

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

Bruno Funchal (FUCAPE Business School)

Mateus Clóvis (FUCAPE Business School)

Abstract

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

Keywords: Capital Structure, Bankruptcy, Law.

JEL Codes: G32, G33, K00.

ANPEC's Area 7: Microeconomics, Quantitative Methods and Finance.

Resumo

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

Palavras-Chave: Estrutura de Capital, Bancarrota, Lei.

Códigos JEL: G32, G33, K00.

Área 7 da ANPEC: Microeconomia, Métodos Quantitativos e Finanças.

1 INTRODUÇÃO

Esta pesquisa verifica se houve mudanças estatisticamente significantes na estrutura de capital de curto e longo prazo das empresas listadas na bovespa devido à Nova Lei de Falências.

Apesar das evidências encontradas de que o Brasil, no contexto legal, é um país com características de fracas garantias legais, baixa proteção ao credor e acionista devido a fracos mecanismos de governança corporativa¹ e baixo *enforcement*², espera-se que a Nova Lei tenha efeito no período analisado, pois suas alterações tendem a aumentar a confiança do credor e acionista, dando mais garantias legais devido ao rigor da Lei, amenizando assim os efeitos negativos decorrentes de baixa governança, além de que em um país emergente tal mudança tende a aumentar o *enforcement* privado no curto prazo substituindo mecanismos de governança corporativa.

Para medir este efeito foi mensurada a estrutura de capital das empresas pesquisadas elaborando um coeficiente de endividamento com capital de terceiros, conforme literatura clássica de estrutura de capital, em que as ações de credores e acionistas no que diz respeito a confiança, custo de capital e expectativa de fluxo de caixa futuro possam ser capturadas.

Pesquisas recentes demonstraram o efeito da Nova Lei de Falências no crédito privado, com redução no custo das dívidas e aumento na proteção dos credores. O período analisado foi de 2002 a 2007, sendo que a Nova Lei entrou em vigor em 2005. Os resultados encontrados demonstram o efeito benéfico da Nova Lei, o que contribui para que empresas economicamente viáveis, porém insolventes, continuem seus negócios.

Este trabalho se apresenta organizado da seguinte forma: no capítulo 2 foi realizada uma revisão de literatura sobre a Lei de Falências que trata na primeira seção de características decorrentes do país de atuação e o sistema legal em que a Lei está inserida, na segunda seção a proteção ao credor e acionista, na terceira seção é discutida a Lei de Falências no contexto brasileiro; no capítulo 3 é feita uma revisão teórica sobre estrutura de capital; no capítulo 4 são discutidos os resultados empíricos encontrados; no capítulo 5 são apresentadas as conclusões.

2 LEI DE FALÊNCIAS

2.1 País de atuação e o sistema legal

No contexto internacional não existe padronização das normas de falência (La Porta *et al*, 1998), o que faz com que ela se apresente de acordo com o contexto econômico, empresarial, jurídico, cultural local e a ação conjunta desses fatores dificulta o processo de padronização.

La Porta *et al* (1998) analisam a legislação que protege acionistas e credores e o *enforcement* em 49 países e encontram evidências de que países *common law*³ tem consideravelmente maior proteção aos investidores e melhor *enforcement* do que países *code law*⁴. Araújo e Lundberg (2005) ressaltam o comentário de La Porta (1998) ao analisarem a Nova Lei de Falências sob o contexto econômico e destacam

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

2 Fazer valer a Lei.

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

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

que países *common law* tem maior tendência de proteção aos investidores do que países *code law*. Por outro lado, Djankov *et al* (2006) encontram evidências de que a origem do país (*common law* ou *code law*) não tem influência estatisticamente significativa no crédito privado.

Brito e Lima (2005) argumentam que empresas de controle privado nacional possuem maior endividamento de curto prazo que empresas de controle público nacional ou de controle estrangeiro por fatores como custos de insolvência, assimetria de informação das empresas privadas nacionais e má governança num país com fraca garantia legal.

2.2 Proteção ao credor e acionista

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

Djankov *et al* (2006), analisam os determinantes do crédito privado em 129 países e encontram evidências de que o aumento do direito dos credores em função da reforma legal contribui significativamente para o aumento do crédito.

Na América Latina e no Caribe Araújo e Funchal (2005) encontram evidências de baixa proteção ao credor devido a um sistema legal fraco e sua ineficiência reduz a expectativa de recuperação dos credores aumentando o custo de capital, contudo, a baixa proteção para o credor causa um impacto negativo no mercado de capitais. Neste mesmo sentido La Porta *et al* (1998) afirma que o Brasil apresenta pouca proteção para o investidor externo, conforme as discussões na literatura de governança corporativa, estando abaixo da média internacional. Em discussão teórica Araújo e Funchal (2005) refletem sobre os impactos de uma lei mais rigorosa em relação às penalidades impostas às empresas devedoras, os mesmos autores argumentam que as probabilidades de inadimplência bem como a intensidade da penalidade podem influenciar na redução da expectativa de retorno e inibir o mercado de crédito; a falta de rigorosidade, pelo contrário, pode incentivar o crédito e por consequência aumentar a inadimplência. Porém, com o rigor da Nova Lei houve um impacto positivo nos débitos principalmente de empresas com baixa governança corporativa, o que induz ao entendimento de que a Lei substitui a baixa governança (Galdi *et al*, 2008) aumentando a confiança dos credores e acionistas.

2.3 Contexto brasileiro

Em consequência de impactos negativos na economia, alguns países tem reformado seu sistema legal de falências, como é o caso do Brasil que desde junho de 2005 passa a vigorar a Nova Lei de Falências 11.101/2005.

A Nova Lei de Falências tem trazido expectativas de mudanças que visam gerar crescimento econômico e maiores chances de recuperação, o que antes era mais difícil devido à antiga Lei do país (Araújo e Lundberg, 2005).

Araújo e Funchal (2006), analisam a antiga Lei de Falências e argumentam que ela induz os credores à incerteza de investir nos projetos da firma pois:

- prioriza créditos trabalhistas e tributários em relação aos credores;

- o esforço do gerente para recuperar a empresa tende a ser menor quando há violação das regras de prioridades absolutas, principalmente se for em seu benefício;

- gerentes investem em projetos arriscados que podem não vir a gerar valor na tentativa de salvar a firma;

- atraso do gerente para decretar a insolvência.

O problema acima exposto está relacionado com a discussão de teoria da agência que parte do pressuposto que credores e acionistas, também denominados principal, não possuem as mesmas informações que os gestores, conhecidos como agentes, ocorrendo assim a assimetria informacional (Jensen e Meckling, 1976), levando o principal a criar mecanismos para monitorar as ações dos agentes e aos problemas de azar moral (Araújo e Funchal, 2006).

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

- substituição da concordata pela recuperação judicial, que traz a participação dos credores no plano de recuperação;

- criação da figura da recuperação extrajudicial, que permite acordo informal com os credores a ser homologado judicialmente;

- intervenção do Ministério Público antes da falência;

- criação do Comitê de Credores e da Assembléia Geral de Credores, que acompanha e fiscaliza a recuperação judicial;

- estabelecimento de um período máximo para a negociação do plano de recuperação judicial da empresa, ficando suspensas por este período todas as ações e execuções judiciais contra o devedor;

- inclusão de novos empréstimos à empresa em recuperação;

- criação de um tratamento sumário e privilegiado para pequenas e micro empresas, onde o juiz poderá aprovar renegociação padrão a ser paga em 36 prestações mensais, iguais e consecutivas;

- o administrador judicial deverá divulgar, para efeito de acompanhamento dos interessados e envolvidos no processo os débitos da empresa;

- mudança nas regras de prioridades absolutas que beneficiam o recebimento dos credores em relação aos tributários e dá à Assembléia dos Credores poderes para modificar a ordem de recebimento nos casos de recuperação judicial e extrajudicial;

- limitação no pagamento prioritário dos empregados a 150 salários mínimos;

- em caso de liquidação da empresa, não há transferência do passivos para o adquirente.

Percebe-se que as mudanças da Nova Lei buscam a continuidade dos negócios viáveis causando impacto positivo na economia ao manter o negócio empresarial, manter o emprego, pagamento dos fornecedores e dos tributos.

Funchal (2008) analisa nas empresas brasileiras os impactos da Nova Lei e encontra evidências de aumento no crédito devido à proteção aos credores e redução no custo das dívidas.

Este trabalho se propõe a estudar o impacto da Nova Lei de Falências na estrutura de capital de curto e longo prazo das empresas listadas na bovespa,

utilizando como métrica capital de terceiros e capital próprio e valor de mercado da empresa com o objetivo de captar as ações de credores e acionistas.

3 ESTRUTURA DE CAPITAL

As proposições apresentadas por Modigliani e Miller (1958) em relação ao valor da empresa, contribuíram para definição do modelo de estrutura de capital atualmente utilizado⁵ ao tentarem definir a ordem da estrutura de capital adotada pelas empresas.

Partindo de premissas como dívidas livres de risco, tomar e conceder empréstimos à mesma taxa livre de risco, ausência de custos de transação, ausência de custos de falência, ausência de problemas de agência (Copeland e Weston, 1988) apud (Barros, 2005), Modigliani e Miller (1958) defendem inicialmente que o valor da firma independe da estrutura de capital da empresa, e que a estrutura mista, composta por capital próprio ou de terceiros, irá influenciar no custo de captação individualmente e no risco do negócio, mas que essa relação se anula ao considerar o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC).

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

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

Concomitante à discussão de estrutura de endividamento insere-se no contexto o risco de falência resultante do endividamento e os custos inerentes a este processo. Segundo Stiglitz (1969) apud Frydenberg (2004), os custos de falência são custos em relação à dificuldade financeira como custos de transferência de ativos para os novos donos, processos legais, honorários advocatícios dentre outros que são classificados como diretos; por outro lado, o próprio processo de falência leva a custos indiretos como a perda do controle da empresa alterando assim a expectativa de fluxo de caixa futuro dos agentes. Warner (1977) ainda discute, em relação aos custos indiretos de falência, sobre a perda de profissionais qualificados que diante do medo de falir buscam outras alternativas de emprego e sobre a perda de confiança na firma pelos clientes e fornecedores.

A estrutura de capital utilizada neste trabalho, apresentada no capítulo 4 está de acordo com os autores apresentados e objetiva captar os impactos da Nova Lei de Falências no coeficiente de endividamento praticado pelas empresas pesquisadas considerando os efeitos no custo de captação, risco de falência, mudança na confiança e expectativa de fluxo de caixa de credores e acionistas.

4 RESULTADOS EMPÍRICOS

Os dados de estrutura de capital (variável dependente) e do valor dos ativos (variável independente de controle) foram coletados na base de dados da Economatica abrangendo os períodos de dezembro de 2002 a 2007. As demais

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

⁶ Modigliani e Miller

variáveis de controle tem como fonte de dados a base do Ipeadata⁷ e Receita Federal do Brasil⁸. Foram extraídas do banco de dados 456 empresas que tinham o coeficiente de endividamento no período analisado, não estando contidas na amostra empresas do setor de fundos, finanças e seguros por apresentarem estrutura de financiamento com características diferentes dos demais setores analisados.

O procedimento econométrico para análise dos dados é painel com efeito fixo, pois “são muito úteis para a análise de decisões governamentais” (Wooldrige, 2006), permitindo controlar a heterogeneidade dos agentes, ou seja, isolar características intrínsecas de cada firma (Gujarati, 2006). Wooldrige (2006) comenta que “podemos obter estimadores mais precisos e estatísticas de testes mais poderosas” ao utilizar dados em painel.

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

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 DLEI_{it} + \beta_2 ATIVO_{it} + \beta_3 PIB_{it} + \beta_4 BG_{it} + \beta_5 SELIC_{it} + \beta_6 IGPM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

A estrutura de capital que define o coeficiente de endividamento é mensurada da seguinte forma:

a) Endividamento total

$$DDVM = \frac{DT}{DT + VM} \quad (2)$$

DDVM = coeficiente de endividamento total com terceiros

VM = valor de mercado da empresa

DT = dívida total com terceiros

Sendo que:

$$DT = Dcp + Dlp \quad (3)$$

Dcp = dívida de curto prazo

Dlp = dívida de longo prazo

$$Dcp = FINcp + DEBcp + FORNcp \quad (4)$$

FINcp = financiamento de curto prazo

DEBcp = debentures de curto prazo

FORNcp = fornecedores de curto prazo

$$Dlp = FINlp + DEBlp \quad (5)$$

FINlp = financiamento de longo prazo

DEBlp = debentures de longo prazo

b) Endividamento curto prazo

$$DCDVM = \frac{Dcp}{DT + VM} \quad (6)$$

DCDVM = Coeficiente de endividamento de curto prazo com terceiros

⁷ www.ipeadata.gov.br

⁸ www.receita.fazenda.gov.br

c) Endividamento longo prazo

$$DLDM = \frac{Dlp}{DT + VM} \quad (7)$$

DLDM = Coeficiente de endividamento de longo prazo com terceiros

A Nova Lei de Falências 11.101 de 09/02/2005, entrou em vigor em 09/06/2005. Para medir o efeito deste dado qualitativo foi utilizada variável binária *dummy* que assume valor de 0 para o período *ex ante* (2002 a 2004) e 1 para o período *ex post* (2005 a 2007) à Nova Lei. A utilização da variável *dummy* com as demais quantitativas possibilita a identificação de mudanças estruturais (Alves e Vasconcellos, 2000).

Com o objetivo de controlar possíveis impactos econômicos na estrutura de capital que não os decorrentes da Nova Lei, foram utilizadas como variáveis de controle: a) valor do ativo da empresa (VA), pois o tamanho da empresa está positivamente relacionado com o endividamento. Há evidências empíricas de que quanto maior a proporção de ativos tangíveis, maior a capacidade de endividamento da empresa, pois possui bens para dar em garantia; b) produto interno bruto (PIB) que analisa a riqueza produzida pelo país; c) bonus global (BG) que é um título de dívida externa brasileira e foi utilizado nesta pesquisa para medir o risco do país. Quanto maior a procura deste título e quanto maior o seu valor de mercado em relação ao seu valor de face, melhor a expectativa de retorno dos investidores; d) taxa selic (SELIC) que é a taxa de juros livre de risco vinculada a títulos públicos federais negociados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia; e) o índice geral de preços do mercado (IGPM) mede a inflação dos itens de bens de consumo.

As hipóteses a serem testadas neste trabalho são: H₁: houve aumento no coeficiente de endividamento total após a Nova Lei de Falências; H₂: houve aumento no coeficiente de endividamento de curto prazo após a Nova Lei de Falências; H₃: houve aumento no coeficiente de endividamento de longo prazo após a Nova Lei de Falências. Se baseiam nos efeitos esperados da Nova Lei ao reduzir a incerteza dos credores e investidores em relação às garantias legais resultando em maior proteção legal e redução do custo de capital, portanto espera-se que o coeficiente da Lei seja positivo e estatisticamente significativo.

Nas três tabelas abaixo são apresentadas as análises dos dados empíricos encontrados cuja Prob>F é igual a 0.0000, demonstrando a confiabilidade do modelo e dos resultados encontrados nos três testes.

A tabela 1 apresenta resultado do coeficiente referente à Lei de Falências positivo e significativo, o que demonstra que houve aumento da dívida total na estrutura de capital de 0.17 após a implementação da Nova Lei, confirmando a primeira hipótese testada que se baseia redução de incertezas de credores. A criação do comitê e assembléia dos credores faz com que os mesmos possam participar ativamente do processo de recuperação judicial e extrajudicial; a não transferência de passivos em caso de liquidação e a possibilidade de novos empréstimos a empresas em recuperação contribuem para o aumento da expectativa de recebimento; e a confiança gerada pelo ambiente legal mais rigoroso impacta na redução do custo das dívidas e funciona como mecanismo de governança corporativa. A seguir buscou-se analisar se o impacto foi maior no curto ou longo prazo buscando as causas.

Tabela 1: Regressão Painel com Efeito Fixo: coeficiente de endividamento total com terceiros

Esta tabela apresenta resultados utilizando análise de dados em painel com efeito fixo, que verifica o impacto da Nova Lei de Falências na estrutura de capital das empresas listada na bovespa nos períodos *ex ante* e *ex post*. Como variável dependente tem-se o coeficiente de endividamento total com terceiros. Como variáveis independentes foram utilizadas variável dummy para a Lei 0 antes e 1 no ano de aprovação e períodos seguintes; como variáveis de controle dos efeitos macroeconômicos: valor dos ativos da firma (VA), produto interno bruto (PIB), risco do país pelo bonus global (BG), taxa livre de risco (SELIC), inflação (IGPM).

Variável Dependente: DDVM

	Coefficient	Robust Standard Error	P-Value
Intercepto	3.162154	0.504878	0.000
LEI	0.1714113	0.0233737	0.000
VA	1.39e-09	4.02e-10	0.001
PIB	-1.04e-06	1.05e-07	0.000
BG	-0.0004526	0.0001419	0.001
SELIC	-11.27868	3.410515	0.001
IGPM	-0.0005198	0.0014822	0.726

A tabela 2 apresenta coeficiente referente à Lei de falências positivo e significativo, demonstrando aumento no endividamento de curto prazo de 0.123 confirmando a segunda hipótese de que houve aumento no curto prazo após a Nova Lei. Mudanças nas regras de prioridades absolutas beneficiam os credores em detrimento ao fisco e faz com que credores sem garantias aumentem o ganho esperado; as chances de recuperação das firmas também aumentam sendo uma das alterações a inclusão de novos empréstimos para empresas em recuperação.

Tabela 2: Regressão Painel com Efeito Fixo: coeficiente de endividamento de curto prazo com terceiros

Esta tabela apresenta resultados utilizando análise de dados em painel com efeito fixo, que verifica o impacto da Nova Lei de Falências na estrutura de capital das empresas listada na bovespa nos períodos *ex ante* e *ex post*. Como variável dependente tem-se o coeficiente de endividamento de curto prazo com terceiros. Como variáveis independentes foram utilizadas variável dummy para a Lei 0 antes e 1 no ano de aprovação e períodos seguintes; como variáveis de controle dos efeitos macroeconômicos: valor dos ativos da firma (VA), produto interno bruto (PIB), risco do país pelo bonus global (BG), taxa livre de risco (SELIC), inflação (IGPM).

Variável Dependente: DCDVM

	Coefficient	Robust Standard Error	P-Value
Intercepto	2.042353	0.411697	0.000
LEI	0.1234572	0.0202789	0.000
VA	8.59e-10	3.47e-10	0.013
PIB	-8.26e-07	8.98e-08	0.000
BG	-0.0002821	0.000116	0.015
SELIC	-9.749667	2.955186	0.001
IGPM	0.0007147	0.0012319	0.562

A tabela 3 apresenta coeficiente referente à Lei de falências positivo e significativo, demonstrando aumento no endividamento de longo prazo de 0.047 confirmando a terceira hipótese de que houve aumento após a Nova Lei. Aumentam as chances de recebimento dos credores e virtude das mudanças nas regras de prioridades absolutas, com a limitação do crédito trabalhista há recebimento antes dos mesmos e a parcela que excede ao limite passa a compor as dívidas de longo prazo.

Tabela 3: Regressão Panel com Efeito Fixo: coeficiente no endividamento de longo prazo com terceiros

Esta tabela apresenta resultados utilizando análise de dados em painel com efeito fixo, que verifica o impacto da Nova Lei de Falências na estrutura de capital das empresas listada na bovespa nos períodos *ex ante* e *ex post*. Como variável dependente tem-se o coeficiente de endividamento de longo prazo com terceiros. Como variáveis independentes foram utilizadas variável dummy para a Lei 0 antes e 1 no ano de aprovação e períodos seguintes; como variáveis de controle dos efeitos macroeconômicos: valor dos ativos da firma (VA), produto interno bruto (PIB), risco do país pelo bonus global (BG), taxa livre de risco (SELIC), inflação (IGPM).

Variável Dependente: *DLDVM*

	Coefficient	Robust Standard Error	P-Value
Intercepto	1.119801	0.3261871	0.001
LEI	0.0479541	0.153892	0.002
VA	5.28e-10	2.92e-10	0.070
PIB	-2.13e-07	6.77e-08	0.002
BG	-0.0001705	0.0000922	0.064
SELIC	-1.529012	2.269229	0.501
IGPM	-0.0012345	0.0009778	0.207

Analisando as variáveis de controle, somente o IGPM não foi significativo em todos os testes. Na tabela 1 e 2 todas as demais variáveis de controle são significantes a 1% ou 5%. Na tabela 3 a SELIC não se apresenta significativa, o VA e BG são significantes a 8%.

5. CONCLUSÃO

O objetivo principal desta pesquisa foi verificar se a Nova Lei de Falências trouxe benefícios que proporcionassem às empresas mudanças na estrutura de capital que viessem a contribuir para a continuidade dos negócios da firma.

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

O resultados encontrados estão de acordo com as teorias apresentadas sobre reforma legal e a estrutura de capital das empresas, onde as evidências apontam para o aumento da confiança de credores e acionistas mediante as mudanças da Nova Lei, refletidas no aumento do coeficiente de endividamento das empresas de 12,3% e 4,7% no curto e longo prazo respectivamente.

A reforma da Lei num ambiente legal como o Brasil traz maior confiança para credores e acionistas ao aproximá-los da gestão e do processo decisório da empresa em casos de insolvência e ao dar prioridades nos casos de recuperação e falências, reduzindo assim o custo de captação de recursos no mercado, aumentando a captação para os projetos da firma.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALVES, Denisard. VASCONCELLOS, Antônio Sindoval de. Manual de econometria. São Paulo: Atlas, 2000.
- ARAUJO, A.; FUNCHAL, B.. A Nova lei de falências brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro, v. 36, p. 1-46, 2006.

_____. Bankruptcy Law in Latin America: Past and Future, *Journal Economía - The Journal of the Latin America and Caribbean Economic Association*, 6(1): 149-216, 2005.

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

BARROS, Lucas Ayres. Valor da empresa e estrutura de capital: estudo em condições de assimetria informal e conflitos de interesse no mercado brasileiro. São Paulo: Saint Paul Editora Ltda, 2005.

BRITO, Ricardo D.; LIMA, Mônica R.. A escolha da estrutura de capital sobre fraca garantia legal: o caso do Brasil. *Revista Brasileira de Economia*. Abr/Jun, 2005.

DKANKOV, Simeon; CARELEE, McLiesh; SHLEIFER, Andrei. Private Credit in 129 Countries, *Journal of Financial Economics*, May 2007.

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

FUNCHAL, B.. The Effects of the 2005 Bankruptcy Reform in Brazil. *Economics Letters*, 2008.

GALDI, F. C.; FUNCHAL, B.; LOPES, A. B.. Interactions between Corporate Governance, Bankruptcy Law and Firms' Debt Financing: The Brazilian Case. In: *European Accounting Association Annual Congress, 2008, Rotterdam. 31st EAA Annual Congress 2008*, 2008.

GUJARATI, Damodar N.. *Econometria Básica*. Rio de Janeiro: Campus, 2006.

HAY, Jonathan R.; SHLEIFER, Andrei. Private Enforcement of Public Laws: A Theory of Legal Reform *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 2., pp. 398-403, May, 1998.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H.. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, October 1976.

LA PORTA, R., F.LOPES DE SILANES, A. SHLEIFER R. W. Vishny. "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 1998.

MILLER, M. H.. Debt and Taxes. *Journal of Finance*, v. 32, n. 2, May, 1977.

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

_____. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction"; *The American Economic Review*, Vol. 33, N° 3, págs. 433-443, 1963.

MYERS, S. C.. The capital structure Puzzle. *The Journal of Finance*, vol. 39, n 3, p. 575-592, 1984.

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

STIGLITZ. Joseph E.. A re-examination of the Modigliani-Miller Theorem. *The American Economic Review*, vol. 59, n. 5, dec, 1969.

TITMAN, S. WESSELS, R.. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, v. 48, n. 3, June 1988.

WARNER, J. B.. Bankruptcy Costs: Some Evidence. *Journal of Finance*, XXXII, n. 2, 1977.

WOOLDRIGE, Jeffrey M.. Introdução à econometria: uma abordagem moderna. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.