

## **QUANTO CUSTAM AS DIFICULDADES FINANCEIRAS NO BRASIL?**

**LEONARDO FRANKE GONÇALVES**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL (UFRGS)  
leonardo\_fgoncalves@yahoo.com.br

**GUILHERME KIRCH**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL (UFRGS)  
gkirch@ufrgs.br

## QUANTO CUSTAM AS DIFICULDADES FINANCEIRAS NO BRASIL?

### 1. INTRODUÇÃO

O tema custos de falência, que também inclui custos de recuperações judiciais, é uma das questões mais mal resolvidas da teoria financeira. (ALTMAN, 1984). Senbet e Wang (2010) colocam que muitas questões envolvendo dificuldades financeiras permanecem ainda sem resolução, e amplas oportunidades ainda existem para futuras pesquisas. Berk et al. (2010) mencionam ainda que a literatura existente sobre custos de falência é aparentemente desconectada entre os custos encontrados nas pesquisas e aqueles divulgados na imprensa popular. O que ocorre é que os trabalhos encontrados na literatura de finanças são, na sua maioria, referentes somente a uma parte dos custos de falência, que são os custos diretos.

Os custos indiretos de falência incluem o impacto nas vendas e nos lucros da empresa e, possivelmente, na dificuldade ou impossibilidade dessa em obter crédito ou emitir ações, exceto em condições que sejam muito desfavoráveis para ela (GRUBER, WARNER, 1977).

Gilson et al. (1990) apresentam alguns estudos que mostram o custo direto de falência variando entre 2,9% e 7,5%, em média, do valor de mercado da empresa. Demonstra ainda que esses custos vão diminuindo quanto maior o valor de ativos da empresa. Wruck (1990) coloca que mensurar os custos indiretos é mais difícil, pois esses custos representam oportunidades perdidas. Ele menciona que alguns autores fazem estimativas, porém com interpretações problemáticas

### 2. PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO

Uma das principais dificuldades está em identificar o tamanho do impacto no desempenho das empresas relativo aos seus fatores estritamente financeiros e aos fatores econômicos que atingem o setor ou o mercado. Conforme Andrade e Kaplan (1998) muitos trabalhos encontram desempenhos negativos nas suas amostras de empresas em dificuldades financeiras, porém essas dificuldades podem derivar tanto do impacto financeiro como do econômico, tornando assim difícil de identificar quando referem-se a um, ao outro ou a uma interação entre eles.

Segundo Wruck (1990) a maioria das pesquisas presumia que as dificuldades financeiras resultavam apenas em custos para a empresa. Andrade e Kaplan (1998) concluem que os custos totais (que incluem custos e benefícios) são, em geral, entre 10% e 20% do valor da empresa, porém são insignificantes quando conseguimos separar os custos financeiros dos choques econômicos que ocorreram no setor/mercado. As empresas da amostra de Andrade e Kaplan (1998) – que se caracterizavam por ser altamente endividadas – tiveram, mesmo durante o período de recuperação judicial, margens operacionais positivas e, na sua maioria, acima da média do setor. Se essas empresas tivessem liquidez para pagar suas dívidas, e não estivessem tão alavancadas, estariam saudáveis em relação ao seu próprio setor.

Kaplan (1994) em um estudo de caso sobre o *Federated Department Stores* encontra resultados de que essa empresa aumenta seu valor de mercado após a entrada em recuperação judicial (capítulo 11 da Lei de Falências dos Estados Unidos). Isso ocorre, segundo o autor, entre outros aspectos, devido aos aumentos de eficiência da empresa para sair da dificuldade financeira.

Esse estudo baseia-se no modelo utilizado por Andrade e Kaplan (1998) para analisar os impactos (custos e benefícios) das dificuldades financeiras no desempenho das empresas de capital aberto do Brasil que constam no cadastro da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na categoria de recuperação judicial.

O objetivo geral foi estimar e analisar o custo (indireto) das dificuldades financeiras das empresas brasileiras de capital aberto e identificar quais são os seus fatores determinantes.

### 3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O presente trabalho utiliza estudos nacionais e internacionais como referência, em especial o estudo feito por Andrade e Kaplan (1998) para estimar e analisar quanto custam as dificuldades financeiras e identificar os seus fatores determinantes. Adicionalmente são utilizados autores de acordo com cada uma das hipóteses que foram levantadas conforme abaixo:

- I. Custos de dificuldades financeiras aumentam com a complexidade da estrutura da dívida. Gilson et al. (1990) colocam que quanto mais concentrados os credores, menos grupos para lidar, mais fácil para renegociar e, também, barganhar.
- II. Títulos de alto risco estão associados com custos de dificuldades financeiras menores. Helwege (1999) encontra na sua amostra que uma grande fração de *junk bonds* na estrutura acelera consideravelmente o processo, por ser relativamente fácil negociar em comparação com bancos ou credores privados.
- III. Maior Fração de Dívida Bancária reduz os custos de dificuldades financeiras. Gilson et al. (1990) encontram que a concentração da dívida diretamente nas instituições bancárias facilita a reestruturação ao deixar o processo mais direto e menos complexo.
- IV. A Presença de Empresa Especialista diminui os custos de dificuldades financeiras. Segundo Andrade e Kaplan (1998) as empresas especialistas possuem experiência em reestruturações e querem manter suas reputações para conseguir novos trabalhos.
- V. Os custos de dificuldades financeiras diminuem com o Valor do Capital da Empresa. Jupetipe (2014) encontra que empresas grandes possuem muitos custos fixos no processo de reorganização ou falência e Opler e Titman (1994) colocam ainda que essas são menos vulneráveis e menos sujeitas a perdas de vendas para a concorrência do que empresas pequenas.
- VI. Empresas com produtos mais especializados possuem maiores custos de dificuldades financeiras. Opler e Titman (1994) colocam que clientes são mais resistentes em comprar produtos especializados de empresas em dificuldades, pois podem necessitar de seus serviços futuros.

### 4. METODOLOGIA

O presente trabalho aplica ao cenário brasileiro um método baseado no estudo feito por Andrade e Kaplan (1998). Apesar de que esse último utiliza empresas altamente alavancadas, o método é bem aplicável às firmas analisadas no presente estudo pois avalia separadamente esse fator (alavancagem financeira) de todos os demais que impactam nas análises e resultados.

A amostra foi coletada em 05 de janeiro de 2015 e continha, inicialmente, 27 empresas de capital aberto que constam (ou já constaram) na base de dados da CVM em recuperação judicial. A amostra final ficou composta por 21 empresas. Seis empresas foram excluídas por falta de disponibilidade de dados das mesmas.

Foram explorados quatro possíveis fatores como causas das dificuldades financeiras que geram falta de liquidez:

- **Desempenho do setor:** quanto o fluxo de caixa (EBITDA – Despesas com Juros) melhoraria se a empresa tivesse o mesmo desempenho operacional (EBITDA/Vendas), mas a mediana do setor tivesse o mesmo desempenho operacional que no período anterior à dificuldade financeira.

- **Desempenho da Empresa:** quanto o fluxo de caixa melhoraria se a empresa tivesse o mesmo desempenho operacional da mediana do setor no ano em que a empresa entra em recuperação judicial.

- **Alavancagem financeira:** quanto o fluxo de caixa melhoraria se a empresa tivesse a mesma despesa de juros/Ativos que a mediana do setor.

- **Mudanças nas taxas de juros de curto prazo:** quanto o fluxo de caixa melhoraria se a empresa tivesse pago as mesmas taxas de juros flutuante que no período anterior à dificuldade financeira, sendo a mudança na SELIC calculada como o crescimento nominal entre as últimas taxas de cada ano.

Foi definido o ano  $t=0$  como sendo o ano em que a empresa entra em recuperação judicial. O período anterior à dificuldade financeira é  $t=-1$ . O período posterior à dificuldade financeira é  $t=+1$  e o segundo período posterior à dificuldade financeira é  $t=+2$ . O ano pré-resolução é o ano anterior a resolução da recuperação judicial. O ano pós-resolução é o ano posterior a resolução da recuperação judicial.

O crescimento ajustado ao setor é dado pelo crescimento nominal menos o crescimento na mediana do setor no mesmo período. Os valores de setor consideram a mediana das empresas que estão na mesma classificação no Aplicativo Economatica e site BMF Bovespa.

Ebitda significa *earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*. Para os casos onde não se obtinha o dado do EBITDA se coletou o EBIT e somou com a última depreciação e amortização disponível. Fluxo de Caixa Líquido significa o Ebitda menos o CAPEX. CAPEX significa despesas com capital.

Números entre parênteses indicam o número de observações (salvo na Tabela 4 que possui explicação na própria tabela), que foram usados para calcular o crescimento da mediana, que pode ser menor que a amostra inteira devido a indisponibilidade de dados da empresa ou setor para alguns anos.

O preço de fechamento das ações está representando a mudança no valor de mercado das empresas. O Preço de Fechamento das Ações é ajustado para proventos com tolerância de estar dentro do mesmo ano.

## 5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 5.1. Causas das Dificuldades Financeiras

Primeiramente buscou-se determinar os fatores que levam às dificuldades financeiras. Foram comparados os indicadores como margem operacional (EBITDA/Vendas) e Alavancagem (Despesas de Juros/Ativos) entre a amostra e a mediana dos setores respectivos em que se encontram as empresas da amostra.

Além disso foram verificados os resultados da contribuição relativa de cada um dos possíveis fatores descritos anteriormente em relação a falta de caixa/liquidez.

A coluna 1 da tabela 1 mostra que, considerando o ano  $t=0$ , a mediana das empresas na amostra tem uma margem operacional de -28,4%, sendo essa muito pior que a mediana do grupo de setores que é de 12,6%.

No trabalho de Andrade e Kaplan (1998) os resultados da margem operacional das empresas e do setor são 9,8% e 8,5%, respectivamente. Nota-se, a partir dessa primeira análise, que as empresas da nossa amostra estão em situação bem pior que as analisadas nos Estados Unidos.

Nota-se que o desempenho da empresa (se ela tivesse o mesmo desempenho do setor) é a principal causa de dificuldade financeira por falta de caixa/liquidez, sendo esse o resultado para 13 das 21 empresas da amostra, e com a maior mediana de 69,08%. Esse resultado fica bem diferente daquele encontrado por Andrade e Kaplan (1998), em que esse fator não era tão relevante (-4%), porém é coerente com Asquith et al. (1994), em que o baixo desempenho operacional é a causa principal para as dificuldades financeiras. Importante ressaltar que a amostra de Andrade e Kaplan (1998) era com empresas altamente alavancadas, justificando, em parte, tal diferença.

Ainda como resultado importante dessa mesma tabela aparece um outro fator bastante representativo que é a alavancagem da empresa (se ela tivesse a mesma Despesa de Juros/Ativos que a mediana do setor). Esse fator apresentou mediana de 39,40% e foi o principal fator em 8 empresas da amostra. O resultado vai na mesma linha dos trabalhos de Andrade e Kaplan (1998) e de Asquith et al. (1994), em que a alavancagem é um fator fundamental para explicar a dificuldade financeira.

Ou seja, a falta de liquidez das empresas da amostra está fortemente atrelada aos seus fracos desempenhos operacionais e aos seus graus de alavancagem. Caso tivessem esses dois fatores apresentados de forma melhor, também melhorariam em grande parte seus fluxos de caixa e, conseqüentemente, talvez, nem estivessem em situação de dificuldade financeira.

Os demais itens testados –desempenho do setor e mudança de taxa de curto prazo – possuem resultados pouco significativos em relação aos demais. Nota-se, no entanto, que o fator desempenho do setor é o único que tem movimento contrário aos demais, ou seja, se a empresa tivesse o mesmo desempenho operacional de  $t=0$ , mas a mediana do setor tivesse o mesmo desempenho de  $t=-1$ , o fluxo de caixa ficaria pior e a empresa teria ainda mais falta de caixa. Também chama a atenção na tabela 1 o alto desvio padrão apresentado em quase todas as colunas.

O trabalho testou uma segunda medida para encontrar as causas das dificuldades financeiras das empresas através da cobertura de juros (EBITDA/despesa de juros). Os resultados foram coerentes e similares com os da Tabela 1.

**Tabela 1 - Potenciais causas de dificuldade financeira – falta de caixa**

Empresa	Ebitda/Vendas (t=0)		Desp Juros/Ativos (t=0)		Mudança de t=-1 para t=0	
	Empresa	Setor	Empresa	Setor	Ebitda/Vendas Setor	SELIC
MEDIANA	-28,4%	12,6%	19,3%	3,7%	-2,5%	0,26%
MEDIANA ANDRADE KAPLAN (1998)	9,8%	8,5%	11,4%	2,6%	-2,9%	-0,99%
MÉDIA	261,6%	14,7%	41,6%	4,3%	4,2%	0,13%
DESVIO PADRÃO	2736,1%	5,6%	71,7%	2,1%	24,0%	2,80%

Empresa	Porção de Dificuldade por:			
	Desemp Setor	Desemp Empresa	Alavancagem	Mudança Taxas CP
MEDIANA	-0,34%	69,08%	39,40%	0,22%
MEDIANA ANDRADE KAPLAN (1998)	3,00%	-4,00%	104,00%	-2,00%
MÉDIA	-3,84%	49,39%	48,61%	5,84%
DESVIO PADRÃO	31,58%	124,84%	127,55%	24,95%

Fonte: Autor

## 5.2. Estimativa dos Custos de Dificuldades Financeiras

Na tabela 2 são apresentadas as melhoras ou pioras no desempenho operacional das empresas da amostra. Isso é feito através da medição das mudanças percentuais nas margens operacionais (EBITDA/Vendas), nas margens de despesas com capital (CAPEX/Vendas) e nas margens de fluxo de caixa líquido ((EBITDA – CAPEX) /Vendas). Foram medidos, também, os resultados ajustados ao setor. Isso é feito ao subtrair das mudanças nas margens mencionadas acima, as mudanças na mediana do desempenho operacional das empresas no mesmo setor.

Nota-se no painel A, que todos os períodos são comparados com o ano  $t=-1$ , que o EBITDA/Vendas até  $t=0$ , em mediana, diminui 224,0%. Esse valor pode ser maior do que 100% devido ao EBITDA das empresas, em muitos casos, ter se tornado negativo em  $t=0$ . Se analisarmos esse valor ajustado ao setor em mediana, ele altera seu valor para -220,8%, ou seja, o setor, nessa amostra, afeta muito pouco a mediana. Nos resultados apresentados por Andrade e Kaplan (1998) essa alteração é bem menor, sendo, em mediana e ajustada ao setor, de -17,0%.

Esse mesmo indicador analisado desde  $t=-1$  até  $t=+2$ , em mediana e ajustado ao setor, aumenta para +24,3%. E, analisando desde  $t=-1$  até o ano posterior à resolução da dificuldade financeira, o índice aumenta para +83,7%. Vale mencionar que tanto na coluna pós-resolução como na coluna pré-resolução – ano posterior e anterior à resolução da dificuldade, respectivamente – existem muito poucas observações disponíveis, pois a maior parte das empresas ainda está em recuperação judicial.

No trabalho de Andrade e Kaplan (1998) esses mesmos índices são -8,6% desde  $t=-1$  até  $t=+2$  e -12,3% desde  $t=-1$  até o ano pós resolução. Nota-se que em ambos trabalhos o resultado melhora quando comparado entre  $t=-1$  até  $t=0$  e  $t=-1$  até  $t=+2$ . No entanto, quando comparado entre  $t=-1$  até  $t=0$  e  $t=-1$  até ano pós resolução, ambos melhoram, porém na amostra de empresas brasileiras aumenta muito mais do que na amostra de empresas americanas.

No mesmo painel A o índice CAPEX/Vendas diminui muito entre  $t=-1$  e  $t=0$ , em mediana e ajustado ao setor, ficando em -99,6%. Isso mostra a grande desaceleração de gastos em capital das empresas nesse período. Esse número, no entanto, inverte e começa a crescer para, em mediana e ajustado ao setor, +28,5% e +262,7% até os anos  $t=+2$  e pós-resolução, respectivamente. No trabalho de Andrade e Kaplan (1998) esse índice altera entre  $t=-1$  e  $t=0$ , porém apenas para -10,6%. E apresentam sinal de retorno (desde  $t=-1$  até  $t=+2$ ) e até melhoria (desde  $t=-1$  até o ano pós resolução), porém de forma muito mais tímida que na amostra de empresas brasileiras.

Por fim, o painel A da tabela 2 apresenta os resultados do Fluxo de Caixa Líquido, que é equivalente ao EBITA menos o CAPEX, dividido por Vendas. Esse índice, entre  $t=-1$  e  $t=0$ , em mediana e ajustado ao setor, apresenta uma diminuição bem menor que os anteriores, sendo -11,1%. Desde  $t=-1$  até  $t=+2$  esse mesmo índice aumenta para 42,8%, e diminui para -13,8% até o ano pós-resolução. No trabalho de Andrade e Kaplan (1998) esse índice, entre  $t=-1$  e  $t=0$ , em mediana e ajustado ao setor, também apresenta a menor diminuição, sendo -8,8%, porém os demais resultados (com exceção de  $t=-1$  até o ano pós-resolução) são bem diferentes dos resultados encontrados com a amostra brasileira.

Já no painel B da tabela 2, em que todos os períodos são comparados com o ano  $t=0$ , o EBITDA/Vendas até  $t=+1$ , em mediana ajustado ao setor, aumenta 83,3%. Esse mesmo indicador analisado desde  $t=0$  até  $t=+2$ , em mediana e ajustado ao setor, fica +79,1%, muito parecido com o anterior. E analisando até o ano posterior a resolução da dificuldade

**Tabela 2 - Mudanças no Desempenho Operacional**

Painel A: Desde Ano t=-1 até....

	Ano t=0	Ano t=+1	Ano t=+2	Ano pré-resolução	Ano pós-resolução
<b>EBITDA/Vendas</b>					
crescimento nominal	-224,0% (21)	-50,5% (16)	5,9% (13)	18,0% (4)	134,8% (3)
crescimento ajustado ao setor	-220,8% (21)	-23,6% (16)	24,3% (13)	22,4% (4)	83,7% (3)
Andrade e Kaplan(1998) - cresc ajust ao setor	-17,0%	-24,2%	-8,6%	-16,9%	-12,3%
<b>CAPEX/Vendas</b>					
crescimento nominal	-98,9% (15)	-88,9% (13)	92,1% (9)	23,4% (4)	271,2% (3)
crescimento ajustado ao setor	-99,6% (18)	-91,3% (14)	28,5% (10)	23,3% (4)	262,7% (3)
Andrade e Kaplan(1998) - cresc ajust ao setor	-10,6%	-14,6%	-7,3%	-9,8%	11,0%
<b>Fluxo Caixa Líq/Vendas</b>					
crescimento nominal	-26,9% (20)	99,9% (15)	36,8% (12)	37,2% (4)	-8,9% (3)
crescimento ajustado ao setor	-11,1% (20)	93,2% (15)	42,8% (12)	54,2% (4)	-13,8% (3)
Andrade e Kaplan(1998) - cresc ajust ao setor	-8,8%	-36,7%	-34,9%	-44,7%	-16,7%

Painel B: Desde Ano t=0 até....

	Ano t=+1	Ano t=+2	Ano pré-resolução	Ano pós-resolução
<b>EBITDA/Vendas</b>				
crescimento nominal	76,7% (16)	81,2% (13)	107,4% (4)	113,5% (3)
crescimento ajustado ao setor	83,3% (16)	79,1% (13)	107,2% (4)	128,9% (3)
Andrade e Kaplan(1998) - cresc ajust ao setor	-10,8%	-5,4%	-22,8%	14,7%
<b>CAPEX/Vendas</b>				
crescimento nominal	-83,2% (10)	-3,9% (6)	-42,6% (4)	31,0% (3)
crescimento ajustado ao setor	-82,6% (10)	-3,8% (6)	-53,3% (4)	27,2% (3)
Andrade e Kaplan(1998) - cresc ajust ao setor	-5,1%	6,1%	8,7%	28,6%
<b>Fluxo Caixa Líq/Vendas</b>				
crescimento nominal	85,6% (14)	96,8% (11)	99,2% (4)	149,8% (3)
crescimento ajustado ao setor	83,9% (14)	94,5% (11)	100,6% (4)	155,8% (3)
Andrade e Kaplan(1998) - cresc ajust ao setor	-48,7%	-25,0%	-49,6%	-21,7%

Fonte: Autor

financeira o índice, em mediana e ajustado ao setor, aumenta para +128,9%. No trabalho de Andrade e Kaplan (1998), porém, os resultados entre  $t=0$  até  $t=+1$ ,  $t=+2$  e o ano pré-resolução apresentam índices negativos. Apenas no resultado até o ano pós-resolução apresenta um leve aumento para +14,7%.

Ainda no painel B da tabela 2 o índice CAPEX/Vendas, entre  $t=0$  e  $t=+1$ , em mediana e ajustado ao setor, apresenta diminuição para -82,6%. Esse número melhora para -3,8%, em mediana e ajustado ao setor, até  $t=+2$  e para +27,2% até o ano pós-resolução. Isso demonstra ainda uma continuação na forte diminuição dos gastos com capital devido à dificuldade financeira. No trabalho de Andrade e Kaplan (1998) essa redução é bem leve entre  $t=0$  até  $t=+1$ , em mediana e ajustado ao setor, para -5,1%. A partir daí os demais são todos positivos, diferente da amostra com empresas brasileiras.

Por fim, o painel B da tabela 2 apresenta os resultados do Fluxo de Caixa Líquido/Vendas. Esse índice, entre  $t=0$  e  $t=+1$ , em mediana e ajustado ao setor, aumenta 83,9%. Desde  $t=0$  até  $t=+2$  o índice aumenta para +94,5%, e depois aumenta para +155,8% até o ano pós-resolução. No trabalho de Andrade e Kaplan todos os resultados desse mesmo índice são negativos, indicando um processo mais longo até a reversão, devido, talvez, à amostra ser altamente alavancada.

Fazendo uma análise mais geral dessa tabela, e utilizando as comparações com a amostra de empresas americanas, podem-se fazer algumas inferências sobre o processo de recuperação judicial no Brasil. Os números sugerem que as empresas brasileiras da amostra esperam até o ano  $t=0$  (ano em que pedem a recuperação judicial) para apresentar números muito ruins de uma só vez.

Outra inferência possível é que as empresas brasileiras da amostra parecem esperar estar em situação muito complicada para fazer o pedido de recuperação judicial. Nota-se que entre o ano  $t=-1$  até o ano  $t=0$  os números são muito impactantes. Já na amostra das empresas americanas de Andrade e Kaplan (1998) parece que o ano  $t=0$  não é tão ruim, e, além disso, os índices continuam caindo mais alguns períodos antes de voltarem a crescer.

Na tabela 3 é apresentada uma aproximação, baseada na variação do valor de mercado das empresas, para medir a magnitude dos custos de dificuldades financeiras. A tabela compara o preço de fechamento das ações das empresas em dificuldades no ano anterior de entrada em recuperação judicial até a resolução do mesmo. Esses valores são apresentados ajustados ao setor.

Importante notar na tabela 3 que, para cada setor, foi fixada uma carteira no período coletado de dados de cada empresa. Visando a comparabilidade entre os períodos foram deixadas apenas as empresas que tivessem todos os dados para todos os períodos. Esse ajuste fez com que fossem excluídas algumas observações das amostras dos setores. Porém, com esse procedimento, entende-se que foi conseguido uma análise mais real sobre a evolução dos preços de fechamento das ações.

Nota-se no painel A da tabela 3, em que todos os períodos são comparados com o ano  $t=-1$ , que o preço de fechamento da ação até o ano  $t=0$  aumenta, na mediana das empresas da mostra, em 2%. Porém, quando os valores são ajustados ao setor nesse mesmo período, ocorre uma diminuição para -33%. Ou seja, os setores analisados tiveram forte crescimento nesse período e as empresas com dificuldades financeiras da amostra não conseguiram acompanhá-los, porém sem deixar de ter um pequeno crescimento positivo nominal.

Já no painel B, em que todos os períodos são comparados com o ano  $t=0$ , nota-se que até o ano  $t=+1$ , apesar de as empresas da amostra não terem nenhum crescimento nominal, os setores analisados apresentaram, na mediana, uma retração, e isso fez com que tivessem, em mediana e ajustadas ao setor, um crescimento de 12%.



**Tabela 3 - Estimativas dos Custos de Dificuldades Financeiras**

Painel A: Desde Ano t=-1 até....					
	Ano t=0	Ano t=+1	Ano t=+2	Ano pré-resolução	Ano pós-resolução
<b>Mudança Valor Mercado (Preço Ações-Fecham.)</b>					
crescimento nominal	2% (19)	-22% (18)	86% (12)	240% (4)	970% (3)
crescimento ajustado ao setor	-33% (19)	-21% (18)	41% (12)	176% (3)	1180% (2)

Fonte: Autor

Painel B: Desde Ano t=0 até....				
	Ano t=+1	Ano t=+2	Ano pré-resolução	Ano pós-resolução
<b>Mudança Valor Mercado (Preço Ações-Fecham.)</b>				
crescimento nominal	0% (17)	48% (11)	184% (3)	635% (3)
crescimento ajustado ao setor	12% (17)	8% (11)	287% (2)	721% (2)

Fonte: Autor

No mesmo painel, quando analisado desde t=0 até o ano t=+2, as empresas da amostra apresentam um forte crescimento nominal de 48%. Porém, visto que os setores analisados também tiveram um forte crescimento, as empresas da amostra, em mediana e ajustadas ao setor, apresentam um crescimento de 8%.

A estimativa dos custos de dificuldades financeiras feita por Andrade e Kaplan (1998) segue uma metodologia diferente. Essa não foi seguida devido a indisponibilidade de dados. Andrade e Kaplan (1998) consideram a diferença entre o valor de capital total (dívida total, ações preferenciais e valor de mercado das ações) em t=-1 e o capital total realizado durante a dificuldade financeira (valor presente de todos os pagamentos de capital – juros, principal, dividendos, recompra de ações, capital recebido em venda – feitos desde t=-1 até o ano pós-resolução). Tudo isso ajustado ao mercado (descontando os pagamentos de capital pela taxa básica de juros da economia durante o período) e ajustado ao setor (descontando os pagamentos de capital pela taxa de retorno atingida nas ações do mesmo setor durante o período). Os resultados apresentados na amostra desse trabalho indicam um custo, em mediana, de 20,7%.

### 5.3. Análise Cruzada

Nesse capítulo é apresentada a tabela com as análises de regressão por mínimos quadrados. Foram consideradas como variáveis dependentes as estimativas de custos das dificuldades financeiras baseadas na mudança de valor de mercado (Preços de fechamento das ações) e na mudança do desempenho operacional (Fluxo Caixa Líq/Vendas e EBITDA/Vendas), desde t=-1 até t=+2 e desde t=0 até t=+2, ambas ajustadas ao setor.

Na primeira regressão da tabela 4 são apresentados os resultados em que a variável dependente é a estimativa de custos de dificuldades financeiras baseada na mudança de valor de mercado (Preços de fechamento das ações), desde t=-1 até t=+2; na segunda regressão altera o período para desde t=0 até t=+2. Na terceira regressão são apresentados os resultados baseados na mudança do desempenho operacional (Fluxo Caixa

Líquido/Vendas), desde  $t=-1$  até  $t=+2$ ; na quarta altera o período para desde  $t=0$  até  $t=+2$ . Na quinta regressão são apresentados os resultados baseados na mudança do desempenho operacional (EBITDA/Vendas), desde  $t=-1$  até  $t=+2$ ; na sexta regressão altera o período para desde  $t=0$  até  $t=+2$ . Todas ajustadas ao setor.

Importante ressaltar que apenas nas regressões (1) e (2) temos resultados com bom nível de significância e boa influência (R-quadrado ajustado) sobre a variável dependente. As demais regressões não são significativas, ou seja, não passaram no teste F de significação e apresentam grau de explicação (R-quadrado ajustado) bem ruins. Uma limitação da pesquisa é que essas regressões ficaram apenas com 12 e 11 observações, respectivamente.

**- Fração da Dívida Bancária:** Nas regressões (1) e (2) é verificado que, se os custos de dificuldades financeiras diminuírem, ou seja, os valores de mercado das empresas aumentarem, maior a fração de dívida bancária, significativa a 10 e 5 por cento, respectivamente.

Esses resultados confirmam a hipótese 3 levantada pelo trabalho e é coerente com o levantamento teórico de que, conforme Gilson et al. (1990), a concentração da dívida diretamente nas instituições bancárias facilita a reestruturação das empresas ao deixar o processo mais direto e menos complexo.

O resultado é similar ao encontrado por Andrade e Kaplan (1998) na sua regressão, em que acham que uma maior fração de dívida bancária reduz os custos de dificuldades financeiras (significante a 10 por cento).

As afirmações de Helwege (1999) e Asquith et al. (1994) de que os bancos não facilitam a reorganização, e ainda retardam o processo não pode ser confirmada. No entanto, qualitativamente, identificou-se nos demonstrativos financeiros que as dívidas bancárias, normalmente, estão mais bem asseguradas por garantias e poderiam fazer com que os bancos não aceitem negociar as dívidas.

**- Presença de Empresa Especialista:** Nas regressões (1) e (2) se verifica uma relação inversa, significativa a 5 por cento, entre os custos de dificuldades financeiras e a presença de empresa especialista (relação direta com o valor de mercado) apoiando o processo de resolução da dificuldade.

Isso confirma a hipótese 4 levantada no estudo e é coerente com o referencial teórico de que, segundo Andrade e Kaplan (1998), a presença de uma empresa especialista poderia reduzir os custos de dificuldade financeira por causa da sua experiência em reestruturações e porque essas empresas querem manter suas reputações para conseguir novos trabalhos, apesar de que no trabalho empírico desses mesmos autores não foi possível afirmar se geram efeitos sobre os custos de dificuldades financeiras.

**- Valor do Capital (Tamanho) da Empresa:** Nas duas primeiras regressões nota-se um aumento nos custos de dificuldades financeiras (diminuição no valor de mercado das empresas no período) relacionadas com o tamanho das empresas, significativa a 5 por cento. Os resultados da amostra vão contra a hipótese 5 de que os custos de dificuldades financeiras diminuem com o Valor do Capital da Empresa. Ou seja, nota-se que não existe um ganho de escala nos custos de dificuldades financeiras.

Não se pode atribuir, então, maiores custos totais nas empresas pequenas devido a existência dos custos fixos nas dificuldades financeiras. Esses resultados vão contra os resultados do trabalho de Andrade e Kaplan (1998), que encontram na sua regressão que os custos de dificuldades financeiras caem com o valor do capital da empresa, sendo consistente com a existência de custos fixos nas dificuldades financeiras.

Uma possível explicação para isso é que os custos indiretos, no Brasil, sejam muito mais representativos, em relação aos custos diretos, do que nos Estados Unidos.

Outra possibilidade seria o montante de ativos que uma empresa grande precisaria vender se estiver passando por uma dificuldade financeira. A “queima” de ativos de uma grande empresa pode gerar excesso de oferta no mercado, o que impacta na perda de valores monetários devido ao enorme deságio que esses itens tendem a sofrer. Uma empresa menor, normalmente, não impacta tanto o mercado com a venda dos seus ativos.

- **Empresas com produtos mais especializados:** Por fim, a regressão (2) indica um aumento nos custos de dificuldades financeiras relacionada com a empresa possuir produtos muito especializados, significativa a 5 por cento.

Esse resultado vai a favor da hipótese 6 do estudo e do levantamento teórico e empírico, conforme Opler e Titman (1994), de que as empresas com produtos mais especializados são especialmente vulneráveis às dificuldades financeiras, visto que seus clientes são mais resistentes em comprar produtos especializados de empresas em dificuldades financeiras, pois podem necessitar dos seus serviços futuros. Opler e Titman (1994) confirmam isso ao encontrar evidências de que, em períodos de problemas econômicos, as empresas intensivas em P&D têm um declínio maior nas suas vendas.

#### Tabela 4 – Determinantes das Dificuldades Financeiras

A Tabela 4 mostra os coeficientes das regressões por mínimos quadrados dos custos estimados de dificuldades financeiras da amostra em relação à fração da dívida bancária, valor dos ativos das empresas, presença de empresa especialista no processo, empresa com produtos especializados. As possíveis variáveis dependentes são as estimativas de custos das dificuldades financeiras baseadas na mudança de valor de mercado (Preços de fechamento das ações) e na mudança do desempenho operacional (Fluxo Caixa Líq/Vendas e EBITDA/Vendas), desde t=-1 até t=+2 e desde t=0 até t=+2, ambas ajustadas ao setor. Fração de Dívida Bancária é a dívida bancária dividida pela dívida total medida no ano da dificuldade financeira. Valor de Ativos da Empresa é o log do valor dos ativos da empresa quando o processo é iniciado. Presença de Empresa Especialista no processo é variável dummy que será considerada igual a um se existir uma empresa especialista auxiliando a empresa na resolução no processo entre o ano da dificuldade financeira e o ano t=+2, e zero caso contrário. Empresas com produtos especializados é variável dummy igual a um se o a empresa estiver em setor com produtos especializados, e zero caso contrário. Ajustes ao setor consideram ajuste em relação à mediana das empresas que estão na mesma classificação no Aplicativo Economatica ou site BMF Bovespa. Significância de 5 %\*\*; e de 10%\*. Números entre parênteses são os erros padrão.

Regressões	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Var. dependente	Mudança Valor Mercado (crescimnto ajust setor) t=-1 --> t=+2	Mudança Valor Mercado (crescimnto ajust setor) t=0 --> t=+2	Mudança Desemp Operac Fluxo Caixa Líq/Vendas (crescimento ajust setor) t=-1 --> t=+2	Mudança Desemp Operac Fluxo Caixa Líq/Vendas (crescimento ajust setor) t=0 --> t=+2	Mudança Desemp Operac EBITDA/Vendas (crescimento ajust setor) t=-1 --> t=+2	Mudança Desemp Operac EBITDA/Vendas (crescimento ajust setor) t=0 --> t=+2
Var. explicativa						
Constante	42,1** (16,6)	19,3 (10,4)	-446,0 (526,1)	295,5 (258,6)	-413,8 (461,1)	160,8 (216,4)
Fração Dívida Bancária / Dívida Total	23,4* (11,1)	24,8** (9,5)	51,9 (302,5)	62,2 (133,9)	53,6 (271,0)	67,6 (127,2)
Presença Empresa Especialista	14,1** (4,9)	12,4** (3,5)	-50,9 (158,1)	92,9 (71,6)	-46,6 (134,3)	78,3 (63,0)
Tamanho Empresa - Log Ativos empresa	-10,6** (3,5)	-6,1** (2,1)	72,6 (103,8)	-62,0 (49,8)	66,5 (92,6)	-39,2 (43,5)
Produtos muito especializados	-0,3 (6,1)	-6,0** (5,1)	63,7 (173,5)	-81,7 (79,1)	60,0 (154,2)	-60,2 (72,4)
R-quadrado ajustado	0,6	0,7	-0,3	-0,1	-0,3	-0,2
Número de observações	12	11	12	11	13	13

Fonte: Autor

- **Demais resultados:** Nas regressões (3), (4), (5) e (6) da tabela 4, em que são apresentados os custos das dificuldades financeiras ligados com a mudança no desempenho operacional (Fluxo Caixa Líq/Vendas e EBITDA/Vendas) não se tem nenhum resultado significativo.

Buscando compreender o que ocorreu pode-se sugerir que as mudanças no desempenho operacional não sejam uma boa estimativa dos custos totais (custos diretos + custos indiretos + benefícios) de dificuldade financeira. Isso é colocado, pois essas estimativas não captam outras variações sentidas pelo mercado, como, por exemplo, a confiança na empresa ou a perspectiva futura da mesma.

Avançando um pouco nas análises nota-se que, por todas as medidas usadas como variáveis dependentes, o “custo” de falência na verdade é um benefício, pois aumenta o valor de mercado (ou desempenho operacional), ou seja, gera custos de dificuldades financeiras negativos. E isso precisa ser ponderado por alguns outros fatores.

Uma possível explicação para esse suposto benefício é que, por falta de dados disponíveis, esses custos refletem apenas a perda ou ganho dos acionistas (e a perda ou ganho no desempenho operacional), não considerando, portanto, as perdas assumidas pelos credores, que podem ser muito significativas. Como esses dados não estão disponíveis para a maioria das empresas (e quando estão, não tem padronização na exposição da informação e, conseqüentemente, comparabilidade entre as empresas) pode-se considerar esse fator como uma limitação desse estudo.

Porém, é possível fazer algumas sugestões desses valores partindo de algumas premissas. Ao analisar os demonstrativos financeiros das empresas da amostra nota-se que os credores tiveram deságio de 60% a 80% nos seus valores. Com isso, considerando que a mediana da Dívida Total/Ativos em t=-1 da amostra de empresas desse trabalho, cujo valor é 40,2%, represente o financiamento sobre ativos dos credores, e, considerando que a mediana do Patrimônio Líquido/Ativos em t=-1 da amostra de empresas do trabalho, cujo valor é 3,2%, represente o financiamento sobre ativos dos acionistas, temos como estimar os custos de dificuldade financeira.

Se considerarmos a perda dos credores de 70% (média identificada), sendo que esses financiam 40,2% dos ativos da empresa, e o benefício total dos acionistas em 41% (Mudança no Valor de Mercado considerando o preço de fechamento das ações, ajustado ao setor, desde t=-1 até t=+2), os quais financiam 3,2% dos ativos da empresa, e, ainda, considerando que os demais 56,6% - trabalhistas, tributários, entre outros – não tenham nenhuma perda, tem-se um custo total de 26,8%, conforme descrito abaixo:

$$\text{Custo Total} = 40,2\% \times (-70\%) + 3,2\% \times (+41\%) + 56,6\% \times (0\%) = -26,8\%$$

Esse resultado apresenta custos de dificuldades maiores do que aqueles mencionados no trabalho de Andrade e Kaplan (1998), que concluem que os custos estimados de dificuldade financeira das empresas ficam entre 10% e 20% do valor da firma. Isso pode ser explicado, em parte, pela amostra de Andrade e Kaplan (1998) ser apenas com empresas altamente alavancadas e que não possuíam desempenho operacional tão ruim quanto as empresas da amostra brasileira.

Considerando, então, que o custo total é de 26,8%, e buscando uma estimativa apenas do custo indireto, temos que retirar do mesmo o custo direto, estimado por Jupetipe (2014) em -26%. Sendo assim, temos um custo indireto estimado em 0,8%, conforme abaixo:

$$\text{Custo indireto} = (-26,8\%) - (-26\%) = -0,8\%$$

Ou seja, as empresas da amostra apresentariam, se não fossem os custos diretos envolvidos – como despesas judiciais, honorários de advogados e contadores –, um custo de 0,8%, em mediana e ajustado ao setor, após dois anos da entrada em dificuldade financeira.

## 6. CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho consistiu em estimar e analisar o custo das dificuldades financeiras, assim como seus fatores explicativos, nas empresas de capital aberto do Brasil. O trabalho utiliza a mesma lógica do trabalho de Andrade e Kaplan (1998) para chegar nos seus resultados.

Primeiramente foram exploradas as possíveis causas das dificuldades financeiras das empresas da amostra, tanto em relação ao fluxo de caixa quanto em relação à cobertura de juros, sendo que o principal fator identificado foi o desempenho da empresa (desempenho operacional da amostra de empresas em relação ao setor), seguido da alavancagem financeira (despesas de juros/ativos da amostra de empresa em relação ao setor).

Em seguida foram estimadas as mudanças no desempenho operacional das empresas desde o ano anterior à dificuldade financeira (ano  $t=-1$ ), assim como desde o próprio ano da dificuldade (ano  $t=0$ ) até o segundo ano posterior à entrada em dificuldade (ano  $t=+2$ ). Também foram estimados até o ano pré e pós-resolução da dificuldade nas poucas empresas em que isso foi possível de ser feito.

Os resultados demonstraram que as empresas apresentam uma diminuição significativa nos seus desempenhos operacionais entre o ano  $t=-1$  e  $t=0$ . O CAPEX foi um índice que apresentou queda de quase 100% entre esses dois períodos. Também, quando analisados até o ano  $t=+2$ , notou-se uma importante retomada nos desempenhos, ficando, inclusive, melhores, em mediana, que o setor (crescimento de 24,3%, ajustado ao setor). Isso ocorre, talvez, para retomar as necessidades de capital postergadas ou canceladas durante o período. Ou ainda, para se reerguer de uma possível “queima” de ativos feita em  $t=0$ .

Esses resultados mostraram-se bem diferentes daqueles encontrados por Andrade e Kaplan (1998), pois os movimentos acontecem de forma muito mais tímida na amostra de empresas americanas. O CAPEX, por exemplo, também diminuiu na amostra de empresas americanas, mas apenas para -10,6%.

No trabalho de Andrade e Kaplan os resultados dos índices apontam um processo mais longo até a reversão. As empresas da amostra brasileira parecem esperar estarem em uma situação de desempenho operacional muito crítica para solicitar a recuperação judicial (ano  $t=0$ ). Acabam, então, reportando números muito ruins de uma só vez. Entre o ano  $t=-1$  até o ano  $t=0$  os números são muito impactantes. Já na amostra das empresas americanas de Andrade e Kaplan (1998) parece que o ano  $t=0$  não é tão ruim, e, além disso, os índices continuam caindo por mais períodos antes de voltarem a crescer.

Destaca-se outra estimativa dos custos de dificuldades financeiras das empresas – mais completa que a anterior, por incluir custos e benefícios percebidos pelo mercado – que foi através do valor de mercado dessas empresas. Foram analisadas as alterações nos preços de fechamento das ações. Notou-se, então, que as empresas da amostra aumentam levemente seu valor desde o ano anterior a dificuldade financeira até o ano da dificuldade em si, em mediana. Porém, quando os valores são ajustados ao setor ocorre uma diminuição significativa nos mesmos. Ou seja, os setores analisados tiveram forte crescimento nesse período e as empresas com dificuldades financeiras da amostra não conseguiram acompanhá-los. E quando analisados dois períodos seguintes (até o ano  $t=+2$ ), as empresas da amostra aumentam seu valor de mercado muito mais (+41%) que a mediana dos setores analisados. Assim, o suposto “custo” de dificuldade financeira revelou-se benefício na amostra analisada.

Foram efetuadas, então, seis regressões estimando os efeitos sobre os custos das dificuldades financeiras a partir das seguintes variáveis explicativas: fração de dívida

bancária, presença de empresa especialista, tamanho da empresa e empresas com produtos especializados.

As hipóteses levantadas a partir do referencial teórico e empírico coletados foram: (1) Os custos de dificuldades financeiras aumentam com a complexidade da estrutura da dívida; (2) Títulos de alto risco estão associados com custos de dificuldades financeiras menores (3); Maior Fração de Dívida Bancária reduz os custos de dificuldades financeiras; (4) A Presença de Empresa Especialista diminui os custos de dificuldades financeiras; (5) Os custos de dificuldades financeiras diminuem com o Valor do Capital da Empresa; (6) Empresas com produtos mais especializados possuem maiores custos de dificuldades financeiras

As duas primeiras hipóteses não puderam ser testadas por indisponibilidade de dados. Nas demais, verificou-se que a alta fração de dívida bancária (3) e a participação de empresa especialista no processo de recuperação da firma (4) possuem uma relação inversa com os custos de dificuldades financeiras. Já o (log do) tamanho da empresa (5) e a existência de produtos altamente especializados (6) possuem uma relação direta com os custos de dificuldades financeiras. Com isso, apenas o penúltimo item (5) teve comportamento diferente daqueles esperados nas hipóteses.

Por fim, considerando que as estimativas de custos de dificuldades financeiras conseguidas nas coletas de dados refletem apenas as perdas ou ganhos dos acionistas (e as perdas ou ganhos no desempenho operacional), foi sugerida uma estimativa de custos totais que considere, também, as perdas assumidas pelos credores.

Considerando que os credores tiveram deságio de 70% (média identificada) - que financiam 40,2% dos ativos das empresas da amostra -, que o benefício total dos acionistas é de 41% - os quais financiam 3,2% dos ativos das empresas da amostra -, e que os demais 56,6% do financiamento de ativos (trabalhistas, tributários, entre outros) não tenham nenhuma perda, temos um custo total de dificuldade financeira em 26,8%.

Esse resultado apresenta custos de dificuldades maiores do que aqueles mencionados no trabalho de Andrade e Kaplan (1998), que concluem que os custos estimados de dificuldade financeira das empresas ficam entre 10% e 20% do valor da firma. Isso pode ser explicado, em parte, pela amostra de Andrade e Kaplan (1998) ser apenas com empresas altamente alavancadas e que não possuíam desempenho operacional tão ruim quanto as empresas da amostra brasileira.

Considerando esse custo total, e buscando uma estimativa apenas do custo indireto, retirou-se o custo direto, estimado por Jupetipe (2014) em 26%. Sendo assim, o custo indireto estimado por esse trabalho ficou em 0,8%.

Ou seja, as empresas da amostra apresentariam, se não fossem os custos diretos envolvidos – como despesas judiciais, honorários de advogados e contadores –, um custo de 0,8%, em mediana e ajustado ao setor, após dois anos da entrada em dificuldade financeira.

Os resultados dessa pesquisa são pioneiros ao tratarem, no Brasil, dos custos indiretos de empresas em dificuldades financeiras, bem como seus fatores determinantes. O presente trabalho pode, portanto, beneficiar as empresas que estão por entrar em uma situação de dificuldade financeira, incentivando certos comportamentos que podem impactar na resolução da sua situação, como por exemplo, a contratação de uma empresa especialista para auxiliar no processo de recuperação judicial.

Adicionalmente, os resultados dessa pesquisa podem beneficiar os reguladores do mercado ao saberem os tamanhos desses custos no mercado brasileiro e os fatores que estão relacionados com eles. Com essas informações eles podem prever melhor o futuro dessas empresas e tomar medidas preventivas com vistas à otimização do processo como um todo.

## 7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALTMAN, Edward I. A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 4, p. 1067-1089, 1984.

ANDRADE, Gregor; KAPLAN, Steven N. How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 5, p. 1443-1493, 1998

ARAÚJO, Aloísio; LUNDBERG, Eduardo. **A nova legislação de falências: uma avaliação econômica**. Direito falimentar e a nova Lei de Falências e Recuperação e Empresas. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

ARAÚJO, Aloisio; FUNCHAL, Bruno. Nova Lei de Falências Brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de crédito. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 36, n. 2, p. 209-254, 2005.

ASQUITH, Paul; GERTNER, Robert; SCHARFSTEIN, David. Anatomy of financial distress: An examination of junk-bond issuers. **Quarterly Journal of Economics**, 1994.

BERK, Jonathan B.; STANTON, Richard; ZECHNER, Josef. Human capital, bankruptcy, and capital structure. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 3, p. 891-926, 2010.

BRIS, Arturo; WELCH, Ivo; ZHU, Ning. The costs of bankruptcy: Chapter 7 liquidation versus Chapter 11 reorganization. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 3, p. 1253-1303, 2006.

CAMPBELL, Steven V. An Investigation of the direct costs of bankruptcy reorganization for closely held firms. **Journal of Small Business Management**, v. 35, p. 21-29, 1997.

DJANKOV, Simeon et al. Debt enforcement around the world. **National Bureau of Economic Research**, 2006.

GIAMMARINO, Ronald M. The resolution of financial distress. **Review of Financial studies**, v. 2, n. 1, p. 25-47, 1989.

GILSON, Stuart C.; JOHN, Kose; LANG, Larry HP. Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default. **Journal of financial economics**, v. 27, n. 2, p. 315-353, 1990.

GILSON, Stuart C. Debt reduction, optimal capital structure, and renegotiation of claims during financial distress. Division of Research, Harvard Business School, 1993.

GRUBER, Martin J.; WARNER, Jerold B. Bankruptcy costs: some evidence. **The journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 337-347, 1977.

HADFIELD, Gillian K. The many legal institutions that support contractual commitment. 2004.

HAUGEN, Robert A.; SENBET, Lemma W. The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure. **The Journal of Finance**, v. 33, n. 2, p. 383-393, 1978.

HELWEGE, Jean. How long do junk bonds spend in default?. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 1, p. 341-357, 1999.

JENSEN, Michael C. Corporate control and the politics of finance. **Journal of applied corporate finance**, v. 4, n. 2, p. 13-33, 1991.

JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento. Custos de falência da legislação falimentar brasileira. **Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo**, 2014.

JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento; MÁRIO, Poueri do Carmo. Custos de Falência: Estudo de Caso da Recuperação Judicial da Varig SA. In: II **Congresso Nacional de Administração e Ciências Contábeis**, 2011.

KAPLAN, Steven. The effects of management buyouts on operating performance and value. **Journal of financial economics**, v. 24, n. 2, p. 217-254, 1989.

KAPLAN, Steven N. Campeau's acquisition of Federated: Post-bankruptcy results. **Journal of Financial Economics**, v. 35, n. 1, p. 123-136, 1994.

LÓPEZ DE SILANES, Florencio et al. Law and finance. **Journal of political economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

MCLEAN, R. David; ZHANG, Tianyu; ZHAO, Mengxin. Why does the law matter? Investor protection and its effects on investment, finance, and growth. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 1, p. 313-350, 2012.

OPLER, Tim C.; TITMAN, Sheridan. Financial distress and corporate performance. **The Journal of Finance**, v. 49, n. 3, p. 1015-1040, 1994.

Relatório Índice Confiança na Justiça Brasileira – Relatório 2º Semestre de 2013 – site <http://direitogv.fgv.br/publicacoes/icj-brasil>

SENBET, Lemma W.; WANG, Tracy Yue. Corporate Financial Distress and Bankruptcy: A Survey. **Foundations and Trends in Finance**, v. 5, n. 4, 2010.

SHIRLEY, Mary M.; MÉNARD, Claude (Ed.). **Handbook of new institutional economics**. Springer, 2005.