
O Poder da Reforma na Lei de Falência Sobre Firms com Restrição de Crédito

The Reform Power in the Bankruptcy Law in Firms with Credit Restriction

Estevão Prates Benincá¹

Bruno Funchal²

Aziz Xavier Beiruth³

RESUMO

Este trabalho estuda os efeitos da Nova Lei de Falência sobre o crescimento do mercado de crédito brasileiro e também as mudanças nos padrões de acesso aos financiamentos por empresas restritas. Utilizando o método de regressão em painel com efeito fixo e dados contábeis de firmas listadas na BOVESPA, foram analisados: o montante, o prazo e o instrumento utilizado na captação de crédito, das empresas de capital aberto no Brasil. Foi provado que com o aumento das garantias de reembolso ao credor o montante disponibilizado aumentou, os prazos dados foram ampliados e o crédito foi estendido às empresas com menores garantias de execução dos contratos. Mais especificamente esta pesquisa contribuiu com a confirmação do caráter heterogêneo da reforma na Lei de Falência, mostrando a ampliação do crédito às empresas não emissoras de ADR e a tendência dessas empresas em se alavancarem principalmente através da emissão de debêntures, que apesar de ser um mecanismo com maior dificuldade de renegociação, pela diversidade no perfil e na quantidade de credores, seus custos de capital se mostram inferiores em relação ao financiamento junto a instituições financeiras.

Palavras-chave: Crédito. Lei de Falências. Dados em Painel.

ABSTRACT

This paper studies the effects of the New Bankruptcy Law on the growth of the Brazilian credit market and also analyzes the changes in patterns of access to finance constrained firms. Using the regression method panel data with fixed effect and accounting data of listed companies on the Bovespa, we analyze: the amount, the period and the instrument used in obtaining credit, of publicly traded companies in Brazil. We show that with the increase in the guarantees of repayment to the lender the amount available has increased, data deadlines were extended and credit was extended to companies with fewer guarantees for the implementation of the contract. More specifically this research contributed to the confirmation of the heterogeneity of the reform in bankruptcy law, showing the expansion of credit to businesses not issuing ADRs and the trend of these companies to leverage primarily through the issuance of debentures, which despite being a mechanism more difficult to

1 Mestrado em Administração pela Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças -FUCAPE (2013); docente na Faculdade de Ciências Contábeis e Administração de Cachoeiro do Itapemirim (FACCACI); pesquisa@fucape.br.

2 Doutorado em Economia pela Fundação Getúlio Vargas-FGV (2006); docente na Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE); e-mail: bfunchal@fucape.br.

3 Doutorado em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo-USP(2015); docente na Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE); e-mail: aziz@fucape.br.

renegotiate, the diversity in the profile and number of creditors, its capital costs are shown below in relation to funding from financial institutions.

Keywords: Credit Market. Bankruptcy. Panel Data.

1. Introdução

A estratégia de estrutura de capital é orientada para otimizar os meios pelos quais as empresas viabilizam seus investimentos, algumas utilizam capital próprio, outras, o endividamento externo à firma para realizarem seus projetos. Ao se alavancar, a firma se submete à disponibilidade de crédito e aos custos de capital oferecidos no mercado.

A pesquisa de La Porta et al. (1997) que analisou a influência do fator legal sobre o crescimento dos mercados de crédito em diversos países, apontam para ideia de que o aumento das garantias de reembolso dos credores gera uma maior disponibilidade de crédito a um custo menor.

La Porta et al. (1997) confirmam que o ambiente legal importa para o tamanho e extensão do mercado de capital de um país, protegendo credores contra expropriação. Araujo e Funchal (2008) provam que o grau de punição aos devedores afeta o desenvolvimento do mercado de crédito e apontam a proteção jurídica aos credores como fator importante no desenvolvimento dos mercados. Desta maneira, a segurança no ambiente legal é um fator facilitador do acesso ao crédito e se relaciona de maneira inversa com os custos de capital de acordo com Araujo, Ferreira e Funchal (2012).

Qian e Straham (2007) afirmam que a qualidade no processo legal e institucional de proteção ao credor molda a propriedade e os termos dos empréstimos bancários em todo mundo e mostram que credores protegidos, disponibilizam empréstimos com prazos mais longos e juros mais baixos.

Araujo, Ferreira e Funchal (2012) estudaram os efeitos da mudança na lei de falência brasileira e chegaram a conclusões semelhantes, que o aumento no nível de proteção gerou um aumento significativo no montante total e de longo prazo e reduziu o custo da dívida.

E para que o Brasil tivesse um acréscimo na quantidade de recursos investidos em sua economia foi aprovada pelo congresso nacional, em meados de 2005, a Lei 11.105 que reformulou o processo de falência das empresas no Brasil.

Contudo, antes mesmo da efetivação da Nova Lei de Falência e inseridas em um ambiente com baixas garantias de reembolso ao credor, empresas brasileiras possuíam

mecanismos que as permitiam captar recursos com juros mais baixos em mercados internacionais, a emissão de ADRs (American Depositary Receipts) proporcionava este benefício. De acordo com Costa, Paz e Funchal (2008) os ADRs estabelecem a diferença entre empresas restritas e irrestritas financeiramente, ou seja, empresas que os emitem, tendo cumprido as exigências para tal emissão, têm maior facilidade de acesso ao mercado financeiro internacional, eliminando assim as restrições ao crédito.

Tendo em vista a adoção da nova Lei de Falências em 2005 e as possíveis alterações nas negociações de concessão de crédito e partindo do pressuposto que o aprimoramento legal facilita o acesso ao crédito, este trabalho busca responder a seguinte questão de pesquisa: A Lei de Falências 11.105/2005 provocou crescimento no mercado de crédito no Brasil?

Posto isto, o trabalho tem por objetivo analisar se a disponibilidade de recursos às empresas brasileiras depois da Nova Lei de Falência foi de fato heterogênea, beneficiando mais umas empresas do que outras. E ver se em um ambiente de proteção ao credor o crédito foi ampliado mais às firmas com menores garantias de reembolso (sem ADR) do que às firmas que já possuíam acesso ao crédito e posteriormente identificar o instrumento financeiro utilizado por essas empresas para se alavancarem.

Foram analisadas 367 empresas com ações listadas na Bovespa entre os anos de 2001 e 2011. Para que fosse percebida a ocorrência de uma nova ordem na distribuição de crédito, a amostra foi dividida em três classes de empresas: as que emitem recibos entre os níveis 1 ou 144A (ADR14), com possibilidade de captar recursos no mercado americano mas não têm acesso irrestrito ao crédito, ou seja, estão em um nível intermediário; as que emitem recibos entre os níveis 2 ou 3 (ADR23), que atendem às maiores exigências de controle e governança do mercado americano e por isso possuem acesso irrestrito ao crédito e as empresas que não emitem ADR (ADRØ), apenas com possibilidade de crédito no mercado brasileiro.

2. Revisão da literatura

Trabalhos que analisam e investigam o crescimento dos mercados de crédito, têm sido assunto recorrente na literatura financeira em todo mundo (ARMSTRONG et al., 2010). A proteção ao credor e as instituições de informação são mecanismos indispensáveis para o desenvolvimento dos mercados de créditos. E como consequência do aumento na disponibilidade de crédito ocorre a diminuição das restrições e a

ampliação no perfil das firmas tomadoras de empréstimos e esse trabalho se relaciona principalmente com estudos anteriores que tratam desses assuntos.

Stiglitz e Weiss (1981) apud Djankov, McLiesh, Shleifer (2007) dizem que existem dois principais aspectos que determinam o aumento da disponibilidade de crédito aos indivíduos e às empresas: o poder e a informação. A possibilidade por parte do credor de forçar o reembolso, de obter maiores garantias, ou até mesmo o controle da empresa mutuária, faz com que o crédito seja ampliado. Da mesma maneira, quando os credores sabem mais sobre os tomadores de empréstimos, sua história, ou outros credores, a preocupação com a possibilidade de insolvência diminui e o crédito é estendido.

Numa análise macroeconômica Djankov, McLiesh e Shleifer (2007) estudaram os determinantes do acesso ao crédito privado ao redor do mundo. Encontraram evidências de que tanto a proteção dos credores através dos sistemas legais quanto as instituições que fornecem informações financeiras sobre as empresas são associadas a maiores níveis de crédito em relação ao PIB. Disseram também que reformas legais e o compartilhamento de informações precedem um desenvolvimento rápido do mercado de crédito, assim como a eficiência na execução da dívida, medida pelo custo, tempo e disponibilidade dos ativos, é um importante fator para o desenvolvimento dos mercados de crédito.

Qian e Straham (2007) estimaram como as leis e as instituições afetam as taxas e a propriedade de empréstimos bancários em todo mundo, seus resultados apoiaram a ideia de que alguns locais são mais propícios à execução dos contratos do que outros. Especificamente, os autores encontraram que em países com forte proteção ao credor, os empréstimos bancários estão associados com propriedade mais concentrada, com prazos mais longos e com taxas de juros mais baixas. Em países com baixa proteção ao credor os autores percebem que a maturidade dos mutuários faz com que os custos de capital sejam menores. Além disso, dizem que o impacto dos direitos dos credores sobre os empréstimos varia de acordo com as características dos mutuários, por exemplo, quando a empresa possui mais ativos tangíveis os empréstimos são assegurados por eles.

Bae e Goyal (2008) examinaram se as diferenças legais e a capacidade de execução dos contratos afetam a quantidade de empréstimos disponibilizados, prazo da dívida e custos de capital em 48 países. Seus resultados apoiam a ideia de que fortes direitos de propriedade resultam em maior eficiência de execução de contratos de empréstimo. Bancos emprestam mais, dão maiores prazos e cobram juros menores em países onde os

direitos de propriedade são mais bem protegidos. Resultados sobre a influência dos direitos dos credores não são sistematicamente relacionadas à disponibilidade de crédito, segundo eles. Dizem que o direito do credor importa somente para as taxas de juros dos empréstimos e que mesmo para as taxas de juros os efeitos dos direitos dos credores são menos importantes que a capacidade de execução dos contratos.

Este trabalho se identifica com o estudo realizado por Beck et al. (2008), que investigou o efeito heterogêneo do desenvolvimento financeiro e institucional sobre as empresas de acordo com seu tamanho. Eles buscaram entender melhor os padrões de financiamento de pequenas empresas e como eles mudam, assim como a importância do desenvolvimento institucional nas regras e na disponibilidade de recursos para essas empresas. Os resultados mostraram que empresas pequenas financiavam uma pequena parte de seus investimentos externamente, contudo após a elevação nos níveis de proteção aos direitos de propriedade do credor, essas empresas foram beneficiadas e usaram significativamente mais financiamentos externos, particularmente de bancos e através da emissão de ações.

Beck et al. (2008) analisam a influência do desenvolvimento no mercado de crédito sobre o crescimento de pequenas empresas em comparação com o crescimento de grandes empresas. Seus resultados indicam que o desenvolvimento financeiro exerce um efeito desproporcional sobre o crescimento das indústrias tecnologicamente dependentes de pequenas empresas e que esse desenvolvimento remove as restrições ao crédito das pequenas empresas, contribuindo para o crescimento de toda a cadeia produtiva. Nesse mesmo viés Gianetti (2003), utilizando uma base de dados de empresas não listadas em bolsa da Europa, mostrou que empresas em países com elevado direito ao credor têm acesso mais fácil ao crédito para financiar ativos intangíveis com baixas garantias, eles também garantem o acesso à dívida de longo prazo operando em setores com retornos mais voláteis e que as empresas não listadas em bolsa, mesmo sendo submetidas à fiscalização de suas características como rentabilidade, tamanho e capacidade de reembolso, se mostraram mais endividadas do que as empresas listadas.

Analisando empresas de pequeno porte que não cumpriam com suas dívidas bancárias na França, Alemanha e Reino Unido, Davydenko e Franks (2008) concluíram que as diferenças nos direitos dos credores entre os países levam os bancos a ajustarem suas políticas de crédito. Eles provaram que o nível de garantias para os empréstimos varia de acordo com a capacidade dos bancos em forçar o reembolso em caso de falência.

Araujo, Ferreira e Funchal (2012) tratam da experiência brasileira com a reforma na lei de falência ocorrida em 2005, mais especificamente falam de como a proteção aos credores e a eficiência no processo de liquidação proporcionam desenvolvimento no mercado de crédito em países em desenvolvimento. Seus resultados apontam para o efeito positivo da Nova Lei de Falências brasileira no montante total disponibilizado e na dívida de longo prazo.

Contudo estes estudos não analisam a distribuição de crédito entre empresas com e sem restrições no Brasil, após a efetivação da lei. Este trabalho contribui com a literatura de finanças tentando identificar a heterogeneidade no acesso doméstico ao crédito proporcionado pela Nova Lei de Falência brasileira.

3. Metodologia

Nesta seção é apresentado o modelo empírico utilizado para estimar o efeito da Nova Lei de Falência e assim, identificar o crescimento do mercado de crédito no Brasil, captar a extensão dos empréstimos e entender o mecanismo pelo qual as empresas se endividam.

Foram adotadas cinco variáveis dependentes como meios de alavancagem: (1) Dívida Total, para que seja analisada a tendência dos credores em disponibilizar crédito no mercado; (2) Dívida de Curto Prazo e (3) Dívida de Longo Prazo, para identificar se as empresas depois da mudança na legislação tiveram seus prazos ampliados; (4) Dívida Privada, para identificar se as empresas captam recursos através de empréstimos junto aos bancos e instituições financeiras e (5) Dívida Pública, para identificar se as empresas captam recursos através da emissão de títulos de dívida, estes dois últimos com o intuito de entender o processo de endividamento através do instrumento utilizado para este fim.

Incluimos três variáveis de controle no modelo, são elas: tangibilidade, rentabilidade e risco.

Tangibilidade_{it}, pois ativos tangíveis são mais fáceis de hipotecar e tem efeito direto sobre a possibilidade de endividamento. É calculada pela razão entre a soma de Imobilizado com Estoques e o Ativo Total. Espera-se que as empresas com uma maior proporção de ativos tangíveis se beneficiem mais com a nova lei, desde que a reforma feita credores subiram uma posição na ordem de prioridade, colocando-os na frente de dívidas fiscais e perdendo apenas para processos trabalhistas. Assim as garantias para o endividamento desempenham um papel importante na medida em que os credores estão

autorizados a recolhê-las em situações de insolvência de acordo com Araujo, Ferreira e Funchal (2012).

Com a Rentabilidade_{it}, é possível identificar a relação entre lucratividade e tomada de empréstimos. Segundo Perobelli e Famá (2002) a Teoria de *Pecking Order* prevê que as empresas deveriam financiar-se via lucros retidos, endividamentos e em último caso emitindo ações, sendo assim, empresas com alta lucratividade deveriam ser menos endividadas, já a Teoria de *Tradeoff* segundo Myers (2001) relativiza essa ordem dizendo que a empresa deve sempre se orientar pelo menor custo marginal da tomada de uma unidade adicional de empréstimo. Sendo assim, a razão entre *EBIT* (*Earnings Before Interest and Tax*) – que é o lucro antes de juros e imposto de renda, permite identificar o impacto das operações de alavancagem sem incluir as despesas ou receitas financeiras – e o Ativo Total, pode captar a tendência das empresas entre utilizar recursos próprios ou tomar empréstimos para viabilizar seus investimentos antes e depois da Lei de Falência.

A variável Risco_{it}, identifica a liquidez das empresas. Firms com piores índices de liquidez tem maior probabilidade de ir à falência e isso força os credores a aumentarem suas taxas de juros. O cálculo da variável foi feito pela razão entre Despesas Financeiras e *EBIT*, que foi utilizado pelo mesmo motivo da variável anterior. Desta forma, a nova lei atua na inversão dessa relação, ao aumentar a taxa de recuperação de ativos dos credores ela faz com que as taxas de juros tenham propensão à queda (ARAUJO; FERREIRA; FUNCHAL, 2012).

Foram incluídas variáveis binárias para identificar a influência da Lei de Falência (LF_{it}), a influência das classes emissoras de ADR ($ADR23_{it}$, e $ADR14_{it}$) e a relação entre as classes e a Lei de Falência ($LF * ADR23_{it}$ e $LF * ADR14_{it}$) sobre as variáveis dependentes.

As *dummies*: LF_{it} , é igual a 1 para os anos maiores que 2005 e igual a 0 para os menores que 2006; $ADR23_{it}$, para empresas emissoras de ADR entre os níveis 2 e 3 é igual a 1 e $ADR14_{it}$, para empresas que emitem ADR com os níveis 1 ou 144A é igual a 1.

Já as *dummies*: $LF * ADR23_{it}$ e $LF * ADR14_{it}$, pretendem perceber a sensibilidade das empresas que possuem ADRs em relação à vigência da Nova Lei de Falência, ou seja, se com a reforma da lei as empresas que emitem esses recibos aumentaram ou diminuíram a tomada de empréstimos no mercado interno. Em caso de seus γ serem positivos, tiveram maiores captações de recursos no mercado interno após a Lei de Falência, estando negativos não houve influência.

Sendo assim, as empresas que não emitem os recibos terão suas características de endividamento identificadas através da *dummy* LF_{it} e são correlacionadas negativamente com as empresas emitentes.

A partir disso, foram criadas as regressões em painel com efeito fixo, no Stata, para dimensionar o impacto da nova lei de falências na escolha dos modelos de alavancagem utilizados pelas empresas para viabilizarem seus projetos e conseqüentemente no processo de montagem de suas estruturas de capital.

A equação abaixo reflete essa intenção:

Alavancagem_{it}

$$= \beta_0 + \beta_1 \text{Tangibilidade}_{it} + \beta_2 \text{Rentabilidade}_{it} + \beta_3 \text{Risco}_{it} + \gamma_1 LF_{it} + \gamma_2 \text{ADR23}_{it} + \gamma_3 \text{ADR14}_{it} + \gamma_4 LF * \text{ADR23}_{it} + \gamma_5 LF * \text{ADR14}_{it} + u_{it}$$

3.1 dados e estatística descritiva

A amostra utilizada neste estudo possui 367 empresas listadas na Bovespa, os dados foram extraídos dos demonstrativos contábeis consolidados e de valores de mercado no final de cada exercício social, tendo como fonte secundária a Económica.

Foram feitas 4.038 observações firma-ano de empresas com ações listadas na bolsa entre os anos de 2001 e 2011. As empresas foram divididas em três classes: as que possuem *ADR* 1 ou 144A, as que possuem *ADR* 2 ou 3 e as que não possuem *ADR*. A construção das variáveis está descrita na Tabela 1. As variáveis Dívida Total, Dívida de Longo Prazo, Dívida de Curto Prazo, Financiamentos e Debêntures estão em log. para tratamento da assimetria de dados.

Tabela 1: Construção das variáveis

Variável	Equação
Dívida total =	Financ. LP + Financ. CP + Debnt. LP + Debnt. CP
Dívida LP =	Financ. LP + Debnt. LP
Dívida CP =	Financ. CP + Debnt. CP
Financiamentos =	Financ. CP + Financ. LP
Debêntures =	Debnt. CP + Debnt. LP
Tangibilidade =	(Imobilizado + Estoques)/ Ativo Total
Rentabilidade =	EBIT/ Ativo Total
Risco =	Despesas Financeiras / EBIT
Divat =	Divida Total/Ativo Total
DivatCP =	Divida Curto Prazo/Ativo Total
DivatLP =	Divida Longo Prazo/Ativo Total
Finat =	Financiamentos/ Ativo Total
Debentat =	Debêntures/ Ativo Total

Fonte: elaborado pelos autores.

Na estatística descritiva foram analisadas as medianas e as médias de endividamento para as empresas em relação à Dívida total, à Dívida LP, à Dívida CP, aos Financiamentos e aos Debêntures, antes e depois da Nova Lei de Falência para a três classes, com dados winsorados à 2% para cada cauda do gráfico.

Na tabela 2 é apresentada a Estatística Descritiva da variável Dívida Total, para as Classes ADR14, ADR23 e ADRØ antes e depois da Lei de Falência.

Tabela 2: Dívida total, para adr14, adr23 e adrØ, antes e depois de 2005.

PAINEL A: Antes de 2005						
Classes	Observações	Mediana	Média	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
ADR14	80	0.32	0.34	0.18	0	0.70
ADR23	79	0.33	0.33	0.14	0.02	0.70
ADRØ	976	0.23	0.29	0.37	0	2.12
PAINEL B: Depois de 2005						
Classes	Observações	Mediana	Média	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
ADR14	180	0.25	0.27	0.16	0	0.93
ADR23	108	0.28	0.28	0.10	0.04	0.52
ADRØ	1537	0.22	0.28	0.35	0	2.12

Fonte: elaborado pelos autores.

É possível observar que, proporcionalmente, as empresas emissoras de recibos tiveram maior queda na média de endividamento do que as empresas não emissoras.

Nas tabelas 3, 4, 5 e 6 são apresentados os dados das outras variáveis dependentes de análise da alavancagem.

Tabela 3: Dívida de curto prazo, para adr14, adr23 e adrØ, antes e depois de 2005.

PAINEL A: Antes de 2005						
Classes	Observações	Mediana	Média	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
ADR14	80	0.10	0.13	0.10	0	0.45
ADR23	79	0.08	0.12	0.12	0	0.70
ADRØ	977	0.08	0.13	0.17	0	0.87
PAINEL B: Depois de 2005						
Classes	Observações	Mediana	Média	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
ADR14	180	0.06	0.08	0.07	0	0.47
ADR23	110	0.05	0.06	0.05	0	0.37
ADRØ	1544	0.06	0.11	0.16	0	0.87

Fonte: elaborado pelos autores.

Observando a variação dos dados, percebemos que houve uma diminuição homogênea para os financiamentos de curto prazo, tanto das empresas com *ADR* quanto das empresas sem *ADR*.

Tabela 4: Dívida de longo prazo, para adr14, adr23 e adrØ, antes e depois de 2005.

PAINEL A: Antes de 2005						
Classes	Observações	Mediana	Média	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
ADR14	80	0.18	0.20	0.15	0	0.62
ADR23	79	0.20	0.20	0.10	0	0.40
ADRØ	976	0.07	0.12	0.14	0	0.62
PAINEL B: Depois de 2005						
Classes	Observações	Mediana	Média	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
ADR14	180	0.18	0.19	0.13	0	0.60
ADR23	108	0.21	0.21	0.09	0	0.43
ADRØ	1544	0.09	0.14	0.15	0	0.62

Fonte: elaborado pelo autor.

Já no endividamento de longo prazo as empresas da classe ADR14 apresentaram uma pequena diminuição. As empresas da classe ADR23 apresentaram um leve aumento e as empresa com ADRØ também incrementaram suas captações de longo prazo.

Tabela 5: Financiamentos, para adr14, adr23 e adrØ, antes e depois de 2005.

PAINEL A: Antes de 2005						
Classes	Observações	Mediana	Média	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
ADR14	80	0.27	0.28	0.15	0	0.67
ADR23	79	0.27	0.28	0.13	0.01	0.57
ADRØ	976	0.20	0.22	0.20	0	0.88
PAINEL B: Depois de 2005						
Classes	Observações	Mediana	Média	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
ADR14	180	0.20	0.22	0.14	0	0.66
ADR23	108	0.23	0.23	0.09	0.04	0.49
ADRØ	1537	0.18	0.21	0.20	0	0.88

Fonte: elaborado pelos autores.

Tabela 6: Debêntures, para adr14, adr23 e adrØ, antes e depois de 2005.

PAINEL A: Antes de 2005						
Classes	Observações	Mediana	Média	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
ADR14	80	0	0.05	0.10	0	0.35
ADR23	79	0	0.04	0.06	0	0.30
ADRØ	976	0	0.02	0.07	0	0.35
PAINEL B: Depois de 2005						
Classes	Observações	Mediana	Média	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
ADR14	180	0	0.05	0.76	0	0.32
ADR23	108	0.01	0.04	0.06	0	0.24
ADRØ	1537	0	0.03	0.08	0	0.35

Fonte: elaborado pelos autores.

Observando as variáveis: Financiamentos e Debêntures, identificamos o quanto da alavancagem das empresas é dado por captação em instituições bancárias e quanto da captação é pública, através da emissão e venda de ações da organização.

Os dados mostram uma diminuição dos financiamentos junto aos bancos pelas três classes de empresas, com diminuição mais acentuada nas empresas emissoras de *ADR*.

Em relação à dívida pública, as empresas emissoras de *ADR* mantiveram a mesma média de endividamento antes e depois da reforma na Lei de Falência, já as empresas sem *ADR* se mostraram sensíveis às mudanças na lei e aumentaram sua captação de recursos no mercado através da emissão de debêntures.

4. Análise de resultados

Nesta seção são apresentados os resultados da Nova Lei de Falência sobre o acesso ao crédito disponibilizado internamente às empresas brasileiras.

Para mensurar o reflexo das mudanças na legislação, foram realizadas regressões em painel com efeito fixo, com o intuito de provar o aumento na disponibilidade de crédito, identificar a ampliação dos prazos e captar o instrumento utilizado pelas empresas para captarem recursos no mercado, para isso adotamos variáveis dependentes que pudessem gerar respostas a esses questionamentos.

As regressões foram rodadas com efeito fixo e *robust*. Foi utilizado para ajustar os *outliers*, das variáveis: Dívida total, Dívida Longo Prazo, Dívida Curto Prazo, Financiamentos e Debêntures; o *Winsor* com $p=0.02$, ou seja, 2% das observações foram ajustadas para cada cauda do gráfico, além disso, as variáveis dependentes foram logaritmizadas para que os valores fossem apresentados em termos percentuais. Com os resultados das regressões foi construída uma tabela que relaciona as variáveis independentes com as variáveis dependentes e apresenta os coeficientes nos quadrantes e os Valores-p correspondentes entre parênteses.

Primeiro foi analisado o impacto da nova lei sobre a dívida total das empresas da amostra. A segunda coluna da tabela 7 apresenta os resultados. Podemos concluir que a *dummy* lei de falência se mostrou relevante, uma vez que o Valor-p é menor que o nível de significância a 5%, e influenciou o endividamento positivamente, tendo um aumento de 27,3%. Este é o indicador do crescimento gerado pela mudança na lei sobre o valor total do crédito recebido pelas empresas brasileiras, já que os números refletem o aumento percentual em unidade monetária.

Tabela 7: Regressão em painel com efeito fixo.

A tabela apresenta os resultados das regressões com efeito fixo e robusto para as variáveis dependentes: Dívida Total, Dívida de Curto Prazo, Dívida de Longo Prazo, Financiamentos e Debêntures. As variáveis dependentes foram logaritimizadas e wisoradas em 2%. Nas colunas referentes a cada variável dependente são mostrados os coeficientes e os Valores-p (em parênteses) das variáveis independentes.

	Dívida Total	Curto Prazo	Longo Prazo	Financiamentos	Debêntures
<i>Dummy</i> Lei de Falência	0.273 (0.000)	0.090 (0.111)	0.441 (0.000)	0.238 (0.000)	0.571 (0.000)
Empresas emissoras de ADR23	0.387 (0.144)	0.318 (0.267)	0.393 (0.145)	0.497 (0.073)	0.557 (0.062)
Empresas emissoras de ADR14	0.366 (0.355)	0.291 (0.471)	0.902 (0.005)	0.227 (0.548)	1.347 (0.000)
Influência da Lei de Falência sobre as empresas emissoras de ADR23	0.118 (0.270)	-0.051 (0.739)	0.045 (0.707)	0.144 (0.224)	-0.742 (0.001)
Influência da Lei de Falência sobre as empresas emissoras de ADR14	-0.131 (0.300)	-0.359 (0.019)	-0.051 (0.747)	-0.085 (0.489)	-0.292 (0.174)
Risco	0.000 (0.402)	0.000 (0.552)	0.000 (0.577)	0.000 (0.530)	-0.001 (0.382)
Rentabilidade	-0.274 (0.038)	-0.526 (0.012)	-0.166 (0.411)	-0.470 (0.013)	0.206 (0.290)
Tangibilidade	0.071 (0.819)	-0.085 (0.786)	-0.719 (0.017)	0.168 (0.578)	-0.110 (0.789)
_cons	12.032 (0.000)	11.272 (0.000)	11.842 (0.000)	11.879 (0.000)	11.790 (0.000)

Fonte: elaborado pelos autores.

Outro fator relevante foi a variável rentabilidade, que se correlacionou negativamente com as variáveis dependentes dívida total e dívida de curto prazo, indicando a inexistência de motivação das empresas com lucratividade em se endividar.

A confirmação estatística do aumento na disponibilidade de crédito no mercado brasileiro foi demonstrada, concordando com a intuição de que quanto mais seguros são os credores maiores são suas concessões de crédito e com estudos anteriores que apontam para essa tendência.

Assim, para identificar o quão extenso era o perfil do endividamento, foram rodadas regressões com o mesmo método para variáveis dependentes de endividamento de longo prazo e de curto prazo, ou seja, se com a nova lei e com os credores mais seguros, haveria mudanças nos prazos dados às empresas.

Nas colunas 3 e 4 são mostrados respectivamente os resultados encontrados com relação às dívidas de curto prazo e longo prazo.

A *dummy* Lei de Falência não apresentou significância estatística em sua relação com endividamento de curto prazo. Contudo, na coluna 4 é possível perceber uma das principais características do aumento das garantias do credor, a ampliação dos prazos.

A Lei de Falência influenciou o endividamento de longo prazo positivamente em 44%. Esse aumento, consideravelmente alto nesse tipo de crédito, concorda com as pesquisas que analisam o crescimento dos mercados de crédito e prova que com maior nível de segurança, credores tendem a ampliar os prazos de reembolso.

Não houve significância estatística para a influência da mudança na Lei de Falência sobre o endividamento de longo prazo especificamente nas classes analisadas, contudo, foi constatado o aumento de 90% nos empréstimos de longo prazo para as empresas emissoras de ADR1-4 ao longo do período analisado. Já a variável tangibilidade, com relevância e nível de significância do Valor-p abaixo de 5%, se relacionou negativamente com a variável dependente de endividamento de longo prazo, exercendo influência nesse tipo de empréstimo.

As duas últimas regressões analisaram variáveis de acesso ao crédito, para entender como as empresas captam os recursos derivados do aumento na disponibilidade de crédito após as mudanças na legislação. Desta maneira utilizamos as variáveis dependentes: Financiamentos, que expressa o endividamento privado e Debêntures, que expressa o endividamento público das empresas.

Nas duas variáveis foi comprovado o aumento em valores monetários e percentuais na captação de recursos no mercado. Os financiamentos tiveram um aumento de 23,8%, com significância, após a reforma na lei. A regressão também mostra que a variável independente rentabilidade tem relação inversa com financiamentos, com significância, reafirmando a ideia de que quanto maior o lucro da firma, menor será sua necessidade de financiamento.

Na última coluna, são apresentados os resultados da emissão de debêntures. É verificada a existência de relação estatisticamente significativa entre as *dummies* LF, LF*ADR23 e a variável dependente. Isso quer dizer que a Lei de Falência, expressa pela *dummy* LF, teve influência positiva na emissão de debêntures, com um aumento de 57,1% na captação de recursos através da emissão e venda desses títulos.

A variável que aponta se o crescimento na emissão de debêntures ocorreu por influência das empresas emissoras de ADR 2 e 3 teve um coeficiente negativo e com significância, isso nos permite concluir que o aumento na captação de crédito através de debêntures não foi realizado por essa classe de empresas.

Para demonstrar o caráter heterogêneo da mudança na legislação e mostrar que as empresas com restrição foram as maiores beneficiadas, é necessário provar que a disponibilidade de crédito também não ocorreu nas empresas emissoras de ADR 1 e 144A, confirmando as empresas não emissoras de ADR como responsáveis pelo crescimento.

Então, foi realizado na tabela 8, o teste conjunto de parâmetros beta e gama, que quando soma os coeficientes das *dummies* LF e LF*ADR23 e das *dummies* LF e LF*ADR14, capta o efeito da Lei de Falência sobre as empresas emissoras de ADR. A hipótese nula do teste não sendo rejeitada, mostra que a lei não teve impacto sobre esse grupo de empresas com relação à emissão de debêntures.

Tabela 8: Teste conjunto de parâmetros beta e gama.

Teste realizado para verificar se houve influência das *dummies* que relacionam a Lei de Falência com as empresas emissoras de ADRs sobre o aumento na emissão de Debêntures.

Teste (LF + LF*ADR23 = 0)	F (1, 519) = 0.84 Prob. > F = 0.3604
Teste (LF + LF*ADR14 = 0)	F (1, 519) = 2.40 Prob. > F = 0.1218

Fonte: elaborado pelos autores.

Realizado, o teste não apontou a existência de significância estatística entre lei e as empresas emissoras de ADR. Sendo assim é possível dizer que o impacto na captação de recursos através de debêntures também não ocorreu nas empresas emissoras de ADR1-4. Esse resultado é possivelmente explicado pelo fato de que essas empresas já tinham a possibilidade de captar recursos com custos menores no exterior.

Sendo assim, é possível afirmar que a reforma da Lei de Falência proporcionou a expansão no perfil dos mutuários, principalmente para as empresas que não possuíam acesso ao mercado internacional, ampliado o crédito aos que antes eram restritos, através da emissão de debêntures.

A emissão de debêntures expõe a necessidade das empresas em captarem recursos junto ao mercado, já que são títulos de dívida emitidos pelas sociedades anônimas que dão direitos de crédito a quem os adquirir

Os resultados das duas últimas regressões concordam com Gertner e Scharfstein (1991) que entendem dívida privada como dívida bancária e dívida pública como debêntures e dizem que é mais fácil renegociar e tomar empréstimos com um banco (ou com um sindicato pequeno de bancos) do que com numerosos credores públicos. Isso leva a crer que, a facilidade na possibilidade de renegociação e na captação de recursos aumenta os custos de capital junto aos bancos. Em contrapartida, um ambiente de proteção e maior garantia de reembolso gera a tendência de que os títulos de dívida, com menores taxas de juros em relação aos empréstimos bancários, disponibilizados pelas empresas no mercado sejam adquiridos com maior facilidade por investidores, capitalizando as firmas para realizarem seus investimentos.

5. Considerações finais

A influência do ambiente legal sobre os mercados de crédito é um assunto recorrente na literatura de finanças corporativas. Estudos que tratam do crescimento dos mercados de crédito ao redor do mundo relatam a importância da legislação vigente na proteção aos credores como mecanismo de crescimento desses mercados.

Para que o Brasil fosse contemplado com aumento na disponibilidade de crédito, foi aprovada em 2005 a Nova Lei de Falência, que reformulou esse processo e garantiu de reembolso dos credores mais rapidamente. Após a realização das mudanças na lei, dados do Banco Central mostram que o crédito foi expandido em mais de 60%.

Maiores garantias de reembolso do credor tendem a aumentar a disponibilidade de crédito e conseqüentemente ampliar a quantidade e o perfil dos mutuários. Para que fosse possível captar essa mudança, afirmando o caráter heterogêneo do acesso ao crédito, a amostra foi dividida em três classes: empresas emissoras de ADR2-3, empresas emissoras de ADR1-4 e empresas não emissoras de ADR.

Sendo assim, o intuito dessa pesquisa foi provar o aumento na disponibilidade de crédito, identificar a ampliação dos prazos e captar o instrumento utilizado pelas empresas para captarem recursos no mercado, nas três classes analisadas e para isso adotamos variáveis dependentes que pudessem gerar respostas à esses questionamentos.

Foram extraídos dados dos demonstrativos contábeis de 367 empresas listadas na Bovespa entre os anos de 2001 e 2011 e utilizada a técnica de regressão em painel com efeito fixo para obtenção dos resultados.

Dentre as diversas evidências encontradas, foi demonstrado estatisticamente o aumento na disponibilidade de crédito e a ampliação dos prazos após a reforma na lei, via significância da *dummy* para Lei de Falências (Tabela 07). O principal resultado foi a evidência de que após a reforma na Lei de Falência o crédito foi ampliado às empresas que antes tinham restrições de crédito, ou seja, empresas com menores garantias ao credor.

Mais especificamente, foi evidenciado o fato de que as empresas sem *ADR*, por uma maior confiabilidade dos credores em investirem seus recursos, passaram a fazer suas captações de crédito através da emissão de debêntures, que mesmo sendo um mecanismo de maior dificuldade de renegociação, pela diversidade no perfil e na quantidade de credores, seus custos de capital são menores quando comparados aos de financiamentos em instituições bancárias, pois quando proporcionada pela maior proteção ao credor

Como limitação da pesquisa tem-se a crise de 2008 e 2011 que ocorreram durante o período analisado e podem ter impacto na generalização dos resultados. Adicionalmente poderiam ser analisadas em pesquisas futuras, empresas de capital fechado para aumentar a abrangência da amostra. As implicações dessas evidências podem gerar estudos que analisem o crescimento de empresas restritas como fato gerador de empregos, renda e melhor distribuição de recursos e a influência dessas empresas no crescimento do PIB brasileiro.

6. Referências

ARAUJO, Aloisio P.; FERREIRA, Rafael VX; FUNCHAL, Bruno. The Brazilian bankruptcy law experience. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 994-1004, 2012.

ARAUJO, Aloisio P.; FUNCHAL, Bruno. How Much Debtor's Punishment? **FUCAPE Working Papers**, n. 1, 2008.

ARMSTRONG, C. S.; BARTH, M. E.; JAGOLINZER, A. D.; RIEDL, E. J. Market reaction to the adoption of IFRS in Europe. **The accounting review**, 85(1), 31-61, 2010.

BAE, KEE-HONG; GOYAL, Vidhan K. Creditor rights, enforcement, and bank loans. **The Journal of Finance**, v. 64, n. 2, p. 823-860, 2009.

BECK, T.; DEMIRGUC-KUNT, A.; LAEVEN, L.; LEVINE, R. Finance, firm size, and growth. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 40, n. 7, p. 1379-1405, 2008.

- COSTA, Cristiano M.; PAZ, Lourenço Senne; FUNCHAL, Bruno. Fluxo de caixa, ADRs e restrições de crédito no Brasil. **Brazilian Business Review**, v. 5, n. 2, p. 144-151, 2008.
- DAVYDENKO, Sergei A.; FRANKS, Julian R. Do bankruptcy codes matter? A study of defaults in France, Germany, and the UK. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 2, p. 565-608, 2008.
- DJANKOV, Simeon; MCLIESH, Caralee; SHLEIFER, Andrei. Private credit in 129 countries. **Journal of financial Economics**, v. 84, n. 2, p. 299-329, 2007.
- GERTNER, Robert; SCHARFSTEIN, David. A theory of workouts and the effects of reorganization law. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 4, p. 1189-1222, 1991.
- GIANNETTI, Mariassunta. Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 01, p. 185-212, 2003.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Legal determinants of external finance. **Journal of finance**, p. 1131-1150, 1997.
- MYERS, S. C. Capital Structure. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 81-102, 2001.
- PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; FAMÁ, Rubens. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, 2002.
- QIAN, Jun; STRAHAN, Philip E. How laws and institutions shape financial contracts: The case of bank loans. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 6, p. 2803-2834, 2007.

Recebido em: 20/06/2016
Aprovado em: 30/06/2016