situação financeira das empresas: tipo 1, tipo 2, tipo 3 e tipo 4) e 1 para empresas com alta probabilidade de Falência (modelo Fleuriet situação financeira das empresas: tipo 5 e tipo 6). FALÊNCIA ALTMAN = É 0 para para empresas que apresentaram Z – Score acima de 1,81 (reduzido risco de falência) e 1 para empresas que apresentaram Z- Score abaixo de 1,81 (elevado risco de falência). (modelo de Altman)</p>	
Variável Independente	
<p>CASH = é a proporção do caixa e equivalente de caixa para o ativo total, menos o caixa e equivalente de caixa; GOVERNANÇA CORPORATIVA = É 0 para empresas listadas como nível 2 e nível 1 que adotaram práticas de governança. É 1 para empresas listadas como novo mercado; ADR= É 0 para empresas que não emitem American Depositary Receipts (ADR) e 1 para empresas que emitem ADR; GOV * ADR = É um termo interativo que representa o produto das empresas que emitem ADR e a governança corporativa.</p>	
Variáveis de Controle	
<p>CR= Direito do Credor, no período de 2005 a 2016. O índice varia de 1 a 4, os valores maiores sugerem uma maior participação dos credores no processo e um grau mais alto de proteção dos direitos dos credores, Relatório <i>Doing Business</i> do Banco Mundial (2018); AC = Direito dos Acionistas mede a proteção legal dos acionistas minoritários conforme metodologia do Banco Mundial, relatório <i>Doing Business</i> do Banco Mundial (2018); CORRUPÇÃO= Controle de Corrupção, indicador de Governança do Banco Mundial (WGI). GOV*CR= É um termo interativo que representa o produto do direito do credor e a governança corporativa das empresas. GOV*AL= É um termo interativo que representa o produto da governança corporativa e da alavancagem. CR*AL= É um termo interativo que representa o produto do direito do credor e a alavancagem. ESTADO DE DIREITO= indicador de Governança do Banco Mundial (WGI). Apresenta a percepção da medida em que os agentes respeitam as regras da sociedade, execução de contratos, direitos de propriedades, polícia e tribunais, bem como a probabilidade de ocorrência de crime e violência; STOCKCAP= Capitalização Anual do mercado de ações, Valor das ações das cotadas em relação ao PIB deflacionadas pelo IPC (índice de preços do consumidor) Beck et al. (2010); PRVCREDIT= Crédito privado por bancos depositários e outras instituições financeiras em relação ao PIB do país. ALAVANCAGEM = A alavancagem é o somatório do passivo circulante, mais o passivo não circulante, dividido pelo ativo total. FCF= é representado pelo lucro líquido, mais a depreciação, dividido pelo ativo total TAM= é o tamanho que é medido pelo logaritmo natural do ativo total. TANG = é a tangibilidade que é o ativo imobilizado, dividido pelo ativo total. Mede a disponibilidade dos bens tangíveis. WCAP = é o ativo circulante, menos o passivo circulante, menos o caixa e equivalente de caixa, dividido pelo patrimônio líquido.</p>	

Quadro 3: Definição das Variáveis

Fonte: adaptado Seifert, Faleye e Gonenc (2012).

Capítulo 4

4 RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 1 abaixo apresenta uma breve descrição da amostra utilizada:

TABELA 1: ESTATÍSTICA DESCRITIVA - DADOS

Variáveis	Altman Z					Fleuriet				
	Obs :	Médi a	Desvi o Padrã o	Mínim o	Máxim o	Obs :	Médi a	Desvi o Padrã o	Mínim o	Máxim o
Falência	4159	0,28	0,45	0,00	1,00	4159	0,31	0,46	0,00	1,0
CR	4159	1,61	0,92	1,00	3,00	4159	1,61	0,92	1,00	3,00
PRVCREDIT	4159	0,59	0,14	0,29	0,73	4159	0,59	0,14	0,29	0,73
AC	4159	3,31	0,46	3,00	4,00	4159	3,31	0,46	3,00	4,00
STOCKCAP	4159	0,49	0,14	0,31	0,77	4159	0,49	0,14	0,31	0,77
Governança Corporativa	4159	0,29	0,45	0,00	1,00	4159	0,29	0,45	0,00	1,00
Estado de Direito	4159	-0,15	0,15	-0,43	0,04	4159	-0,15	0,15	-0,43	0,04
Corrupção	4159	-0,14	0,19	-0,44	0,17	4159	-0,14	0,19	-0,44	0,17
GOV* CR	4159	-0,09	0,19	-0,44	-0,10	4159	-0,09	0,19	-0,44	0,13
GOV* AL	4159	-0,02	0,10	-0,60	0,20	4159	-0,02	0,10	-0,60	0,20
CR* AL	4159	1,40	2,80	0,00	24,03	4159	1,40	2,80	0,00	24,03
ADR	4159	0,06	0,24	0,00	1,00	4159	0,06	0,24	0,00	1,00
GOV*ADR	4159	0,03	0,17	0,00	1,00	4159	0,03	0,17	0,00	1,00
CASH	4159	0,25	0,97	0,00	8,16	4159	0,25	0,97	0,00	8,16
FCF	4159	-0,06	0,68	-5,38	0,41	4159	-0,06	0,68	-5,38	0,41
WCAP	4159	0,02	1,11	-5,86	4,48	4159	0,02	1,11	-5,86	4,48
ALAVANCAGEM	4159	0,88	1,80	0,00	15,90	4159	0,88	1,80	0,00	15,90
TAM	4159	13,68	2,62	3,61	18,62	4159	13,68	2,62	3,61	18,62
TANG	4159	0,94	2,27	-5,85	16,54	4159	0,94	2,27	-5,85	16,54

Fonte: elaborado pelo autor.

Nota: dados em painel da regressão por MQO, N=4159, análise de caixa de 458 empresas, listadas na B3, no período de 2005 a 2016. Falência é 1 para empresas com alta probabilidade de Falência (modelo Fleuriet situação financeira das empresas: tipo 5 e tipo 6). Falência (modelo de Altman) é 1 para empresas que apresentaram Z- Score abaixo de 1,81 (elevado risco de falência). Cash é a proporção do caixa e equivalente caixa para o ativo total menos o caixa e equivalente de caixa. Governança é 1 para empresas listadas no novo mercado. ADR é 1 para empresas que emitem ADR. GOV*ADR é um termo interativo que representa o produto das empresas que emitem ADR e a Governança Corporativa. CR é o direito do Credor que é representado pelo o índice que varia de 1 a 4 do relatório

do Banco mundial *Doing Business*, os valores maiores sugerem uma maior participação dos credores no processo e um grau mais alto de proteção dos direitos dos credores. AC mede a proteção legal dos acionistas minoritários conforme metodologia do Banco Mundial relatório *Doing Business* do Banco Mundial (2018). Corrupção é o indicador do Banco Mundial (WGI). GOV*CR= É um termo interativo que representa o produto do direito do credor e a governança corporativa das empresas. GOV*AL= É um termo interativo que representa o produto da governança corporativa e da alavancagem. CR*AL= É um termo interativo que representa o produto do direito do credor e a alavancagem. Estado de direito é o indicador do Banco Mundial (WGI). STOCKCAP é a Capitalização Anual do mercado de ações, Valor das ações cotadas em relação ao PIB deflacionadas pelo IPC (Índice de preços do consumidor). PRVCREDIT é o Crédito privado por bancos depositários e outras instituições financeiras em relação ao PIB do país. A alavancagem é o somatório do passivo circulante mais o passivo não circulante dividido pelo ativo total. O FCF é representado pelo lucro líquido, mais a depreciação, dividida pelo ativo total. TAM é tamanho da empresa que é medido pelo logaritmo natural do ativo total. TANG é a tangibilidade, é o ativo imobilizado dividido pelo ativo total mede a disponibilidade dos bens tangíveis. O WCAP é o ativo circulante menos o passivo circulante menos o caixa e equivalente de caixa dividido pelo patrimônio líquido.

A Tabela 1 apresenta evidências à estatística descritiva das variáveis os dados foram *winsorizados* ao nível de 1% com intuito de eliminar distorções causadas por *Outliers*. A variável falência pela pontuação Z apresentou média é de 0,25 e pelo modelo de Fleuriet a média foi de 0,31. Essa variável mede o estresse financeiro representando baixo risco de falência das empresas. De acordo com Altman et al. (1979) quando Z- score é superior a zero as empresas tendem a ser financeiramente saudáveis.

As pontuações de governança corporativa apresentam média de 0,29 e as Adrs 0,06. Empresas que emitem *American Depositary Receipts* (Adr) apresentam maiores padrão de governança corporativa.

As pontuações do direito do credor variam de zero (mais fraco) e quatro (mais forte). Ambos modelos apresentaram média 1,51. Países com menos direito de credores apresentam menos direito dos acionistas. A média de direito dos acionistas foi de 3,31.

As empresas possuem em média 25 % dos seus ativos líquidos em dinheiro. Observa-se que a média encontrada no endividamento das empresas é de 0,88. Dessa forma o nível de capital de terceiros tem grande importância no financiamento

das empresas. Quanto maior o crescimento da dívida, maior a possibilidade de falência das firmas.

TABELA 2: MATRIZ CORRELAÇÃO MODELO DE ALTMAN COM OS COEFICIENTES DE PEARSON E OS RESPECTIVOS NIVEIS DE SIGNIFICÂNCIA DAS VARIÁVEIS

VARIÁVEIS	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	
1.FAL	1																			
2. CASH	-0.1063***	1																		
3.CR	0.0907***	0.0168	1																	
4. PRVCREDIT	0.0939***	0.0432***	0.5501***	1																
5. AC	0.0907***	0.0168	1***	0.5501***	1															
6. STOCKCAP	-0.1081***	-0.0274*	-0.7782***	-0.6469***	-0.7782***	1														
7. GOV	0.1342***	-0.0587***	-0.0036	0.0388**	-0.0036	0.0107	1													
8.GOV*CR	-0.0751***	-0.0022	-0.8227***	-0.2531***	-0.8227***	0.6762***	0.0217	1												
9.FCF	-0.0717***	-0.2955***	-0.0399**	-0.0416***	-0.0399**	0.0386**	0.1062***	0.0379**	1											
10. WCAP	0.0443***	-0.0406***	-0.0125	0.0017	-0.0125	0.0106	0.0543***	0.0094	-0.0680***	1										
11.ALAVANCAGEM	0.1236***	-0.0464***	0.0042	-0.0136	0.0042	-0.0006	-0.1005***	-0.0141	-0.5693***	0.0359**	1									
12.TAM	0.1392***	-0.4163***	0.0489***	0.1134***	0.0489***	-0.0552***	0.2788***	-0.0103	0.5095***	-0.0643***	-0.2765***	1								
13.TANG	0.0210	-0.0655***	-0.0289*	-0.0676***	-0.0289*	0.0291*	-0.0195	0.0092	0.0745***	-0.4982***	-0.0482***	0.1098***	1							
14. GOV*AL	-0.0778***	0.0272*	-0.4140***	0.0634***	-0.4140***	0.3149***	0.0680***	0.6087***	0.2480***	-0.0234	-0.4299***	0.1554***	0.0280*	1						
15. CR*AL	0.1440***	-0.0544***	0.2403***	0.1203***	0.2403***	-0.1850***	-0.0953***	-0.2091***	-0.5557***	0.0342**	0.9370***	-0.2431***	-0.0500***	-0.5670***	1					
16. ESTADO DE DIREITO	0.0486***	0.0271*	0.2515***	0.8144***	0.2515***	-0.2998***	0.0451***	0.1459***	-0.0171	0.0168	-0.0223	0.1065***	-0.0668***	0.3463***	0.0421***	1				
17. CORRUPÇÃO	-0.0771***	-0.0056	-0.9068***	-0.3612***	-0.9068***	0.7677***	0.0193	0.9020***	0.0387**	0.0155	-0.0128	-0.0198	0.0089	0.5378***	-0.2249***	0.0430***	1			
18. ADR	0.0457***	-0.0329**	-0.0188	-0.0199	-0.0188	0.0157	0.1044***	0.0140	0.0478***	-0.0118	-0.0353**	0.2828***	0.0261*	0.0278*	-0.0372**	-0.0135	0.0162	1		
19. GOV*ADR	0.0426***	-0.0202	-0.0125	-0.0132	-0.0125	0.0097	0.2729***	0.0093	0.0360**	0.0134	-0.0315**	0.1965***	-0.0117	0.0203	-0.0333**	-0.0099	0.0110	0.6745***	1	

Fonte: elaborado pelo autor.

Correlações de Pearson Significância de ***1%, **5% e *10%.

TABELA 3: MATRIZ CORRELAÇÃO MODELO DE FLEURIET COM OS COEFICIENTES DE PEARSON E OS RESPECTIVOS NIVEIS DE SIGNIFICÂNCIA DAS VARIÁVEIS

VARIÁVEIS	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	
1.FAL	1																			
2. CASH	-1414***	1																		
3.CR	0.1025***	0.0168	1																	
4. PRVCREDIT	0.0741***	0.0432***	0.5501***	1																
5. AC	0.1025***	0.0168	1***	0.5501***	1															
6. STOCKCAP	-0.1007***	-0.0274*	-0.7782***	-0.6469***	-0.7782***	1														
7. GOV	-0.1951***	-0.0587***	-0.0036	0.0388**	-0.0036	0.0107	1													
8.GOV*CR	-0.0847***	-0.0022	-0.8227***	-0.2531***	-0.8227***	0.6762***	0.0217	1												
9.FCF	-0.1139***	-0.2955***	-0.0399**	-0.0416***	-0.0399**	0.0386**	0.1062***	0.0379**	1											
10. WCAP	-0.1464***	-0.0406***	-0.0125	0.0017	-0.0125	0.0106	0.0543***	0.0094	-0.0680***	1										
11.ALAVANCAGEM	0.2234***	-0.064***	0.0042	-0.136	0.0042*	-0.0006	-0.1005***	-0.0141***	-0.5693***	0.0359**	1									
12.TAM	-0.0424***	-0.4163***	0.0489***	0.1134***	0.0489***	-0.0552***	0.2788***	-0.0103	0.5095***	-0.0643***	-0.2765***	1								
13.TANG	0.0574***	-0.0655***	-0.0289*	-0.0676***	-0.0289*	0.0291*	-0.0195	0.0092	0.0745***	-0.4982***	-0.0482***	0.1098***	1							
14. GOV*AL	-0.1465***	0.0272*	-0.4140***	0.0634***	-0.4140***	0.3149***	0.0680***	0.6087***	0.2480***	-0.0234	-0.4299***	0.1554***	0.0280*	1						
15. CR*AL	0.2474***	-0.0544***	0.2403***	0.1203***	0.2403***	-0.1850***	-0.0953***	-0.2091***	-0.5557***	0.0342**	0.9370***	-0.2431***	-0.0500***	-0.5670***	1					
16. ESTADO DE DIREITO	0.0508***	0.0271*	0.2515***	0.8144***	0.2515***	-0.2998***	0.0451***	0.1459***	-0.0171	0.0168	-0.0223	0.1065***	-0.1065***	-0.0668***	0.3463***	1***				
17. CORRUPÇÃO	-0.0937***	-0.0056	-0.9068***	-0.3612***	-0.9068***	0.7677***	0.0193	0.9020***	0.0387**	0.0155	-0.0128	-0.0198	0.0089	0.5378***	-0.2249***	0.0430***	1			
18. ADR	-0.0693***	-0.0329**	-0.0188	-0.0199	-0.0188	0.0157	0.1044***	0.0140	0.0478***	-0.0118	-0.0353**	0.2828***	0.0261*	0.0278*	-0.0372**	-0.0135	0.0162	1		
19. GOV*ADR	-0.0918***	-0.0202	-0.0125	-0.0132	-0.0125	0.0097	0.2729***	0.0093	0.0360**	0.0134	-0.0315**	0.1965***	-0.117	0.0203	-0.033**	-0.0099	0.0110	0.6745***	1	

Fonte: elaborado pelo autor.

Correlações de Pearson Significância de ***1%, **5% e *10%.

As Tabelas 2 e 3 apresentam correlação para as variáveis usadas na regressão. A correlação entre direito do credor e Falência é positivo no modelo de Altman e de Fleuriet. A variável Caixa está negativamente correlacionada com a Falência em ambos modelos. A governança está positivamente correlacionada com Falência modelo de Altman, ao contrário do modelo de Fleuriet. A alavancagem apresenta uma correlação positiva com o Falência em ambos modelos.

4.2 ANÁLISE DA REGRESSÃO

A amostra disponibiliza informações de 458 empresas brasileiras, listadas na B3, compreendendo o período entre 2005 e 2016, com exceção das firmas classificadas como bancos e seguradoras. Foi utilizado o modelo estatístico de regressão linear com dados em painéis com base no método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), sendo realizado 4.159 observações.

Na Tabela 4 são apresentados os resultados para o modelo representado pela equação:

TABELA 4: ESTIMAÇÃO DO MODELO EMPÍRICO UTILIZADO QUE RELACIONA A FALÊNCIA DAS EMPRESAS E SEUS DETERMINANTES

	Altman		Fleuriet	
	Coefficiente	P> t	Coefficiente	P> t
Falência				
Constante	-10,44648	0,854	48,50794	0,393
Cash	-0,0259908	0,000***	-0,785671	0,000***
CR	0,1320666	0,831	-0,5380612	0,384
PRVCREDIT	4,958336	0,851	-22,3686	0,397
AC	(omitted)		(omitted)	
STOCKCAP	13,9251	0,860	-66.73429	0,397
Governança Corporativa	0,1085118	0,000***	-0,1719201	0,000***
ADR	0,0142727	0,729	-0,0805079	0,050**
Estado de Direito	-3,237175	0,848	14,45395	0,393
Corrupção	-2,683709	0,867	13,38424	0,402
FCF	-0,0755104	0,000***	-0,0326132	0,014**
WCAP	0,0245913	0,001***	-0,0693147	0,000***
Alavancagem	0,0150024	0,400	0,0074304	0,598

TAM	0,0287062	0,000***	0,0011284	0,752
TANG	0,0094721	0,012**	-0,0042397	0,263
GOV* CR	-1,360243	0,851	6,117825	0,398
GOV* AL	0,0516976	0,752	-0,1139101	0,310
GOV*ADR	-0,0486786	0,414	-0,0314916	0,505
CR* AL	0,009873	0,430	0,024495	0,010***

Fonte: elaborado pelo autor.

Nota: dados em painel da regressão por efeito MQO, N=4159, análise de caixa de 458 empresas, listadas na B3, no período de 2005 a 2016. $F(22,4136) = 26,02$ $Prob>F=0.00$ $R^2 = 0.0831$ R^2 ajustado 0.43028 modelo de Altman e $F(22,4136)=42,78$ $Prob>F=0.00$ R^2 ajustado 0.1448 R^2 ajustado 0.42959 modelo de Fleuriet. Falência é 1 para empresas com alta probabilidade de Falência (modelo Fleuriet situação financeira das empresas: tipo 5 e tipo 6). Falência (modelo de Altman) é 1 para empresas que apresentaram Z- Score abaixo de 1,81 (elevado risco de falência). Cash é a proporção do caixa e equivalente caixa para o ativo total menos o caixa e equivalente de caixa. Governança é 1 para empresas listadas no novo mercado. ADR é 1 para empresas que emitem ADR. GOV*ADR é um termo interativo que representa o produto das empresas que emitem ADR e a Governança Corporativa. CR é o direito do Credor que é representado pelo o índice que varia de 1 a 4 do relatório do Banco mundial *Doing Business*, os valores maiores sugerem uma maior participação dos credores no processo e um grau mais alto de proteção dos direitos dos credores. AC mede a proteção legal dos acionistas minoritários conforme metodologia do Banco Mundial relatório *Doing Business* do Banco Mundial (2018). Corrupção é o indicador do Banco Mundial (WGI). GOV*CR= É um termo interativo que representa o produto do direito do credor e a governança corporativa das empresas. GOV*AL= É um termo interativo que representa o produto da governança corporativa e da alavancagem. CR*AL= É um termo interativo que representa o produto do direito do credor e a alavancagem. Estado de direito é o indicador do Banco Mundial (WGI). STOCKCAP é a Capitalização Anual do mercado de ações, Valor das ações cotadas em relação ao PIB deflacionadas pelo IPC (Índice de preços do consumidor). PRVCREDIT é o Crédito privado por bancos depositários e outras instituições financeiras em relação ao PIB do país. A alavancagem é o somatório do passivo circulante mais o passivo não circulante dividido pelo ativo total. O FCF é representado pelo lucro líquido, mais a depreciação, dividida pelo ativo total. TAM é tamanho da empresa que é medido pelo logaritmo natural do ativo total. TANG é a tangibilidade, é o ativo imobilizado dividido pelo ativo total mede a disponibilidade dos bens tangíveis. O WCAP é o ativo circulante menos o passivo circulante menos o caixa e equivalente de caixa dividido pelo patrimônio líquido. ***, ** e * denotam significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

A variável *cash* apresentou efeito negativo e significativo nos modelos de Altman e Fleuriet confirmando a hipótese 3. De acordo com a teoria trade off empresas que possuem maior possibilidade de falência devem manter mais dinheiro em seus balanços (Guney, Ozkanb & Ozkan, 2007). Kim, Mauer e Sherman (1998) em suas pesquisas concluíram que quando a probabilidade de falência é baixa a retenção de caixa é menor.

A variável direito do credor não apresentou significância em ambos modelos. As disponibilidades de caixa das empresas diminuem com a melhoria dos direitos dos credores, aumentando a oferta de Crédito. Manter mais dinheiro em caixa permite o

pagamento dos credores e evita que empresas passe por dificuldades financeiras ou falência. Este resultado não confirma a hipótese 1, ou seja, não fornece suporte para o argumento de que a probabilidade de falência de empresas é menor em países com forte proteção ao credor.

A variável governança apresentou efeito positivo e significativo em relação a falência no modelo de Altman. Uma boa governança favorece a captação de empréstimos facilitando o acesso a dívida com o mercado financeiro e reduz a restrição ao crédito das firmas.

A variável governança apresentou efeito negativo e significativo em relação a Falência no modelo de Fleuriet. Dessa forma, empresas que apresentam boa governança tendem a reter menos caixa em virtude da transparência da divulgação das informações, melhores níveis de desempenho e menor risco de falência, confirmando o argumento que uma forte governança melhora os possíveis problemas de agência entre credores e acionistas. (Jensen, 1986). A medida que as empresas emitem ações no exterior e são classificadas no novo mercado reduz em 0,08 na probabilidade de falência pelo modelo de Fleuriet confirmando a hipótese 2.

A variável fluxo de caixa apresentou efeito negativo e significativo em relação a variável falência em ambos modelos. Dinheiro em caixa dão suporte às empresas quando as operações dos fluxos de caixa inesperadamente caem. As posições de caixa aumentam com o aumento do índice de fluxo de caixa. De acordo com Kim, Mauer, Sherman (1998), a lucratividade das firmas não é um substituto para o caixa, confirmando que empresas mais lucrativas tendem a acumular mais dinheiro reduzindo as dificuldades financeiras. Empresas lucrativas estão inclinadas a ter folga financeira. (Opler et al., 1999).

A variável *WCAP* apresentou efeito positivo e significativo para o modelo de Altman. A variável *WCAP* apresentou efeito negativo e significativo para o modelo de Fleuriet e representa o capital giro líquido. Indica que esses ativos podem ser substitutos de caixa, podendo ser vendidos ou liquidados facilmente para aquisição de dinheiro reduzindo a probabilidade de Falência das empresas.

A variável tamanho apresentou efeito positivo e significativo no modelo de Altman. Empresas menores enfrentam processos de liquidação quando passam por dificuldades financeiras e deveria reter mais caixa para evitar falência. Empresas maiores em processo de falência tendem acumular caixa para evitar financiamentos futuros para realizar investimentos. (Aldrighi & Bisinha, 2010).

A variável tangibilidade apresentou efeito positivo e significativo em relação a falência no modelo de Altman, Empresas com menor quantidade de bens tangíveis estão sujeitas a problemas de assimetria de informação e dispostas a contrair empréstimos para financiar suas atividades. Os ativos tangíveis das empresas podem ser dados como garantia em momentos de dificuldades financeiras nas empresas.

Observa-se que as variáveis *PRVCREDIT*, *STOCKCAP*, Estado de direito e corrupção, direito do acionista e alavancagem não estiveram estatisticamente relacionadas com a variável falência das empresas para ambos modelos, seu coeficiente foi insignificante apresentando, *p-value* acima de 10%.

Em regiões com Leis de Falência eficazes, as posições de caixa devem ser menores pois os investidores estão bem protegidos e o mercados financeiros são desenvolvidos, favorecendo mais investimentos. A variável *PRVCREDIT* reflete a oferta de crédito disponível em cada país, indicando a possibilidade de crédito disponível no futuro para empréstimos.

Países com alto controle de corrupção reduzem o problema de agência dentro das empresas, os interesses da administração e dos investidores estão mais alinhados. A acumulação de caixa deve ser direcionada para a maximização de valor ao invés da exploração gerencial. (Chen et al., 2016).

Em países com baixo controle de corrupção a governança corporativa, é inutilizada pois os funcionários da administração e do governo tendem a conspirar para o não cumprimento de leis. Os gestores preferem acumular dinheiro para doações políticas ou subornos para a proteção de projetos investimentos. (Aggarwal, Meschke e Wang, 2012). A corrupção impede os governos de facilitar os contratos entre particulares e fazer cumprir o direito de propriedade. (Stulz, 1990).

Conforme Almeida, Campello, Weisbach (2004) empresas em países com forte proteção legal de investidores enfrentam menos restrições na captação de capitais externos e tendem a poupar dinheiro do caixa para financiar seus investimentos futuros do que em países com fraca proteção legal. Países com baixa proteção aos acionistas não conseguem reduzir o excesso de caixa porque os mercados de capitais não são receptíveis a novos financiamentos, dessa forma, as oportunidades financeiras externas são mais limitadas aumentando o risco de falência das empresas.

As variáveis $GOV*CR$ (interação entre governança e direito do credor), $GOV*AL$ (interação entre governança e alavancagem), $GOV*ADR$ (interação entre governança e ADR) não apresentaram significância em ambos modelos.

A variável $CR*AL$ (interação entre alavancagem e direito do credor) apresentou efeito positivo e significativo no modelo de Fleuriet. Dessa forma, não há suporte para a visão de que países com maior proteção ao credor apresentam maior retenção de caixa e podem ajudar a empresa em dificuldades financeiras a sair da falência. (Guney e Ozkan, 2007).

Capítulo 5

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo examina a probabilidade de falência das empresas que operam no Brasil e nos Estados Unidos, o direito dos credores e a qualidade da governança sobre as disponibilidades de caixa.

A população dessa pesquisa compreendeu as empresas brasileiras e americanas listadas na B3, no período de 2005 a 2016, totalizando 4.159 observações. No estudo utilizou-se dados em painel com base no método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Foram testadas três hipóteses: a) No Brasil que apresenta governança deficiente, haverá uma relação negativa entre os direitos dos credores e Falência, b) As empresas Brasileiras que possuem governança corporativa forte e emitem ADR reduzem a probabilidade de Falência, haverá uma relação negativa entre ADR e Falência, c) Empresas Brasileiras que tem maior reserva de caixa evitam a probabilidade de Falência, haverá uma relação negativa entre Caixa e Falência.

A partir dos resultados encontrados, constatou-se uma correlação positiva e estatisticamente significante entre Falência e as variáveis governança, WCAP, Tamanho e tangibilidade no modelo de Altman, dessa maneira, uma boa governança favorece a captação de empréstimos em instituições financeiras e reduz a restrição ao crédito das empresas tendo como reflexo maior confiança dos credores e acionistas. Além disso, empresas menores deveriam reter mais caixa quando passarem por dificuldades financeiras para evitar falência. Os ativos tangíveis podem ser dados como garantia em momentos de dificuldades financeiras nas empresas.

A variável *Cash* e *FCF* apresentaram efeito negativo e significativo em relação a falência em ambos modelos. De acordo com a teoria *Trade Off* empresas que possuem maior possibilidade de falência devem manter mais dinheiro em seus balanços confirmando a hipótese 3. Dinheiro em caixa dão suporte às empresas quando as operações dos fluxos de caixa inesperadamente caem.

As variáveis governança, ADR e WCAP apresentaram efeito negativo e significativo em relação a falência no modelo de *Fleuriet*. Empresas que apresentam boa governança tendem a reter menos caixa em virtude da transparência da divulgação das informações, melhores níveis de desempenho e menor risco de falência, confirmando o argumento que uma forte governança melhora os possíveis problemas de agência entre credores e acionistas. (Jensen, 1986). A medida que as empresas emitem ações no exterior e são classificadas no novo mercado a probabilidade de falência é reduzida no modelo de *Fleuriet* confirmando a hipótese 2. O WCAP indica que esses ativos podem ser substitutos de caixa, podendo ser vendidos ou liquidados facilmente para aquisição de dinheiro reduzindo a probabilidade de Falência das empresas.

Outro aspecto que merece ser comentado é que os resultados em relação ao direito do credor e a falência para os modelos de *Altman* e *Fleuriet* não apresentaram significância. Este resultado não confirma a hipótese 1, ou seja, não fornece suporte para o argumento de que a probabilidade de falência de empresas é menor em países com forte proteção ao credor. A interação entre as variáveis direito do credor e alavancagem apresentou efeito positivo e significativo, confirmando que alavancagem diminui à medida que o direito do credor aumenta em ambos os modelos.

Como limitação do estudo, podemos destacar a não abordagem de modelos quanto ao setor e fatores macroeconômicos, além da dificuldade da informação primária em relação à falência e recuperação judicial de empresas brasileiras.

Para pesquisas futuras, sugere-se a inclusão de outras variáveis que influencie a retenção de caixa das empresas brasileiras, podendo ser utilizados outros métodos econométricos mais sofisticados e variáveis de controle. Também existe a possibilidade do desenvolvimento de pesquisa sobre a continuidade de empresas que passaram pelo processo recuperação judicial, a sobrevivência das empresas no Brasil e o efeito da governança corporativa na liquidez de caixa.

REFERÊNCIAS

- Acharya, Viral V., Amiud, Yakov, & Litov, Lubomir. (2011). Creditor rights and corporate risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 102(1), 150-166. Doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.04.001
- Aggarwal, Rajesh K., Meschke, Felix, & Wang, Tracy Yue. (2012). *Doações políticas corporativas: Investimento ou agência?* Cambridge University Press, 14, 1-38. Doi.org/10.1515/1469-3569.1391
- Aghion, Philippe, & Bolton, Patrick. (1992). An incomplete contracts approach to financial contracting. *Review of Economic Studies*, 59(3), 473-494. Doi.org/10.2307/2297860
- Aguiar-Díaz, Inmaculada, & Ruiz-Mallorquí, María Victoria. (2015). Causes and resolution of bankruptcy: The efficiency of the law. *The Spanish Review Of Financial Economics*, 13(2), 71-80. Doi.org/10.1016/j.srfe.2015.04.001
- Aldrighi, Dante Mendes, & Bisinha, Rafael. (2010). Restrição financeira em empresas com ações negociadas na Bovespa. *Revista Brasileira de Economia*, 64(1). Doi.org/10.1590/S0034-71402010000100002.
- Almeida, Heitor, Campello, Murillo, & WEISBACH, Michael S. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804. Doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x
- Al-Najjar, Basil, & Clark, Ephraim. (2017). Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. *Research In International Business And Finance*, 39(A), 1-12. Doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.030
- Ambrozini, Marcelo Augusto, Matias, Alberto Borges, & Júnior, Tabajara Pimenta. (2014). Análise dinâmica de capital de giro segundo o modelo fleuriet: Uma classificação das empresas brasileiras de capital aberto no período de 1996 a 2013. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 25(2), 15-37. Revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/1416
- Araújo, A., Ferreira, R., & Funchal, B. (2017). *Bankruptcy Laws and Collateral Regulation: Reflections after the crisis*. In *After the flood: how the great recession changed economic thought* (pp.123-147). Chicago, USA: Chicago University.
- Araújo, Aloisio, & Funchal, Bruno. (2006). A nova lei de falências brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. *Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada*, 36(2), 209-254. Ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/view/28/8.
- Araújo, Aloísio P., & Lundberg, Eduardo. (2005) A nova legislação de falências: Uma avaliação econômica. In: *Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e*

- Recuperação de Empresas* (pp 325-351). São Paulo, SP: Editora Quartier Latin do Brasil.
- Araújo, Aloisio P., Ferreira, Rafael V.X., & Funchal, Bruno. (2012). The brazilian bankruptcy law experience. *Journal of Corporate Finance*, 18(4). 994-1004. Doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.03.001.
- Araújo, Aloisio, & Funchal, Bruno. (2006). A nova lei de falências brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. *Repositorio de conhecimento do IPEA*, 36(2), 209-254. <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/4096>
- Araújo, Paola Flávia de Lucena Mandelli. (2013). *A Falência na atividade comercial*. Recuperado em 15 de julho, 2018, de <Http://www.administradores.com.br/producao-academica/a-falencia-na-atividade-comercial/5532/>
- Arnold, Marc. (2014). Managerial Cash Use, Default, and Corporate Financial Policies. *Journal of Corporate Finance*, 27, 305-325. Doi: 10.1016/j.jcorpfin.2014.05.014
- Awartani, B., Belkhir, M., Boubaker, S., & Maghyereh, Aktham. (2015). Corporate Debt Maturity in the MENA Region: Does Institutional Quality Matter? *International Review Of Financial Analysis*, 46, 309-325. Doi.org/10.1016/j.irfa.2015.10.002
- Bae, Kee-Hong, & Goyal, Vidhan K. (2009). Creditor Rights, Enforcement, and Bank Loans. *The Journal of Finance*, 64(2), 823-860. Doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01450.x
- Balcaen, S., Manigart, S., Buyze, J., & Ooghe, Hubert. (2011). Firm exit after distress: Differentiating between bankruptcy, voluntary liquidation and M&A. *Small Business Economics*, 39(4), 949-975. Doi.10.1007/s11187-011-9342-7
- Barbosa, L. V. Kretchetoff. (2016). *Recuperação Judicial de microempresa e empresa de pequeno porte*. Monografia. Centro Universitário Antônio Eufrásio de Toledo, SP, Brasil.
- Baskin, Jonathan. (1987). Liquidez corporativa em jogos de poder de monopólio. *The Review Economics Ad Statistics*, 69(2), 312-319. Doi: 10.2307/1927239
- Bastos, Douglas D., & Nakamura, W. Toshiro. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade e Finanças*, 20(50), 75-94. Doi.org/10.1590/S1519-70772009000200006
- Bates, Thomas W., Kahle, Kathleen M., & Stulz, René M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?. *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021. Doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x
- Beck, T., Demirgüç-Ku, Asli N., & Levine, Ross. (2007). Finance, inequality and the poor. *Journal of Economic Growth*, 12(1), 27-49. Doi.org/10.1007/s10887-007-9010-6

- Benincá, Estevão P., Funchal, Bruno, & Beiruth, Aziz Xavier. (2016, Jan/jun, 7(20)). O poder da reforma na lei de falência sobre firmas com restrição de crédito. *Revista de estudos contábeis*, pp 80-96.
- Benito, B., Guillamón, María-Dolores, Ríos, Ana-María, & Bastida, Francisco. (2018). Can salaries and re-election prevent political corruption? An empirical evidence¿Pueden los salarios y la reelección prevenir la corrupción política? Evidencia empírica. *Revista de contabilidad*, 21(1), 19-27. Doi.org/10.1016/j.rcsar.2017.04.003
- Benmelech, Efraim, & Bergman, Nittai K. (2011). Bankruptcy and the collateral channel. *The journal of finance*, 66(2), 337-378. Doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01636.x
- Berger, Allen N., & Udell, Gregory F. (2006). A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 2945-2966. Doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.008
- Berk, Jonatha B., Stanton, R., & Zechner, Josef. (2010). Human Capital, bankruptcy, and capital structure. *The Journal of Finance*, 65(3), 891-926. Doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01556.x
- Bertoldi, Marcelo M., & Ribeiro, Márcia Carla Pereira. (2014). *Curso avançado de direito comercial* (10. ed.). São Paulo, SP: Revista dos Tribunais.
- Blazy, R., & Letaief, A., (2016). When secured and unsecured creditors recover the same: The emblematic case of the Tunisian corporate bankruptcies. *Emerging Markets Review*, 30, 19-41. Doi.org/10.1016/j.ememar.2016.08.021
- Blazy, Régis, Martel, Jocelyn, & Nigam, Nirjhar. (2014). The choice between informal and formal restructuring: The case of French banks facing distressed SMEs. The Case Of French Banks Facing Distressed SMEs. *Journal Of Banking & Finance*, 44, 248-263. Doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.015
- Boniatti, Amanda O., Armiliato, Samara A., Silva, Itacir Alves da., & Junior, Jaime Luiz Prux. (2016). *A Contribuição Contábil no Processo de Recuperação Judicial*. Anais-XI Seminário de Iniciação Científica do Curso de Ciências Contábeis, 6(2). <http://ojs.fsg.br/index.php/anaiscontabeis/article/view/2567>
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, Asli., & Maksimovic, Vojislav. (2001). Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130. Doi.org/10.1111/0022-1082.00320.
- Brito, Giovanni A. S., Corrar, Luiz J., & Batistella, Flávio D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 18(43), 9-19. Doi.org/10.1590/S1519-70772007000100002.

- Brito, R., & Lima, M. A. (2005). Escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: O caso do Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 59(2), 177-208. Doi.org/10.1590/S0034-71402005000200002
- Brito, R., & Silva, J. (2005). Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívidas no Brasil. *Estudos Economicos (São Paulo)*, 35(1), 37-79. Doi.org/10.1590/S0101-41612005000100002
- Cai, Weixing, Zeng Cheng (Colin), Lee, Edward , & Ozkan, Neslihan . (2016). Do business groups affect corporate cash holdings? Evidence from a transition economy. *China Journal of Accounting Research*, 9(1), 1-24. Doi.org/10.1016/j.cjar.2015.10.002
- Capkun, Vedran, & Weiss, Lawrence A. (2016). Bankruptcy resolution and the restoration of priority of claims. HEC Paris Research Paper, 1-41 Doi.org/10.2139/ssrn.2795069
- Carvalho, A.G. (2003). *Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa*. São Paulo: Bovespa. Recuperado em 12 abril, 2019, de <http://www.econ.pucrio.br/uploads/adm/trabalhos/files/seminario/2003/MIGRACA O.pdf>
- Cepec, Jaka, Grajzl, Peter, & Zajc, Katarina. (2016). *Debt Recovery in Firm Liquidations: Do liquidation trustees Matter*. Working Papers Of The Department Of Economics University Of Perugia, 24,1-35. Doi.org/10.2139/ssrn.2812691
- Chen, Zhibin, Pan, J., Wang, Liangliang , & Shen, Xiaofeng et al. (2016) Disclosure of government financial information and the cost of local government's debt financing—Empirical evidence from provincial investment bonds for urban construction. *China Journal of Accounting Research*, 9(3), 191-206. Doi.org/10.1016/j.cjar.2016.02.001
- Cho, Seong-Soon, Ghoul, Sadok El, Guedhami, Orane, & Suh, Jungwon. (2014). Creditor rights and capital structure: Evidence from international data. *Journal of Corporate Finance*, 25, 40-60. Doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.10.007
- Ciliberto, Federico, & Schenone, Carola. (2012). Are the bankrupt skies the friendliest? *Journal of Corporate Finance*, 18(5), 1217-1231. Doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.07.005
- Coelho, Everton G., Scherer, Luciano M., Edwards, Claudio M., & Colauto, Romualdo Douglas. (2017). Gerenciamento de resultados e insolvência: Estudo em companhias abertas dos países BRICS. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(2), 95-113. Doi.org/10.4025/enfoque.v36i2.31765
- Colombo, G., & Junqueira, Thiago Braga. (2016). Ten Years of the Brazilian Bankruptcy Law: Some Lessons Learned and Some Wishes for Improvement. *Emerging Markets Restructuring Journal*, 1.

- Cooper, Ian A., & Lambertides, Neophytos. (2018). Large dividend increases and leverage. *Journal of Corporate Finance*, 48, 17-33. Doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.10.011
- Danis, András, Retzl, Daniel A., & Whited, Toni M. (2014). Refinancing, profitability, and capital structure. *Journal Of Financial Economics*, 114(3), 424-443. Doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.07.010
- Das, Somnath. (2015). The impact of credit risk on cash management: A study on FMCG sector. *The IUP Journal of Financial Risk Management*, 12(2), 41-68. Ssrn.com/abstract=2681946
- Deangelo, Harry, & MASULIS, Ronald W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29, Doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7
- Deangelo, Harry, & Roll, Richardl. (2015). How stable Are corporate capital structures? *The Journal of Finance*, 70(1), 373-418. Doi.org/10.1111/jofi.12163
- Denis, Diane K., & Mcconnell, John J. (2003). International Corporate Governance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 1-36. www.jstor.org/stable/4126762
- Devos, Erik, & Rahman, Shofiqur. (2018). Labor unemployment insurance and firm cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 49, 15-31. Doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.019
- Dittmarl, Amy, & Mahrt-Smith, Jan. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634. Doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.12.006
- Dittmarl, Amy, Mahrt-Smith, Jan, & Servaes, Henri. (2003). International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *Journal Article*, 38(1), 111-133. Doi.org/10.2307/4126766
- Djankov, S., Glaeser, E., Porta, Rafael La, Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, Andrei. (2003). The New Comparative Economics. *Journal of Comparative Economics*. Doi.org/10.1016/j.jce.2003.08.005
- Djankov, S., Porta, Rafael La, Lopez-de-Silanes, Florencio, & Shleifer, Andrei. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal Of Financial Ecomics*, 88(3), 430-465. Doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.007
- D'mello, R., Gruskin, M., & Kulchania, Manoj. (2018). Shareholders valuation of long-term debt and decline in firms' leverage ratio. *Journal Of Corporate Finance*, 48, 352-374. Doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.11.006
- Doidge, C., Karolyi, G. Andrew, & Stulz, René M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1-39. Doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.002

- Enqvist, J., Graham, Michael, & Nikkinen, Jussi. (2014). The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland. *Research In International Business And Finance*, 32, 36-49. Doi.org/10.1016/j.ribaf.2014.03.005
- Estevez, André. (2010). Das Origens do Direito falimentar à lei número 11.101/2005. *Revista jurídica empresarial*, 15, 1-215.
- Fama, E.F., & French, K.R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33. Doi.org/10.1093/rfs/15.1.1
- Famá, Ru., & Kayo, Eduardo K. (1997) *Teoria de Agência e Crescimento: Evidências Empíricas dos Efeitos Positivos e Negativos do Endividamento*. Caderno de Pesquisas em Administração, pp.1,8.
- Fan, Joseph P.H., Titiman, Sheridan, & Twite, Garry. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 47(1), 23-56. Doi.org/10.1017/S0022109011000597
- Farinha, J., Mateus, C., & Soares, Nuno. (2018). Cash holdings and earnings quality: evidence from the Main and Alternative UK markets. *International Review of Financial Analysis*, 56, 238-252. Doi.org/10.1016/j.irfa.2018.01.012
- Ferreira, Miguel A., & Vilela, Antonio S. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319. Doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00251.x
- Fleuriet, M., Kehdy, R., & Blanc, Georges.(2003). *O Modelo Fleuriet – A dinâmica financeira das empresas brasileiras* (4. ed.). Rio de Janeiro, RJ: Elsevier.
- Fleuriet, Michel, & Zeidan, Rodrigo. (2015). *O Modelo Dinâmico de Gestão Financeira*. (1. ed). Rio de Janeiro, RJ: Alta Books.
- François, Pascal, & Raviv, Alon. (2012). Heterogeneous beliefs and the choice between private restructuring and formal bankruptcy. *The North American Journal of Economics and Finance*, 41, 156-167. Doi.org/10.1016/j.najef.2017.04.006
- Friberg, Richard, & Seiler, Thomas. (2017). Risk and ambiguity in 10-Ks: An examination of cash holding and derivatives use. *Journal Of Corporate Finance*, 45, 608-631. Doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.05.017
- Friedman, Benjamin M. (1985). *Corporate Capital Structures in the United States*. Chicago, USA: University Of Chicago.
- Funchal, Bruno. (2008). The effects of the 2005 bankruptcy reform in Brazil. *Economics Letters*, 101(1), 84-86. Doi.org/10.1016/j.econlet.2008.06.008

- Gao, H., Harford, Jarrad, & Li, Kai. (2013). Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms. *Journal Of Financial Economics*, 109(3), 623-639. Doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.008
- Gao, Ning, & Moramed, Abdulkadir. (2018). Cash-rich Acquirers Do Not Always Make Bad Acquisitions: New Evidence. *In Journal Of Corporate Finance*, 50, 234-264. Doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.04.002
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, Martin, & Bender, André. (2005). The capital structure of swiss companies: An empirical analysis using dynamic panel data. *European Financial Management*, 11(1), 51-69. Doi.org/10.1111/j.1354-7798.2005.00275.x
- Ghoul, Sadok El, Ghoul, Sadok El, Guedhami, Omrane, & Suh, Jungwon. (2014). Creditor rights and capital structure: Evidence from International data. *Journal of Corporate Finance*, 25, 40-60. Doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.10.007
- Gomes, G., & Leal, R. (2000). Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores. In R. Leal, N. da Costa Jr., & E. F. Lemgruber (Eds.). *Finanças corporativas* (pp. 42-57). São Paulo, SP: Atlas.
- Gómez, M. García-Posada, & Snachez, Raquel Vegas. (2018). Bankruptcy reforms in the midst of the great recession: The Spanish experience. *International Review Of Law And Economics*, 55, 71-95. Doi.org/10.1016/j.irl.2018.04.001
- Gormley, T., Gupta, N., & JHA, Anand. (2014). Quiet life no more? Corporate bankruptcy and bank competition. *Journal of Financial And Quantitative Analysis*, 53(2), 581-611. Doi.org/10.1017/S0022109017001090
- Greve, Arent; & Salaff, Janet W. (2003). Social Networks and Entrepreneurship. *Entrepreneurship Theory And Practice*, 28(1), 1-22 Doi.org/10.1111/1540-8520.00029
- Guney, Y., Ozkanb, A., & Ozkan, Neslihan. (2007). International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings. *Journal Of Multinational Financial Management*, 17(1), 45-60. Doi.org/10.1016/j.mulfin.2006.03.003
- Han, Jin K., Kim, N., & Srivastava, Rajendra K. (1998). Market Orientation and Organizational Performance: Is Innovation a Missing Link? *Journal Article*, 62(4), 30-45. Doi: 10.2307/1252285
- Harford, J., Mansi, Sattar A., & Maxwell, William F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535-555. Doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.04.002
- Harford, Jarrad. (1999). Corporate Cash Reserves and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997. Doi.org/10.1111/0022-1082.00179
- Haselmann, R., & Wachtel, Paul. (2010). Institutions and Bank Behavior: Legal Environment, Legal Perception, and the Composition of Bank Lending. *Journal of*

- Money, Credit And Banking*, 42(5), 965-984. Doi.org/10.1111/j.1538-4616.2010.00316.x
- He, Z., & Wintoki, M. Babajide. (2016). The cost of innovation: R&D and high cash holdings in U.S. firms. *Journal of Corporate Finance*, 41, 280-303. Doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.10.006
- Hicks, J. R. (1936). Keynes' Theory of Employment. *The Economic Journal*, 46(18), 238-253. Doi: 10.2307/2225227.
- Huang, Pingsun, & Zhang, Yan. (2012). Does Enhanced Disclosure Really Reduce Agency Costs? Evidence from the Diversion of Corporate Resources. *The Accounting Review*, 87(1), 199-299. Doi.org/10.2308/accr-10160
- Huang, Winifred, & Mazouz, Khelifa. (2018). Excess cash, trading continuity, and liquidity risk. *Journal of Corporate Finance*, 48, 275-291. Doi.org/ 10.1016 /j. Jco Rphi N.20 17.11.005
- Jabeur, Sami Ben. (2016). Bankruptcy prediction using Partial Least Squares Logistic Regression. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 36, 197-202. Doi.org/10.1016/j.jretconser.2017.02.005
- Jackson, Scott B., Keune, Timothy M., & Salzsieder, Leigh. (2013). Debt, Equity, and Capital Investment. *Journal of Accounting And Economics*, 56, 291-310. Doi. Org/10.1016/j.jacceco.2013.09.001
- Japelli, T., Pagano, Marco, & Bianco, Magda. (2005). Courts and Banks: Effects of Judicial Enforcement on Credit Markets. *Journal Article*, 37(2), 223-244. Www.jstor.org/stable/3838925
- Jardin, Philippe du, (2017). Dynamics of firm financial evolution and bankruptcy prediction. *Expert Systems With Applications*, 75(1), 25-43. Doi: 10.1016/j.eswa.2017.01.016
- Jensen, Michael C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329. https://www.jstor.org/stable/1818789
- Jensen, Michael C., & Meckling, William H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics*, 3(4), 305-360. Doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Jorge, S., & Armada, Manuel José da R. (2001). Fatores determinantes do endividamento: uma análise em painel. *Revista de Administração Contemporânea*, 5(2), 9-3. Doi.org/10.1590/S1415-65552001000200002
- Junior, Idalberto José das N., Silva, Wagner Ferreira da, & Barreto, Marcelo Daia. (2015). A Participação do Contador em Processo de Recuperação de Empresas e Falência na Visão dos Magistrados: Administração Judicial e Perícia Contábil.

VI Congresso Nacional de Administração e Contabilidade - AdCont 2015 Rio de Janeiro, RJ, Brasil.

- Kalcheva, Ivalina, & Lins, Karl V. (2007). International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems. *The Review of Financial Studies*, 20(4), 1087-1112. Doi.org/10.1093/rfs/hhm023
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, Massimo. (2009). Governance Matters VIII: Aggregate And Individual Governance Indicators 1996-2008. Policy Research Working Paper, 1-105. Doi.org/10.1596/1813-9450-4978
- Kim, Chang-Soo, Mauer, David C., & Sherman, Ann E. (1998). The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. *JOURNAL ARTICLE*, 33(3), 335-359. DOI: 10.2307/2331099
- Kim, Daniel S., Li, Yun, & Tarzia, Domenico. (2018). Value of corruption in China: Evidence from anti-corruption investigation. *Economics Letters*, 164, 112-116. Doi.org/10.1016/j.econlet.2018.01.021
- Kling, Gerhard, Paul, Salima Y., & Gonis, Eleimon. (2014). Cash holding, trade credit and access to short-term bank finance. *International Review of Financial Analysis*, 32, 123-131. Doi.org/10.1016/j.irfa.2014.01.013
- Kyröläinen, P., TAN, I., & Karjalainen, Pasi. (2013). How creditor rights affect the value of cash : A cross-country study. 22/06. ed. *Journal of Corporate Finance*, 22, 278-298. Doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.06.001
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, Robert W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52(3), 1.131-1.150. Doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x
- Laplante, Stacie K., & Nesbitt, Wayne L. (2017). The relation among trapped cash, permanently reinvested earnings, and foreign cash. *Journal of Corporate Finance*, 44, 126-148. Doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.03.005
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, Thorsten. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*, 46, 31-77. Doi.org/10.1016/S0304-3932(00)00017-9
- Liao, Li-Kai(Connie), Mukherjee, Tarun, & Wang, Wei. (2015). Corporate governance and capital structure dynamics: An empirical study. *The Journal of Financial Research*, 38(2), 169-191. Onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/jfir.12057
- Liu, Qigui, Luo, Tianpei, & Luo, Gary Gang Tian. (2015). Family control and corporate cash holdings: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 31, 220-245. Doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.02.007
- Loncan, Tiago R., & Caldeira, João Frois. (2014). Capital Structure, Cash Holdings and Firm Value: a Study of Brazilian Listed Firms. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 46-59. Doi.org/10.1590/S1519-70772014000100005

- Marchetto, Patrícia B., & Miranda, Adriana A. Telles. (2014) Considerações da lei falimentar no direito brasileiro em comparação ao direito francês. *Scientia Iuris*, 18(1), 45-59. Doi: 10.5433/2178-8189.2014v18n1p45.
- Marques, José A.V. da C., & Braga, Roberto. (1995). Análise dinâmica do capital de giro o Modelo Fleuriet. *Revista de Administração de Empresas*, 35(3), 49-63. <http://www.scielo.br/pdf/rae/v35n3/a07v35n3.pdf>
- Martins, Henrique Castro. (2016). *A interdependência entre os conflitos de agência*. Tese de Doutorado. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, Rio Grande do Sul, Brasil. Recuperado em 11 de abril, 2019, de <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/147796>
- Medeiros, Otávio Ribeiro de, & Daher, Cecílio Elias. (2008). Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(1), 177-199. Doi.org/10.1590/S1415-65552008000100009
- Memona, Pervaiz A., Rusb, Rohani Bt Md, & Ghazalic, Zahiruddin B. (2015). *Firm and Macroeconomic Determinants of Debt : Pakistan Evidence*. *Procedia - Social And Behavioral Sciences*, 172(27), 200-207. Doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.01.355
- Modigliani, Franco, & Miller, Merton H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. In *Selected Works of Merton H. Miller: A Celebration of Markets: Volume 1: Finance* (pp. 03-297). Chicago, USA: Chicago University
- Monteiro, Andréa Alves Silveira. (2003). Fluxos de Caixa e Capital de Giro: Uma adaptação do Modelo de Fleuriet. Uma Adaptação do Modelo de Fleuriet. *Pensar Contábil*, 6(20), 27-33. <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/pensarcontabil/article/viewFile/2360/2044>
- Morris, S., Shim, I., & Shim, Hyun Song. (2017). Redemption risk and cash hoarding by asset managers. *Journal of Monetary Economics*, 89, 71-87. Doi.org/10.1016/j.jmoneco.2017.03.008
- Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592. Doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x
- Myers, S.C., & Brealey, R.A. (2005). *Finanças corporativas: Financiamento de gestão de risco*. Porto Alegre, Rio Grande do Sul: Bookman.
- Myers, S.C., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. Doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0
- Nakajima, Makoto. (2008). Assessing Bankruptcy Reform in a Model with Temptation and Equilibrium Default. *Journal of public economics*, 145, 42-64. Doi.org/10.1016/j.jpubeco.2016.11.002

- Nakamura, Wilson T., Martin, Diogenes M. L., Forte, D., Filho, Antonio Francisco de C., Costa, André Castilho Ferreira da, & Amaral, Alexandre Cintra do. (2007). Determinantes de Estrutura de Capital no Mercado Brasileiro – Análise de Regressão com Painel de Dados no Período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(44), 72-85. Doi.org/10.1590/S1519-70772007000200007
- Nason, Robert S., & Patel, Pankaj C. (2016). Is cash king? Market performance and cash during a recession. *Journal Of Business Research*, 69(10), 4242-4248. Doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.03.001
- Nunes, Ives A., Funchal, B., & Beiruth, Azis X. (2017). A Lei de falências e a estratégia de endividamento das empresas brasileiras: Um estudo sobre o uso da teoria do Pecking Order e da Teoria do Trade-Off. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 12(1).
- Ogundipe, Sunday E., Salawu, Rafiu O., & Ogundipe, Lawrencia O. (2012). The Determinants of Corporate Cash Holdings in Nigeria: Evidence from General Method of Moments (GMM). *International Journal Of Economics And Management Engineering*, 6(1), 152-158.
- Oliveira, Abdinardo M. B. de, Ramalho, Rodrigo de O., & Moura, André A.F. de. (2013). Gestão de capital de giro líquido e de fluxo de caixa em risco de empresas de bens industriais listadas na Bmf & Bovespa. *Revista de Contabilidade da UFBA*. 7(2), 38-51.
- Oliveira, Gleick Meira. (2010). Falência: Conhecendo a História para se Construir um Futuro Pautado na Certeza. *Revista Dat@venia*, 2(2), 49-56. Doi:10.20887/rdtv.cj.2010.v2i2p49-56
- Oliveira, Guilherme R. (2013). *Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras: Uma abordagem em regressão quantílica*. (Dissertação de mestrado). Universidade de Brasília, DF, Brasil. Recuperado em 11 abril, 2019, de http://repositorio.unb.br/bitstream/10482/8615/1/2011_GuilhermeResendeOliveira.pdf
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, Rohan. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46. Doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3
- Orlova, S., Rao, R., & Kang, Tony. (2017). National culture and the valuation of cash holdings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(1-2), 236-270. Doi.org/10.1111/jbfa.12233
- Orlova, Svetlana V., & Rao, Ramesh P. (2018). Cash holdings speed of adjustment. *International Review of Economics & Finance*, 54, 1-14. Doi.org/10.1016/j.iref.2017.12.011
- Orlova, Svetlana V., & Sun, Li. (2018). Institutional determinants of cash holdings speed of adjustment. *Global Finance Journal*, 37, 123-137. Doi.org/10.1016/j.gfj.2018.05.002

- Pathak, R., Kumar, S., & Chauhan, Yogesh. (2018). Do bank-appointed directors affect corporate cash holding?. *International Review Of Economics And Finance*, 53, 39-56. Doi.org/10.1016/j.iref.2017.10.009
- Perobelli, Fernanda F.C., & Famá, R. (2002). Determinantes da estrutura de capital: Aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração*, 37(3), 33-46. <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V370333-46.pdf>
- Petacchi, Reining. (2015). Information asymmetry and capital structure: Evidence from regulation FD. *Journal of Accounting And Economics*, 59(2-3), 143-162. Doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.01.002
- Pinkowitz, Lee, Stulz, Rene M., & Williamson, Rohan. (2003). Do firms in countries with poor protection of Investor rights hold more cash?. *Corporate Finance*, 10188. Doi: 10.3386/w10188
- Ponticelli, J., & Alencar, Leonardo S. (2013). *Celeridade do Sistema Judiciário e créditos bancários para as indústrias de transformação*. Banco Central do Brasil. Recuperado em 11 abril, 2019, de <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD327.pdf>
- Ponticelli, J., & Alencar, Leonardo S. (2016). Court enforcement, bank loans and firm investment: Evidence from a bankruptcy reform in Brazil. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(13), 1365-1413. Doi.org/10.1093/qje/qjw015
- Prado, José Willer do, Carvalho, Francisval de M., Benedicto, Gideon C. de, & Santos Antonio Carlos dos . (2018). Uma abordagem para análise do risco de crédito utilizando o modelo Fleuriet. REPeC – *Revista de Educação e Pesquisa Em Contabilidade*, 12(3), 341-363. Doi.org/10.17524/repec.v12i3.1816
- Qian, J., & Strahan, Philip E. (2007). How laws and institutions shape financial contracts: the case of bank loans. *Journal of Corporate Finance*, 62(6), 2803-2834. Doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01293.x
- Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. Doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x
- Rocca, Maurizio La R., Cambrea, Domenico R., & Cariola, Alfio. (2016). The role of corruption in shaping the value of holding cash. *Finance Research Letters*, 20, 104-108. Doi.org/10.1016/j.frl.2016.09.014
- Sandler, T., & Hartley, Keith. (1999). *The political economy of Nato: Past, Present and Into the 21st Century* (1. ed.). Iowa, USA. Cambridge University Press.
- Santos, Jonábio B. dos, & Sousa, Nathália G. de. (2015). Falência e recuperação de empresas: Contribuição para a materialização do fundo social. *Revista Direito e Liberdade – RDL – ESMARN*, 17(2), 87-110. <https://core.ac.uk/download/pdf/79138093.pdf>

- Scalzilli, João P., Tellchea, Rodrigo, & Spinelli, Luis Felipe. (2012). Objetivos e Princípios da Lei de Falências e Recuperação de Empresas. In *Revista Síntese* (pp 15-30). Brasília, DF: TJDFT.Jus.br
- Schwarz, Jiří, & Pospíšil, Martin. (2017). Bankruptcy, Investment, and Financial Constraints: Evidence from the Czech Republic. *Eastern European Economics*, 56(2), 99-121. Doi.org/10.1080/00128775.2017.1407221
- Seifert, Bruce, & Gonenc, Halit. (2016). Creditor Rights, Country Governance, and Corporate Cash Holdings. *Journal Of International Financial Management & Accounting*, 27(1), 65-90. Doi.org/10.1111/jifm.12033
- Seifert, Bruce, & Gonenc, Halit. (2018). The Effects of Country and Firm-Level Governance on Cash Management. *Journal Of International Financial Markets*, 52, 1-16. Doi.org/10.1016/j.intfin.2017.12.001
- Serfling, Matthew. (2016). Labor Adjustment Costs and Capital Structure Decisions . *The Journal of Finance*, 7(5), 2239-2286. Doi.org/10.1111/jofi.12403
- Severo, Patrícia S., Kronbauer, Clóvis A., Los, Geovana Z., Seidler, Jean Carlos O., & Pasini, Adriana K. (2014). Fracasso nos Negócios: Uma análise bibliométrica das pesquisas realizadas no Brasil entre os anos de 2000 e 2013. *Revista de Estudos Contábeis, Londrina*, 5(9), 25-46. <http://www.uel.br/revistas/uel/index.php/rec/article/viewFile/17218/17249>
- Shah, A., Shah, Hamid Ali, Smith, Jason M., & Labianca, Giuseppe (Joe). (2017). Judicial efficiency and capital structure: An international study. *Journal of Corporate Finance*, 44, 255-274. Doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.03.012
- Shah, Attaullah, & Khan, Safiullah. (2007). Determinants of capital structure: Evidence from Pakistani panel data. *International Review of Business Research Papers*, 3(4), 265-282 . Ssrn.com/abstract=1027180
- Shah, Hamid Ali, & Shah, Attaullah. (2016). *The relationship between judicial efficiency and corporate cash holdings* : An International study. *Economic Modelling*, 59, 448-462. Doi.org/10.1016/j.econmod.2016.08.016
- Sherman, Ann E., & Mauer, David C. (2012). The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. *Journal of Financial And Quantitative Analysis*, 33(3), 335-359. Doi: 10.2307/2331099
- Silva, P., Araújo, V., & Monte, Paulo. (2006). Uma análise da Pecking Order Theory nos diferentes níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA. *Revista Científica Hermes*, 20, 153-176. Recuperado em 12 abril, 2019, de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=477654979008>
- Stiglitz, Joseph E. (1972). Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance : Bankruptcies and Take-overs. *Journal of Economics And Management Science*, 3(2), 458-482. [Http://www.jstor.org/stable/3003033](http://www.jstor.org/stable/3003033)

- Stulz, René M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27. Doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N
- Succurro, Marianna. (2012). Bankruptcy systems and economic performance across countries: some empirical evidence. *European Journal of Law And Economics*, 33(1), 101-126. <https://link.springer.com/article/10.1007/s10657-009-9138-2>
- TaddeiA, Marcelo. (2011). Os primeiros cinco anos da recuperação judicial no país: dificuldades e controvérsias. *Revista jurídica empresarial*, 47-75.
- Timm, Luciano B., Dufloth, R., & Silva, Thiago T. da. (2013). Panorama da falência passados 10 anos da lei Nº 11.101/2005: Dos pressupostos economicos e jurídicos à sentença. *Revista de direito da empresa e dos negócios*, 2(2).
- Titman, S., & Wessels, R. (1998). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1-19. Doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x
- Tong, Hui, & Wei, Shang-Jin. (2009). *The Composition matters: Capital inflows and liquidity crunch during a global economic crisis*. National Bureau of Economic Research, 24(6), 2023-2052. Doi: 10.3386/w15207
- Tsuruta, Daisuke. (2013). Credit Contagion and Trade Credit: Evidence from Small Business Data in Japan. *Asian Economic Journal*, 27(4), 341-367. https://econpapers.repec.org/article/blaasiaec/v_3a27_3ay_3a2013_3ai_3a4_3ap_3a341-367.htm
- Vig, Vikrant. (2013). Access to collateral and corporate debt structure: Evidence from a natural experiment. *The Journal of Finance*, 68(3), 881-928. Doi.org/10.1111/jofi.12020
- Visaria, Sujata. (2009). Legal Reform and Loan Repayment: The Microeconomic Impact of Debt Recovery Tribunals in India. *American Economic Journal*, 1(3), 59-81. Doi: 10.1257/app.1.3.59
- Volkov, Andrey, Benoit, Dries F., & Poel, Dirk Van den. (2017). Incorporating sequential information in bankruptcy prediction with predictors based on Markov for discrimination. *Decision Support Systems*, 98, 59-68. Doi:10.1016/j.dss.2017.04.00
- Wang, Yanchao, Ji, Yu, Chen, Xu, & Song, C. (2014). Inflation, operating cycle, and cash holdings. *China Journal of Accounting Research*, 7(4), 263-276. Doi.org/10.1016/j.cjar.2013.07.001
- Ward, Charles, YIN, Chao, & Zeng, Yeqin. (2018). Institutional investor monitoring motivation and the marginal value of cash. *Journal Of Corporate Finance*, 48, 49-75. Doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.10.017
- Ya, Xingquan, Han, Liang, Li, W., Yin, X., & Tian, Lin. (2017). Monetary policy, cash holding and corporate investment: Evidence from China. *China Economic Review*, 46, 110-122. Doi.org/10.1016/j.chieco.2017.09.001

Yang, K., & Nafar, Nadia. (2013). Creditor rights and corporate cash holdings: International evidence. 23/09. ed. *International Review of Economics & Finance*, 33, 111-127. Doi.org/10.1016/j.iref.2014.03.011