

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO
FECAP
CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

MARCOS ANTONIO BENEDITO

**SÓCIOS/ADMINISTRADORES DE EMPRESAS EM
RECUPERAÇÃO JUDICIAL QUE FORAM À FALÊNCIA
VOLTAM A EMPREENDER?**

São Paulo

2023

MARCOS ANTONIO BENEDITO

**SÓCIOS/ADMINISTRADORES DE EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO
JUDICIAL QUE FORAM À FALÊNCIA VOLTAM A EMPREENDER?**

Artigo apresentado ao Programa de Mestrado Profissional em Administração do Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título mestre em Administração.

**Orientador: Prof. Dr. Vinícius Augusto Brunassi
Silva**

São Paulo

2023

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP
CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Prof. Dr. Edison Simoni da Silva
Reitor

Prof. Dr. Ronaldo Fróes de Carvalho
Pró-Reitor de Graduação

Prof. Dr. Alexandre Sanches Garcia
Pró-reitor de Pós-Graduação

FICHA CATALOGRÁFICA

B463s	<p>Benedito, Marcos Antonio</p> <p>Sócios/administradores de empresas em recuperação judicial que foram à falência voltam a empreender?/ Marcos Antonio Benedito. - - São Paulo, 2023.</p> <p>40 f.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Vinícius Augusto Brunassi Silva</p> <p>Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP – Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado Profissional em Administração.</p> <p>1. Empresas – Falência. 2. Sociedades comerciais – Recuperação. 3. Administradores de empresa.</p> <p>CDD: 658.15</p>
-------	--

MARCOS ANTONIO BENEDITO

**SÓCIOS/ADMINISTRADORES DE EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL
QUE FORAM À FALÊNCIA VOLTAM A EMPREENDER?**

Artigo apresentado ao Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Humberto Gallucci Netto
Universidade Federal de São Paulo - Unifesp

Prof. Dr. Edson Ricardo Barbero
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP

Prof. Dr. Vinícius Augusto Brunassi Silva
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP
Professor Orientador: Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 24 de agosto de 2023.

Agradecimentos

Agradeço especialmente à minha mãe, que, mesmo diante de muitas dificuldades, conseguiu me proporcionar acesso à educação e por ter me apoiado sempre, principalmente nos momentos difíceis, que não foram poucos.

Ao meu pai que, mesmo não estando mais entre nós, deve estar muito feliz esteja onde estiver.

Agradeço à minha esposa Cristina, por ter compartilhado os momentos de alegria e tristeza e sempre estar ao meu lado apoiando todos os meus projetos.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Vinícius Augusto Brunassi Silva, por estar sempre à disposição, com muita paciência e dedicação. Meu mais sincero obrigado!

Aos amigos da Caixa, mais especificamente da mesa de Multimercados, pelo incentivo e apoio, principalmente por me propiciar a conciliação do trabalho com o mestrado.

Aos membros da banca, Prof. Dr. Edson Ricardo Barbero e Prof. Dr. Humberto Gallucci Netto, pela disponibilidade.

Sócios/administradores de empresas em recuperação judicial que foram à falência voltam a empreender?

Marcos Antonio Benedito
Mestre em Administração
e-mail: mabenedito@gmail.com

Resumo

Este trabalho analisou a tomada de decisão por parte dos sócios/administradores de empresas, dos mais variados portes e segmentos, que entraram em RJ – Recuperação Judicial. O problema estudado foi investigar se o(s) antigo(s) sócio(s) da(s) empresa(s) em RJ abriu(ram) uma nova empresa após a adesão ao instrumento jurídico, e, caso tenham voltado a empreender, se permaneceram no mesmo setor ou preferiram algum outro, nos casos em que a empresa em RJ foi à falência. Para tanto, utilizou-se uma amostra composta por 1814 empresas que aderiram ao mecanismo no período abrangido entre 27/06/2005 e 20/08/2020, constantes no Banco Nacional de Falências e Recuperações Judiciais, hospedado no TST – Tribunal Superior do Trabalho. A Recuperação Judicial, de maneira sucinta, é um instrumento jurídico pelo qual a empresa tenta acordo com seus credores para o pagamento de dívidas, a fim de permitir que a organização seja, de certo modo, preservada, de maneira que possa evitar sua falência. Foi utilizado o modelo de resposta binária Logit, onde a variável dependente binária (dummy) escolhida foi (1 = voltou a empreender e 0 = não voltou) e exposição de resultados descritivos. Espera-se, através de variáveis explicativas como: região, dívida, número de credores, tempo, gênero etc. ou das empresas, como o porte, estimar as chances de um indivíduo voltar ou não a empreender após a empresa da qual era sócio/administrador entrar em RJ. O estudo encontrou evidências de que os sócios de microempresas e de empresas de grande porte mostram maior disposição em voltar a atuar no mesmo setor do que os proprietários de empresas de pequeno porte. Outros resultados obtidos, desta vez através das regressões, indicam que o setor de indústria apresenta menor propensão à falência ao mesmo tempo em que as empresas localizadas na região Sul têm suas chances aumentadas. Outras evidências encontradas apontam que, quanto maior o endividamento, menor a chance de voltar a empreender, assim como um tempo maior também diminui as chances de um retorno a uma nova sociedade e que empreender na região Sul é mais difícil, diminuindo a chance de um retorno. Os resultados mostram ainda, uma relação positiva entre dívida total e aqueles que optaram por voltar a empreender no mesmo

setor, indicando que quanto maior o endividamento, maiores são as chances de que se opte por voltar a atuar no mesmo setor. Ao mesmo tempo, esta última análise indica relação negativa com tempo, ou seja, quanto mais tempo possui a empresa, menores as possibilidades de que os sócios voltem a empreender no mesmo setor

Palavras-chave: Recuperação judicial. Probabilidade. Porte. Sócios/administradores. Falência.

Abstract

This work analyzed the decision-making by the partners/managers of companies, of the most varied sizes and segments, that joined the RJ – Judicial Recovery. The problem studied was to investigate whether the former partner(s) of the company(ies) in RJ opened a new company after adhering to the legal instrument, and, if they had thought of undertaking it, if they remained in the same sector or preferred another, in cases where the company in RJ went bankrupt. For this purpose, a sample composed of 1814 companies that joined the mechanism in the period between 06/27/2005 and 08/20/2020, listed at the National Bankruptcy and Judicial Recovery Bank, hosted at the TST - Superior Labor Court was used. Judicial Recovery, in short, is a legal instrument by which the company tries to reach an agreement with its creditors for the payment of debts, to allow the organization to be, in a certain way, preserved, in a way that it can avoid its bankruptcy. The Logit binary response model was used, where the binary dependent variable (dummy) chosen was (1 = resumed undertaking and 0 = did not return) and exposition of descriptive results. It is expected, through explanatory variables such as: region, debt, number of creditors, time, gender, etc. or companies, such as size, estimating the chances of an individual returning or not to undertake after the company of which he was a partner/manager enters RJ. The study found evidence that the partners of micro and large companies are more willing to return to work in the same sector than the owners of small companies. Other results obtained, this time through regressions, indicate that the industry sector is less likely to go bankrupt, while companies located in the South have increased chances. Other evidence found indicates that the greater the indebtedness, the less chance of undertaking again, as well as a longer time also decreases the chances of returning to a new society and that undertaking in the South region is more difficult, reducing the chance of a return. The results also show a positive relationship between total debt and those who chose to

return to undertake in the same sector, indicating that the greater the indebtedness, the greater the chances of choosing to return to work in the same sector. At the same time, this last analysis indicates a negative relationship with time, that is, the longer the company has been, the lower the chances of the partners returning to undertake in the same sector.

Keywords: Judicial recovery. Probability. Size. Members/Administrators. Bankruptcy.

1 Introdução

A solicitação de recuperação judicial só pode ser protocolada em uma vara de falências. Quando uma empresa enfrenta dificuldades financeiras, pode optar por elaborar um plano de reorganização. Tal plano deve ser apresentado aos seus credores, que em última instância votam pela sua aprovação ou para submeter a empresa ao processo de falência (Silva & Saito, 2018). A recuperação judicial no Brasil é regulada pela Lei n. 11.101 (2005), também conhecida como Lei de Falências e Recuperação de Empresas (LFRE). Essa lei foi sancionada em 09 de fevereiro de 2005, portanto, comparativamente a outros países, como os EUA, por exemplo, é uma lei relativamente nova. Conforme consta no capítulo um nas disposições preliminares, art. 2º, esta lei não se aplica a “empresa pública, sociedade de economia mista, instituição financeira pública ou privada, cooperativa de crédito”, dentre outras.

O capítulo três da lei é o que diz respeito à recuperação judicial, e, segundo ele, “a recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica”.

Antes da promulgação da Lei n. 11.101 (2005), os processos de falência no Brasil eram regulamentados pela Lei n. 7.661 de 1945, que não oferecia condições adequadas para a recuperação de empresas economicamente viáveis que, porventura, enfrentassem dificuldades financeiras. Além disso, o processo de liquidação era bastante burocrático e a melhor forma de recuperação geralmente não era alcançada, pois as empresas enfrentavam dificuldades na obtenção de novas linhas de crédito para reestruturar seus negócios (Silva & Saito, 2018).

Em relação ao capítulo 11 da lei de falências americana, este dispositivo permite que a empresa continue funcionando normalmente estando “protegida” contra

seus credores. Nesse sentido, é a empresa devedora que apresenta uma petição e opta pela proteção do capítulo 11, embora em determinadas circunstâncias os credores também possam requerer a falência involuntária (Bernstein, Colonnelli, Giroud, & Iverson, 2018). Deste modo, subentende-se uma vontade de reestruturação da organização, sob a batuta de um tribunal. Por outro lado, as empresas que invocam o capítulo 7 dessa mesma lei, tem o intuito de liquidar todos os seus ativos, em um processo que, embora seja simples, pode ser demorado (Bris, Welch, & Zhu, 2006). Um administrador judiciário é constituído para supervisionar a liquidação dos ativos da empresa e organizar o pagamento aos credores de acordo com suas garantias e prioridades (Bernstein et al., 2018).

Estudo publicado pelo SEBRAE com empresários de todos os ramos e portes, identificou que a menor taxa de sobrevivência entre os pequenos negócios está relacionada à gestão. Grande parte dos MEIs estavam desempregados quando da abertura da empresa, e por isso, não reuniam condições de se capacitar de maneira adequada e aprimorar a gestão (Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas [SEBRAE], 2020).

Foram utilizados dados pertinentes ao Banco Nacional de Falências e Recuperações Judiciais, com base em uma amostra com 1814 empresas durante o período compreendido entre 27/06/2005 e 20/08/2020. Pode-se observar que, quando um grande grupo entra em RJ, arrasta consigo um sem-número de SPE (Sociedade de Propósito Específico), que é um modelo de organização empresarial cuja atividade é bastante reduzida, normalmente utilizada para isolar o risco financeiro da atividade desenvolvida. Em contrapartida, ao se analisar empresas de menor porte, nota-se que boa parte dos casos são empresas familiares que, aparentemente acabaram por se perder em questões, digamos, mais burocráticas, que vão desde o não envio de documentos aos órgãos fiscalizadores até o mau gerenciamento do fluxo de caixa, esta sim, uma questão bem mais relevante. Além disso, (Asquith, Gertner, & Scharfstein, 1994), apontam que endividamento bancário tem impacto nos pedidos de falência. Vão na mesma direção (Silva, Sampaio, & Galluci, 2018), ao sugerirem que o principal problema apontado nos planos de recuperação foi o elevado custo de capital, especialmente o custo de obtenção de crédito junto a terceiros.

Considerando os efeitos da lei de falências brasileira, (Araújo & Funchal, 2009), constataram que a nova lei proporcionou um impacto rápido e forte no número de falências no Brasil, ainda segundo os autores, a expansão do mercado de crédito é

observável. Ainda com base em uma análise empírica de quatro diferentes índices acionários (Bovespa, IBX, IGCX e ITAG), (Kadiyala, 2011), mostra que os índices agregados reagiram positivamente quando as novas regras foram transformadas em lei. Apesar da vasta literatura que aborda a recuperação judicial em si e seus desdobramentos, como a falência, há, de certo modo, escassez de pesquisas direcionadas a analisar qual destino profissional os responsáveis pelas empresas que entraram em RJ resolveram seguir, ou seja, se a probabilidade de voltarem a empreender é maior ou menor à probabilidade de terem migrado para a iniciativa privada como colaborador(es), por exemplo.

O presente estudo busca se debruçar sobre um tema que entende ainda ser pouco explorado neste campo, que é analisar a falência sob a ótica do gênero dos sócios/administradores, ou seja, pesquisar se o fato de um sócio ser do sexo masculino ou feminino aumenta ou diminui a probabilidade de voltar ou não a empreender após ter enfrentado um processo de recuperação judicial que culminou com a extinção de sua empresa. Além disso, este trabalho pretende também investigar se o fato de um sócio/administrador ter uma ou mais empresas quando passou por um processo de falência, o torna mais propenso a voltar a empreender, considerando o segmento e o porte da empresa, assim como, se este voltou a empreender, e, em caso positivo, se no mesmo setor ou não, destacando que a classificação setorial adotada neste estudo, segue os mesmos padrões do SEBRAE, que os divide entre: comércio, indústria e serviços.

O estudo tem como objetivo contribuir para a literatura ao demonstrar se o gênero dos sócios influencia no fato de uma empresa entrar ou não em falência após a recuperação judicial, e se aqueles que voltaram a empreender após terem enfrentado um processo de falência, optaram por voltar no mesmo setor ou em setor diferente daquele anterior à falência. Ainda pretende se analisar se algum segmento de atuação empresarial, dentre as empresas que constam como falidas, oferece maior ou menor probabilidade de volta ao empreendedorismo aos seus sócios.

Portanto, a questão de pesquisa é a seguinte: Qual a probabilidade de um sócio/administrador de uma empresa que entrou em RJ e faliu, voltar a abrir uma nova companhia após tal acontecimento e se este optou por seguir no mesmo setor ou optou por um setor diferente do anterior à falência.

2 Literatura Relacionada

Inicialmente, é importante salientarmos a diferença entre recuperação judicial e falência. É cada vez maior o número de trabalhos na literatura que ressaltam a importância de uma legislação acerca deste tema, que seja cada vez mais robusta e abrangente. A recuperação judicial é um dispositivo jurídico utilizado pelas empresas antes que sejam levadas à falência. O processo concede um período maior de “fôlego” financeiro às companhias, ao permitir que elas suspendam e renegociem parte das dívidas acumuladas em um período de crise, tendo como objetivo principal apresentar um plano de recuperação exequível, que mostre aos credores que a empresa possui condições de retomar suas atividades, caso consiga renegociar suas dívidas. Ademais, ao se evitar o encerramento das atividades da empresa, ainda que de maneira momentânea, evitam-se também as demissões em massa de funcionários. De acordo com (Pimenta, 2006), o instituto da recuperação de empresas, representa a solução legalmente estipulada para tentar manter em funcionamento as empresas em dificuldades econômicas temporárias, que se revelem economicamente viáveis. Já a falência é uma confirmação judicial de que a empresa não possui mais capacidade de pagamento, afastando o devedor de sua atividade empresarial, encerrando sua atividade e partindo para um processo de execução. Além disso, (Pimenta, 2006), traz que o instituto da falência incide para desativar o empresário incapaz de exercer devidamente a atividade empresarial.

O amparo legal sobre recuperação judicial, se dá através da (Lei n. 11.101, 2005), que, dentre outros aspectos, “regulamenta a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária, doravante referidos simplesmente como devedor”. De acordo com o artigo 2º, esta Lei não se aplica a: i) empresa pública e sociedade de economia mista; e ii) instituição financeira pública ou privada, cooperativa de crédito, consórcio, entidade de previdência complementar, sociedade operadora de plano de assistência à saúde, sociedade seguradora, sociedade de capitalização e outras entidades legalmente equiparadas às anteriores. Até a promulgação da Lei n. 11.101 (2005), os processos de falência no Brasil eram regulamentados pela Lei n. 7.661 (1945).

A Lei n. 7.661 não fornecia a devida segurança jurídica para as empresas que, porventura, se apresentassem economicamente viáveis e estivessem enfrentando dificuldades momentâneas, mas que, através de um mecanismo de reestruturação

adequado, poderiam retomar suas atividades. Nesse contexto, (Araújo & Funchal, 2006), entendem, sobre a Lei 7.661 (1945), que ela causa nos credores a incerteza de investir nos projetos da empresa, devido a: i) prioriza créditos trabalhistas e tributários em detrimento aos credores; ii) 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; iii) gerentes investem em projetos arriscados que podem não vir a gerar valor na tentativa de salvar a empresa; e iv) atraso do gerente para decretar a insolvência. O procedimento de recuperação e/ou reorganização era conhecido como concordata, que era regulada pelo Decreto Lei de Falência de 1945, e, nada mais era, do que uma medida legal em que o empresário devedor propunha a dilação do prazo de vencimento ou a remissão de débitos para equacionar seu passivo, tendo como objetivo evitar a falência (concordata preventiva) ou suspendê-la (concordata suspensiva).

De modo geral, as alterações promovidas pela Lei n. 11.101 (2005) foram bastante importantes, trazendo mais modernização e permitindo uma maior efetividade na recuperação das empresas. Conforme (Araújo & Lundberg, 2005), as principais mudanças na Nova Lei ajudarão no processo de recuperação das empresas, pois se aproximam dos padrões internacionais, “como citado em” (Funchal & Clóvis, 2009).

Apesar das melhorias advindas da Lei n. 11.101 (2005), é importante ressaltarmos que um ambiente de estagnação econômica, com taxas de juros mais elevadas, pode ocasionar, conseqüentemente, maior nível de inadimplência e aumento da taxa de desemprego, deste modo, é grande a possibilidade de que o crédito fique mais restritivo, dificultando, portanto, a situação financeira de algumas empresas. Nesse sentido, (Barbosa, Carraro, Ely, & Ribeiro, 2017), apontam que apesar de a lei ter contribuído para diminuir significativamente o número de empresas com falências requeridas e decretadas, os seus efeitos não se estenderam completamente para o mercado de crédito, ou seja, não houve uma redução significativa do *spread* bancário e das taxas de inadimplência.

É sabido que o momento vivido pela economia brasileira é bastante desafiador, e, ainda que o país não esteja passando por uma recessão econômica, temos observado um avanço no número de RJs e de falências. De maneira análoga, (Lev, 1974) relata que em períodos de crise, a quantidade de pedidos de falência cresce de maneira substancial. Dados obtidos da Serasa Experian, no período de junho/05 a

agosto/20, período que compreende os dados obtidos para a nossa amostra, mostram que as falências e as recuperações judiciais requeridas comportaram-se de maneira oposta. As falências requeridas estão em uma curva descendente, ao passo que os requerimentos de recuperações judiciais formam um movimento ascendente, conforme Figura 1.

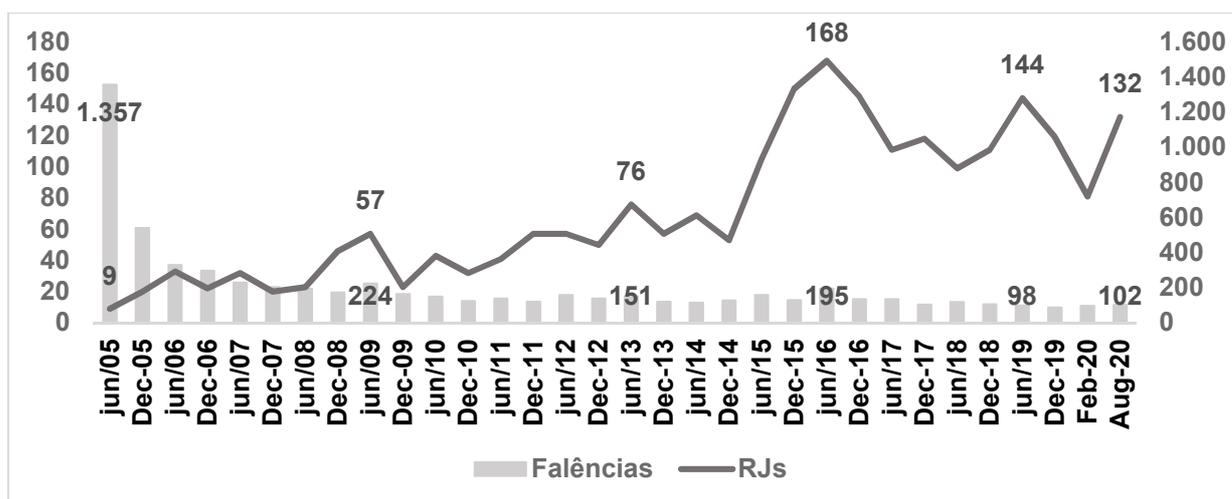


Figura 1. Recuperação Judicial e Falências

Fonte: Adaptado de "Indicador de Falências e Recuperações Judiciais", SERASA EXPERIAN, 2023, 2.

A literatura sobre falência e recuperação de empresas aponta que as empresas são afetadas por diferentes fatores, até pelo fato de atuarem nos mais distintos setores e estarem expostas aos mais variados tipos de riscos a depender da área de atuação. Ademais, é sabido que as maiores empresas possuem maior acesso ao crédito, principalmente em períodos de estagnação econômica, onde os bancos ficam mais restritivos, e, ainda que ocorra um aperto maior ao crédito via empréstimo bancário, as grandes companhias podem emitir uma debênture ou até mesmo novas ações via mercado de capitais. Empresas grandes e pequenas possuem prioridades distintas na gestão de riscos externos, de modo que as grandes se preocupam mais com câmbio e risco do negócio, comparativamente às outras. As empresas menores se preocupam primordialmente com as variações na taxa de juros. (Graham & Harvey, 2001 como citado em Silva et al, 2018, p. 6).

Para melhor elucidação do quão volátil pode ser a procura por crédito, dadas as dificuldades encontradas pelas empresas, a Figura 2 nos mostra alguns dados históricos de pesquisas realizadas pela (Serasa Experian [SERASA], 2023), no

período que vai de janeiro/08 até agosto/20. Vale a ressalva de que para esses dados, a pesquisa mais antiga disponibilizada pela SERASA data de janeiro/2008, portanto não alcançando o período inicial de nossa pesquisa (junho/05), apenas para efeito ilustrativo, sem que isso cause impacto no resultado do estudo. Observa-se que, de fato a demanda por crédito passa por períodos de altos e baixos, tendo atingido seu ponto mínimo, ou seja, uma queda de 20% em dezembro/18 para engatar uma forte recuperação que teve seu ápice em dezembro/19, mostrando uma alta de 22%. Após este período, observamos outro movimento de arrefecimento, com uma queda de 6% em agosto/20.

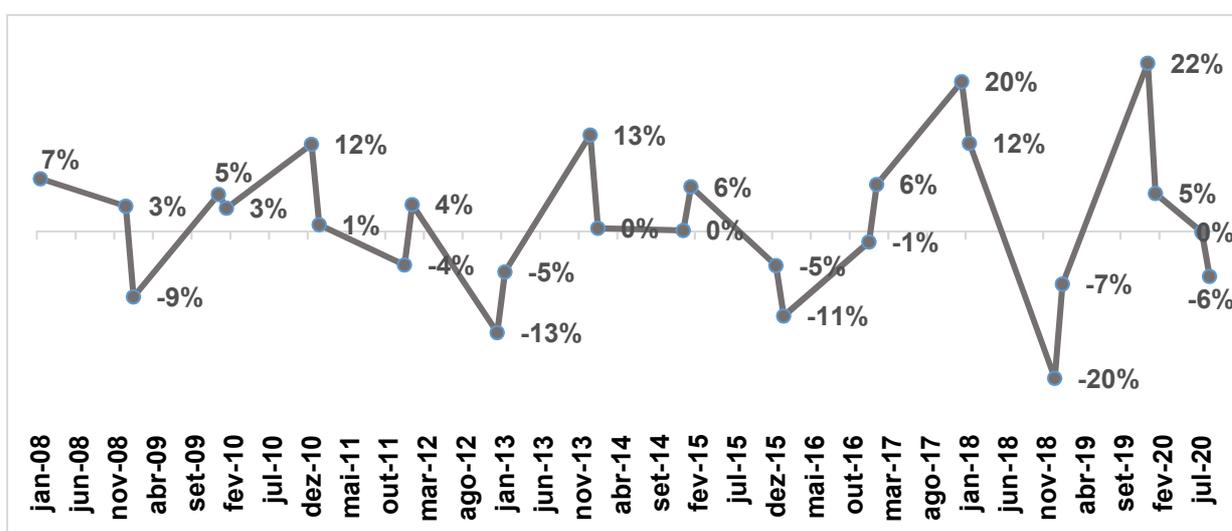


Figura 2. Demanda das Empresas por Crédito - Variação Anual (%)

Fonte: Adaptado de "Indicador de Demanda das Empresas por Crédito", SERASA EXPERIAN, 2023, 3.

Outro fator bastante importante no que tange à concessão e/ou à restrição de crédito às empresas, é a informação assimétrica, ou seja, quando o tomador de empréstimo detém um número maior de informações do que a instituição que vai conceder o crédito, gerando assim, um maior rigor, principalmente com aquelas empresas que não dispõem de informações públicas. Sobre isso, (Stiglitz & Weiss, 1981), afirmam que há incidência de seleção adversa quando os tomadores de crédito detêm mais informações sobre sua capacidade de pagamento do que os credores. Este fator pode, de certo modo, dificultar o acesso para as empresas menores às linhas de crédito mais favoráveis oferecidas pelos bancos, pois existe certa desconfiança sobre a verdadeira utilização dos recursos por parte de algumas empresas, seja em momentos de retração econômica ou até mesmo na busca de capital para expansão de seus negócios, principalmente as empresas menores, onde

as informações e muitas vezes as documentações não são atualizadas com a devida assertividade. As empresas maiores acabam por sofrer menos o impacto de assimetria de informacional, pois grande parte delas mantém seus números financeiros atualizados, seguindo certa periodicidade, seja por exigência regulatória, caso possuam capital aberto na bolsa de valores ou para maior controle por parte dos sócios. Nessa mesma linha, (Stiglitz & Weiss, 1981), concluíram que o fato de os bancos não possuírem informação completa acerca de muitos clientes, torna essa relação bastante assimétrica, configurando, assim, uma das principais razões pelas quais as instituições financeiras racionam crédito. Outro ponto importante e que pode influenciar sobre o destino de uma organização, no que tange à Recuperação Judicial ou até mesmo à falência, é a definição da estrutura de endividamento

É grande a importância que se dá ao nível de endividamento das empresas, tema bastante recorrente e que, por vezes, acaba tendo grande impacto na definição do sucesso ou de um eventual fracasso na existência de determinada organização. Destarte, no que concerne a este ponto, (Helwege, 1999), diz que dívida bancária está associada a processos de reestruturações mais lentas, pois problemas de negociação decorrentes de passivos contingentes, ações judiciais e tamanho, atrasam o processo. O presente trabalho visa robustecer estudos anteriores, à medida que tem por objetivo analisar as chances que os sócios/administradores de empresas que passaram por um processo de Recuperação Judicial e posteriormente foram à falência têm de voltar a empreender.

2.1 Literatura sobre Financial Distress

Este termo é bastante utilizado em finanças corporativas e indica a situação na qual uma empresa enfrenta dificuldades financeiras relevantes, correndo, inclusive, riscos de não reunir condições de cumprir com suas obrigações, é um estado de crise financeira em que os recursos disponíveis são insuficientes para cobrir as despesas e as dívidas. Se essas dificuldades não forem resolvidas a tempo, podem levar a empresa à falência. (Platt & Platt, 2002), definiram *financial distress* como sendo a fase que precede eventos mais drásticos, como a falência ou a liquidação.

Financial distress pode ser causado por diversos fatores, incluindo uma alavancagem muito elevada, quedas nas receitas, má gestão financeira, entre outros. Por isso o papel dos gestores em uma empresa nessa situação é fundamental para a recuperação da organização. Decisões importantes precisam ser tomadas, para

mitigar ou evitar a falência, incluindo venda de ativos, reestruturação de dívidas e até a possível venda da companhia, como observam (Platt & Platt, 2002), quando afirmam que ações gerenciais precisam ser adotadas antes do agravamento do problema, inclusive um processo de fusão ou aquisição por uma empresa mais solvente ou mais bem gerida. Vão nessa mesma linha (Bernstein et al., 2018), pois concluem que a liquidação tem efeitos negativos mais fortes na economia local do que a reorganização, e que os efeitos da falência se espalham para outras empresas na mesma área geográfica.

Outro ponto bastante relevante diz respeito ao rumo da carreira do executivo de uma empresa que atravessa uma situação de *financial distress*. De acordo com (Gilson, 1989), credores bancários exigem mudanças e os executivos acabam demitidos, não sendo empregados, pelo menos por empresas com capital aberto, por pelo menos três anos, levando a um custo pessoal bastante elevado para esses gestores de empresas que se encontram nesta situação.

2.2 Literatura sobre Recuperação Judicial e Falência

Diversos autores têm chamado a atenção para a importância de um sistema falimentar seguro e confiável, não à toa, a legislação falimentar tem passado por diversas reformas em vários países durante as últimas décadas, até mesmo para proporcionar um sistema que traga mais garantias aos credores. De acordo com (Carvalho, 2003), o desenvolvimento do crédito está relacionado ao nível de proteção dos credores, pois à medida que os investidores se sentem mais seguros na alocação de seu capital, mais empresas terão acesso a crédito para o desenvolvimento de novos projetos que auxiliem no crescimento dessas organizações, ajudando, inclusive, a economia do país no qual elas estão inseridas. Nesse contexto, (Araújo & Funchal, 2009), apontam que, como resultado imediato, foi observada uma queda significativa no número de falências, chegando à redução em quase dois terços.

A modernização no processo falimentar brasileiro, que se deu através da Lei n. 11.101 (2005), foi muito importante, pois a antiga legislação, além de ser muito antiga (1945), era bastante difusa, pois regulava tanto os casos de liquidação, que levavam à falência, quanto os casos de reorganização, que eram as concordatas nas empresas comerciais. A nova legislação, enfatiza alguns pontos muito relevantes, dentre eles, o fato de que visa a preservação de empregos e à manutenção das atividades da empresa. Sobre isso, (Araújo & Lundberg, 2005) informam que os progressos mais

esperados com a entrada em vigor da Lei n. 11.101 (2005), estão concentrados na recuperação de empresas. A nova lei acaba com a concordata e cria as figuras da recuperação judicial e extrajudicial, aumentando a abrangência e flexibilidade nos processos de recuperação de empresas, dando mais alternativas para as empresas devedoras. Em relação à figura da recuperação extrajudicial, é um tipo de acordo entre credor e devedor que ocorre fora do ambiente judicial, talvez até beneficiando as empresas menores, pois este tipo de acordo torna-se menos oneroso do que travar uma batalha judicial. De certo modo, para que tal situação seja mais corriqueira, seria mais adequado que o número de credores fosse o menor possível, entretanto, na prática, empresas menores acabam recorrendo a um maior número de credores, principalmente em momentos de desaceleração econômica, onde as principais instituições financeiras acabam por restringir e a endurecer a concessão de crédito. Segundo (Silva & Saito, 2018), as empresas podem enfrentar menos problemas no futuro nos casos em que levantaram dívida com um único credor. É sabido também, que empresas maiores, podem encontrar maior facilidade para sair de um processo de recuperação judicial, pois possuem uma margem de manobra muito mais abrangente do que as empresas de menor porte, que operam muito próximas aos seus limites e, em grande parte dos casos, não possuem uma gestão adequada. Por exemplo, (Silva, Saito, Manoel & Oreng, 2020), indicam que, possuir maiores propostas de desinvestimentos para financiar suas operações e pagar credores é crucial para que uma empresa supere um período de reorganização. Segundo (Couto, Campos, Castro, Santos, Oliva, & Correa, 2018), as percepções das experiências advindas das trajetórias empreendedoras até o encerramento do negócio são variadas e influenciam diretamente nas tomadas de decisão sobre os rumos profissionais pós-falência, e, dentre os fatores limitantes a uma nova carreira empreendedora, aqueles relacionados aos custos financeiros se destacam.

2.3 Literatura sobre Empreendedorismo e Gênero

Existe um número bastante elevado de pesquisas sobre o empreendedorismo feminino. Ao longo dos últimos anos, temos acompanhado diversas mudanças na sociedade, dentre elas o aumento de mulheres sendo provedoras de lares e ocupando cargos de alta direção nas mais diversas organizações dos mais variados portes. Essa mudança de comportamento é bastante salutar para o desenvolvimento da sociedade como um todo e a busca do equilíbrio entre homens e mulheres precisa ser constante

até que o objetivo seja alcançado. Corroborando essa ideia, (Martins, Crnkovic, Pizzinatto & Maccari, 2010), afirmam que, a crescente participação das mulheres se dá também na área de empreendedorismo, possibilitando, ainda, vislumbrar um futuro em que ambos os gêneros venham a atuar neste contexto em situação de equilíbrio. Deste modo, tem-se como pressuposto, que as mulheres atuantes neste setor reconhecem no empreendedorismo um caminho promissor na busca por crescimento e realização pessoal.

Em muitos casos, as mulheres até fazem parte de alguma empresa da família, mas tem suas atividades relegadas ao ambiente administrativo, com funções um pouco mais burocráticas. Quando estão à frente dos próprios negócios, os desafios se alteram e se tornam muito maiores. Assim, (Silva, Lasso & Mainardes, 2016), concluem que as empreendedoras, no geral, são mulheres experientes, altamente escolarizadas, casadas, começaram sozinhas, encontraram dificuldade na obtenção de financiamento e precisam de maior especialização na parte tecnológica, principalmente. Outros fatores podem motivar a criação de empresas por parte das mulheres, como influência familiar. Além disso, (Machado, St-Cyr, Mione, & Alves, 2002), indicam que, insatisfação salarial em seus atuais empregos, é um fator de suma importância que direciona a mulher ao empreendedorismo. Também nessa linha, (Adams, Barber, & Odean, 2022), exploram como a diferença entre os gêneros em áreas mais quantitativas, como finanças, afeta a carreira das mulheres. O estudo ainda sugere que fatores sociais possuem papel significativo nessa relação e que a identificação e abordagem desses fatores podem ajudar a reduzir a diferença salarial entre os gêneros.

Este estudo pretende analisar também a propensão das mulheres voltarem a empreender quando suas empresas passam por momentos de dificuldade, como uma falência após ter passado por um processo de recuperação judicial. Se as mulheres apresentam uma probabilidade maior ou menor do que os homens a continuarem empreendendo após a falência.

Ainda como forma de reforçar a ideia de pluralidade, ao longo dos últimos anos, tem ganhado cada vez mais atenção e atraído maior interesse o funcionamento dos conselhos das empresas, e, principalmente, se há diversidade de gênero. Dentre as atribuições de um conselho de administração, uma delas é ajudar a empresa a adotar medidas apropriadas para a continuidade das atividades sem que haja problemas.

A definição da melhor estrutura financeira para que a empresa continue na rota do crescimento também é uma decisão que passa pelo crivo dos membros de um conselho. Alguns pesquisadores, como (Garcia & Herrero, 2021), apontam que a composição do conselho é altamente relevante para a estrutura de capital de uma empresa e que um conselho pequeno e independente, com alta proporção de mulheres, reduz a probabilidade de dificuldades financeiras.

3 Descrição dos Dados

A amostra foi coletada no Banco Nacional de Falências e Recuperações Judiciais, hospedado no Tribunal Superior do Trabalho – TST. As informações sobre a situação cadastral dos CNPJs, assim como dos sócios e administradores foram obtidas no site da Receita Federal do Brasil (RFB) e no site ConsultaSocio. Inicialmente foram coletadas as informações sobre a condição atual de cada empresa, ou seja, em qual situação cadastral o CNPJ encontrava-se perante a Receita Federal do Brasil, quais sejam: i) ativa; ii) baixada; iii) inapta; iv) nula e; v) suspensa. Na sequência, a pesquisa teve como foco o porte das empresas constantes na amostra e finalmente, foram obtidas as informações sobre o quadro societário de cada organização. A Tabela 1 apresenta a descrição dos tipos de situação cadastral.

Tabela 1
Tipos de situação cadastral

Situação	Descrição
Ativa	Um CNPJ ativo significa que a empresa está em operação e não consta com nenhuma pendência.
Baixada	Um CNPJ baixado significa que foi solicitado o encerramento das atividades da empresa, seja voluntariamente, por falência ou por omissões fiscais por mais de cinco anos.
Inapta	Um CNPJ inapto indica que foram registradas omissões de procedimentos obrigatórios por parte da empresa em dois anos consecutivos, como deixar de entregar declarações e relatórios obrigatórios.
Nula	Nessa situação, a empresa esteve envolvida em um caso comprovado de fraude, ou de erros e inconsistência na declaração de imposto de renda, entre outros motivos desta natureza.
Suspensa	O cadastro está em análise pela Receita Federal, existem diversos motivos para essa situação, tais como: inconsistência no recolhimento de impostos, falta de declarações obrigatórias etc.

Foram pesquisadas 1814 empresas que entraram com pedido de recuperação judicial, no período compreendido entre 27/06/2005 e 20/08/2020. Para proporcionar uma visualização mais clara sobre a distribuição do quantitativo processual por

período, os processos foram agrupados em períodos quadriennais, conforme ilustrado na Tabela 2.

Tabela 2
Quantidade de processos por período

Período (quadriênio)	Quantidade de Processos RJ
2005 – 2008	53
2009 – 2012	161
2013 – 2016	824
2017 - 2020	776
Total	1814

Das 1814 empresas analisadas, temos 1379 com a situação cadastral constando como ativa, 111 estão na condição baixada, 322 constam com a rubrica inapta, nenhuma com a situação nula e 2 constando na condição de suspensa.

Neste estudo, definiremos porte da empresa como um termo utilizado para identificar o tamanho de uma companhia, tendo como base o seu faturamento ou o número de funcionários que esta possui. Apesar da Lei Complementar nº 123/2006 trazer a definição de algumas atribuições dos portes e em qual deles a empresa pode se encaixar, no Brasil, não há registro da existência de uma legislação que trate especificamente de regras para o porte das empresas, gerando alguns entendimentos divergentes entre os mais variados organismos governamentais.

Para análise da amostra objeto deste trabalho, utilizaremos, conforme consta na Tabela 3, as mesmas classificações quanto ao porte, definidas pela Receita Federal do Brasil, que utilizam o critério de faturamento para poder classificar as empresas.

Tabela 3
Classificação do porte das empresas

Classificação	Faturamento Anual
MEI	Até R\$ 81 mil
Microempresa – ME	> R\$ 81 mil < R\$ 360 mil
Empresa de Pequeno Porte – EPP	>R\$ 360 mil < R\$ 4,8 milhões
Demais	>R\$ 4,8 milhões

A Tabela 4 mostra a situação cadastral de cada empresa objeto da análise, com a separação por seu respectivo porte, seguindo as classificações definidas pela Receita Federal do Brasil. Importante observarmos que, exceção feita à situação cadastral nula, onde nenhuma empresa da amostra se enquadrava, nas outras situações cadastrais (Ativa, Baixada, Inapta e Suspensa), vemos a predominância de

empresas de maior porte, aqui classificadas como Demais, as Microempresas são maioria nas situações cadastrais inapta e suspensa e, por fim, as Empresas de Pequeno Porte prevalecem quando a situação cadastral é ativa ou baixada, esta última, foco deste trabalho, pois é neste grupo que se encontram as empresas que foram à falência.

Tabela 4

Situação cadastral por porte da empresa

Porte	EPP	ME	Demais	Total
Situação Cadastral - Ativa	96	70	1213	1379
Porte	EPP	ME	Demais	Total
Situação Cadastral - Baixada	14	11	86	111
Porte	EPP	ME	Demais	Total
Situação Cadastral - Inapta	55	71	196	322
Porte	EPP	ME	Demais	Total
Situação Cadastral - Suspensa	0	1	1	2
Porte	EPP	ME	Demais	Total
Situação Cadastral - Nula	0	0	0	0
Total Geral	165	153	1496	1814

Veremos agora, na Tabela 5, a distribuição dos sócios/administradores por gênero, as 1814 empresas constantes na base de dados apresentam o total de 3007 sócios/administradores, destes, 505 são do sexo feminino, ou seja, 17% do total e 2502 são do sexo masculino, o equivalente a 83%. Dando continuidade ao corte por gênero, mas desta vez observando apenas as 111 empresas que constam como baixadas em nossa base de dados, isto é, aquelas que foram efetivamente à falência, encontramos o total de 199 sócios/administradores, de modo que 32 são do sexo feminino, ou seja, 16% do total e 167 são do sexo masculino, o equivalente 84%.

Tabela 5

Distribuição dos sócios/administradores por gênero

	Sexo	Total	Total
Qtde Total Sócios / Administradores	Feminino	505	3007
		17%	
	Masculino	2502	
		83%	
	Sexo	Total	Total
Qtde Total Sócios / Administradores - Baixadas	Feminino	32	199
		16%	
	Masculino	167	
		84%	

A Tabela 6 descreve, dentre as empresas que constam com a situação cadastral baixada, de acordo com informações obtidas no site da Receita Federal do Brasil, respeitando a separação por porte de cada uma delas, a quantidade de sócios/administradores que, após decretada a falência de sua companhia, voltou(ram) a empreender, virou colaborador(a) em outra organização ou não foi localizado, que, para entendimento deste estudo, classificaremos como sendo aquele sócio/administrador que não voltou a empreender e também não migrou para outra companhia como colaborador. Este último, trataremos com maior profundidade na seção que descreverá os problemas encontrados quando da seleção da amostra.

As 111 empresas que constam com o CNPJ baixado possuem 199 sócios/administradores, sendo que, 23 destes sócios eram de empresas de pequeno porte – EPP, 18 de empresas classificadas como ME e 158 constavam como sócios de empresas de maior porte, aqui classificadas como demais. Nota-se que, nas empresas de maior porte, há maior incidência de sócios que voltaram a empreender, 81,6%, já entre as MEs e EPPs, este percentual fica muito próximo, 50% e 47,8%, respectivamente. Quando olhamos aqueles que viraram colaboradores(as) em outra empresa, os sócios de MEs, com 5,6% estão bem à frente dos sócios das empresas maiores (demais), com 0,6% e de sócios das EPPs, com 0%. Alguns ex-proprietários não foram localizados, sendo que, 52,2%, 44,4% e 17,7% eram sócios de empresas de pequeno porte, MEs e demais, respectivamente.

Tabela 6
Sócios/administradores que voltaram a empreender após a falência

Porte	Qtde Empresas - Baixadas	Total Sócios / Administradores - Baixadas	Voltou a Empreender	Virou colaborador(a) em outra empresa	Não localizado(a)
EPP	14	23	11	0	12
%			47,8%	0%	52,2%
ME	11	18	9	1	8
%			50,0%	5,6%	44,4%
Demais	86	158	129	1	28
%			81,6%	0,6%	17,7%
Total	111	199	149	2	48
%			75%	1%	24%

A Tabela 7 nos mostra um resumo das tabelas anteriores, mas com uma separação por gênero.

Tabela 7
Resumo por gênero das tabelas anteriores

SEXO	Total Sócios / Adms - Baixadas	Sócio(s)/Administrador(es)) abriu(ram) ou entrou(ram) em uma nova sociedade após a falência	Foi(ram) trabalhar como colaborador(es)) em outra empresa	Voltou a empreende r no mesmo ramo?	(Não localizado novo empreendimento, falecido, possuía outros empreendimen tos anteriores à falência etc.)
M	167	131	2	82	34
%	84%	88%	100%	86%	71%
F	32	18	0	13	14
%	16%	12%	0%	14%	29%
Total	199	149	2	95	48

Por sua vez, a Tabela 8 mostra uma separação por região da quantidade total de empresas constantes na amostra e outra somente com as empresas que foram à falência.

Tabela 8
Separação por região

Região	CO	NE	N	SE	S	Total
Qtde de Empresas - AmostraTotal	22	43	12	1688	49	1814
%	1,2%	2,4%	0,7%	93,1%	2,7%	100,0%
Região	CO	NE	N	SE	S	Total
Qtde de Empresas - Baixadas	2	2	1	86	20	111
%	1,8%	1,8%	0,9%	77,5%	18,0%	100,0%

Os dados descritos na Tabela 9 trazem a representação dos setores em cada região, sendo que a primeira parte mostra os dados referentes à amostra total e a segunda parte se refere às informações sobre as empresas falidas.

Tabela 9
Representação por setor

REGIÃO	COMÉRCIO	INDÚSTRIA	SERVIÇOS	AMOSTRA TOTAL
CENTRO - OESTE	7	6	9	22
NORDESTE	6	8	29	43
NORTE	0	6	6	12
SUDESTE	432	314	942	1688
SUL	5	14	30	49
TOTAL	450	348	1016	1814

REGIÃO	COMÉRCIO	INDÚSTRIA	SERVIÇOS	EMPRESAS BAIXADAS
CENTRO - OESTE	0	1	1	2
NORDESTE	0	1	1	2
NORTE	0	1	0	1
SUDESTE	36	12	38	86
SUL	3	0	17	20
TOTAL	39	15	57	111

Outro ponto importante a ser observado em relação àqueles sócios que voltaram a empreender, é saber se estes optaram por abrir a nova empresa com o mesmo porte da empresa que foi à falência ou com um porte diferente. A Tabela 10 apresenta os resultados comparativos entre os portes das empresas que foram à falência e os portes das novas empresas. Nela, nota-se que, dos 11 sócios de empresas de pequeno porte (EPPs), todos voltaram a empreender em empresas deste mesmo porte. Entre os 9 sócios de microempresas (MEs), 4 voltaram a empreender em empresas de pequeno porte, 4 permaneceram em microempresas e 1 migrou para empresa de grande porte (demais). Já entre os 129 sócios de empresas de grande porte, 49 foram para empresas de pequeno porte, 25 para microempresas e 55 permaneceram em empresas de grande porte. Destarte, os sócios de empresas de pequeno porte são aqueles que mais se mostraram dispostos a dar continuidade ao empreendedorismo em empresa cujo porte é o mesmo que a empresa anterior, pois 100% deles tomaram esta decisão. Por outro lado, entre os sócios das empresas de grande porte (demais), observamos uma permanência menor em empresa de porte semelhante, com apenas 42,6% destes sócios adotando esta opção.

Tabela 10
Comparativo entre os portes das empresas

Porte Empresa que foi à falência	Sócios/Administradores - Baixadas - Voltaram a Empreender	Porte da Nova Empresa		
		EPP	ME	Demais
EPP	11	11 100%	0 0%	0 0%
ME	9	4 44,4%	4 44,4%	1 11,1%
Demais	129	49 38,0%	25 19,4%	55 42,6%
Total	149			

Os sócios/administradores que passaram pelo processo de recuperação judicial, tiveram decretada a falência de suas empresas e posteriormente voltaram a abrir uma nova ou entraram como sócios em outra organização, têm ao menos uma característica em comum, possuem ou já possuíram participação societária em outros CNPJs. Alguns deles possuem uma gama enorme de empresas ligadas aos seus respectivos CPFs, sendo que o empresário que está ligado ao maior número de CNPJs, é ou já foi sócio de 204 empresas e aquele que está ligado ao menor número, é ou já foi sócio de 2 empresas. Fazendo um comparativo da amplitude interquartil, que é uma medida de variabilidade que elimina a influência de valores extremos, percebemos uma dispersão menor entre os sócios de microempresas (MEs), dado que $Q3 = 11$ e $Q1 = 5$, temos uma amplitude interquartil = 6. Este número se mostra mais elevado entre os sócios proprietários de empresas de pequeno porte (EPPs), onde temos $Q3 = 25,5$, $Q1 = 4,5$ e amplitude interquartil = 21. Entre as empresas de grande porte (Demais), pode-se observar uma dispersão muito maior entre a participação destes sócios em outras empresas, pois neste estrato temos $Q3 = 115$ e $Q1 = 32$, logo a amplitude interquartil = 83. As estatísticas descritivas podem ser visualizadas na Figura 3.

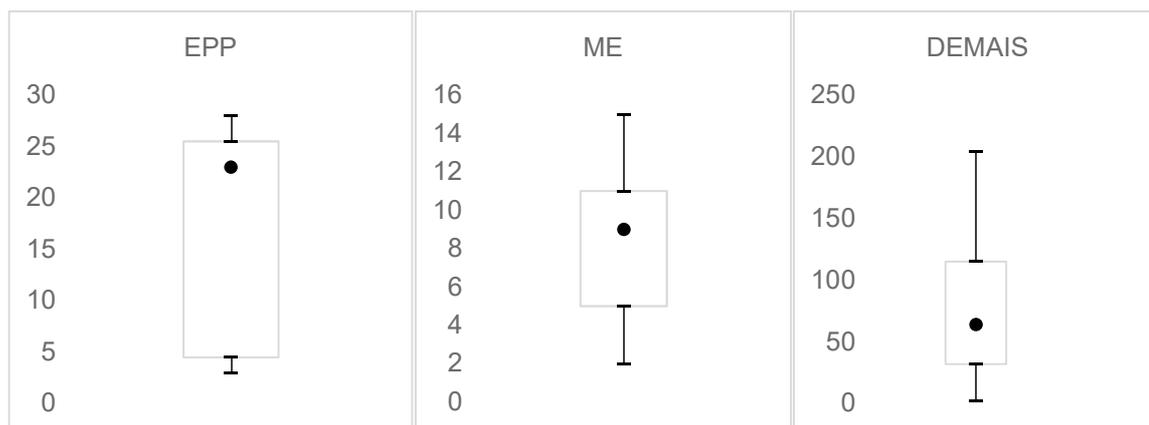


Figura 3. Qtde de CNPJs cujos sócios têm ou tiveram participação.

3.1 Problemas de seleção de amostra

Os dados, como já mencionado, foram coletados no Banco Nacional de Falências e Recuperações Judiciais, hospedado no Tribunal Superior do Trabalho – TST, entretanto as informações sobre, digamos, o destino tomado pelos sócios/administradores após a decretação da falência de sua empresa, foram obtidas através de alguns sites, quais sejam: i) consulta sócio; ii) linkana.com; iii) linkedin; iv) facebook e; v) google. Deste modo, a amostra pode apresentar algum tipo de viés. Como observado na Tabela 6, dentre os sócios não localizados em nossa busca, os de empresas de pequeno porte, com 52,2% e os sócios de MEs, com 44,4% ficam muito à frente, neste quesito, dos sócios/administradores das maiores empresas, aqui classificadas com o porte demais, com 17,7%. Essa situação pode, de certa forma, demonstrar escassez de recursos para criação até mesmo de um site que disponibilize algumas informações ou uma propensão menor dos proprietários de pequenas e médias empresas, de compartilharem suas informações através da internet, tornando-as públicas, o que acarreta uma dificuldade maior em localizar dados e informações referentes a essas empresas do que de empresas maiores, que habitualmente compartilham mais informações. Na maior parte dos casos, empresas de maior porte, além de uma maior inclinação a tornar as informações públicas, possuem uma condição financeira melhor, o que pode permitir até a contratação de terceiros para que fiquem responsáveis por tornar o máximo de informações possíveis acessíveis de maneira online.

Quando observamos as empresas de maior porte, nota-se que há uma grande concentração de SPE (Sociedade de Propósito Específico), que é um modelo de organização empresarial cuja atividade é bastante reduzida, normalmente utilizada

para isolar o risco financeiro da atividade desenvolvida, entretanto, só uma delas consta com o CNPJ na situação baixada, que é o objetivo de análise desse estudo.

Outro ponto que merece ser destacado é que o Estado de São Paulo concentra a maioria dos processos de recuperação judicial das empresas que foram à falência, com 73% dos casos, seguido de longe pelo Paraná com 16% e Espírito Santo com 3%. Os outros Estados (Amazonas, Bahia, Minas Gerais, Mato Grosso do Sul, Pernambuco, Rio Grande do Sul e Santa Catarina) somados, possuem uma menor representatividade, pois reúnem 8% dos casos, como veremos na Figura 4.

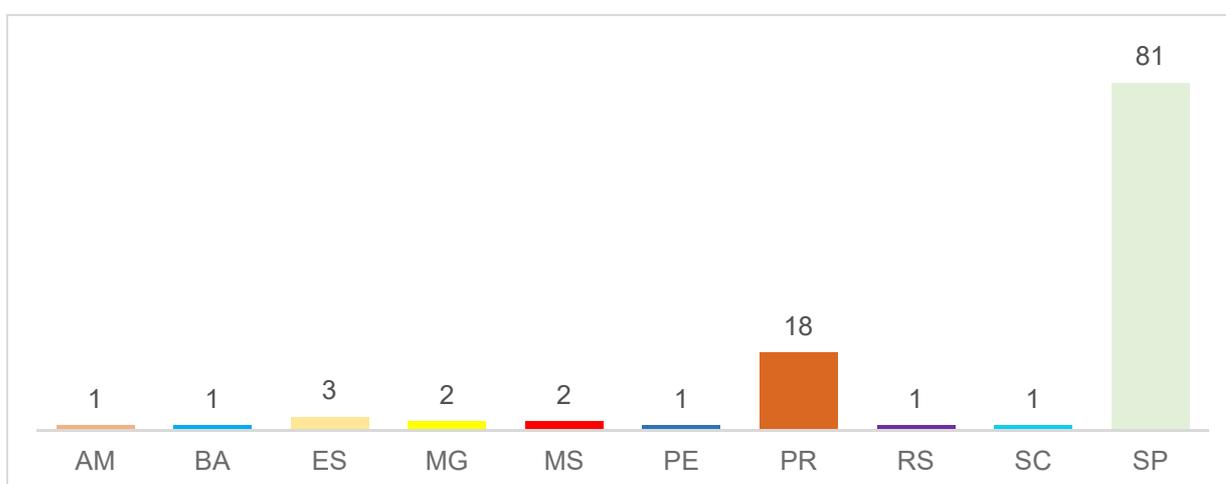


Figura 4. Quantidade de processos de RJ por Estado

4 Estratégia Empírica de Análise

Este estudo tem como objetivo expor e fornecer evidências empíricas, através de análises descritivas e econométricas, com base nos resultados obtidos, a fim de demonstrar as características dos sócios e/ou administradores que voltaram a empreender após ter passado por um processo de recuperação judicial e posterior decretação de falência. Neste ponto, o interesse recai sobre a relação entre o gênero e a probabilidade de voltar ou não a empreender após o advento da falência.

Dentre as técnicas mais comumente utilizadas para a realização de uma regressão quando a variável dependente é binária, destacam-se: i) o Modelo de Probabilidade Linear - MPL; ii) o Modelo Logit e; iii) o Modelo Probit.

No entendimento de Wooldridge (2019, p. 648),

“o MPL é fácil de ser estimado e usado, apesar de algumas desvantagens. As duas desvantagens mais relevantes são que as probabilidades ajustadas podem ser menores que zero e maiores que um e o efeito parcial de qualquer variável explicativa (aparecendo na forma de nível) é constante”.

Normalmente o modelo de probabilidade linear apresenta os melhores resultados com os valores das variáveis independentes que estejam próximos das médias das amostras.

Por outro lado, os modelos Logit e Probit são modelos econométricos não lineares utilizados quando a variável dependente é binária (dummy), isto é, só pode assumir dois valores. Como alternativa às deficiências apresentadas pelo MPL, os modelos logit e probit utilizam uma função que assume apenas valores entre zero e um, sendo que logit assume função logística, enquanto probit assume uma função de distribuição normal. Os modelos logit e probit geralmente oferecem resultados semelhantes, tendo como principal diferença entre eles, o fato de que a distribuição logística apresenta caudas ligeiramente mais gordas. Muitos pesquisadores escolhem o logit em detrimento ao probit devido à sua simplicidade matemática comparativa, portanto será o modelo utilizado neste estudo.

Em uma primeira análise, o modelo busca indicar qual a probabilidade de uma empresa ir ou não à falência, de acordo com o gênero de seus sócios/administradores, estes possuindo ou não outras empresas, porte, setor e região. Uma segunda análise será realizada para determinar a probabilidade de um sócio e/ou administrador que teve decretada a falência de sua empresa de voltar ou não a empreender. Por fim, será analisado se, dentre aqueles que voltaram a empreender, se optaram por continuar no mesmo ramo de atuação ou não.

Para mensurar a acurácia das probabilidades obtidas através das análises 1, 2 e 3, descritas no parágrafo anterior, serão utilizadas as equações abaixo, e os testes serão apresentados na seção de resultados.

Na análise 1, onde $Y = 1$, em caso de falência e $Y = 0$, caso não tenha ido à falência, sendo $n = 1814$ casos. A primeira equação será especificada da seguinte forma:

$$P(Y=1|x) = \beta_0 + \beta_1 * \text{gênero} + \beta_2 * \text{outras_empresas} + \beta_3 * \text{gênero} * \text{outras_empresas} + \text{Porte} + W_{\text{setor}} + T_{\text{tempo}} + R_{\text{região}} + u_i \quad (1)$$

Onde, $P(Y=1|x)$ é uma variável *dummy* que é igual a 1 se a empresa foi à falência e 0 caso não tenha ido à falência. A variável gênero se refere ao sexo dos sócios (M/F). Já a variável outras empresas, define se o sócio possuía outras empresas quando da entrada em RJ, porte é a variável que descreve o tamanho da

empresa em questão, *Wsetor* alude ao ramo de atuação, *Ttempo* é uma variável *dummy* para controlar o período em que ocorreram os eventos e *Rregião* indica em qual região a empresa está localizada (Norte, Nordeste, Sul, Sudeste ou Centro-Oeste).

Partindo para a análise 2, teremos que $Y = 1$ se o sócio voltou a empreender e 0 caso contrário, com $n = 199$ casos. A equação utilizada será:

$$P(Y=1|x) = \beta_0 + \beta_1 * \text{gênero} + \beta_2 * \text{outras_empresas} + \beta_3 * \text{gênero} * \text{outras_empresas} + \text{LN Dívida_Total} + \text{Qtd_credores} + \text{Wsetor} + \text{Ttempo} + \text{Rregião} + u_i \quad (2)$$

$P(Y=1|x)$ é uma variável *dummy* onde 1 indica se voltou a empreender e 0 caso contrário. As duas variáveis explicativas que diferem da equação anterior são: i) LN Dívida_Total, que é o endividamento total da empresa em recuperação judicial e; ii) credores é o número total de credores da empresa.

Na terceira e última análise, $Y = 1$ se voltou a empreender no mesmo setor e $Y = 0$, caso contrário. Para esta análise, $n = 149$ casos. Será utilizada a mesma equação da análise 2, com o diferencial de que, na análise 3, o interesse recai em descobrir se o empreendedor voltou a empreender no mesmo ramo de atuação anterior à falência ou preferiu outro setor. Portanto, a questão central de pesquisa é a seguinte: qual a probabilidade um sócio/administrador de uma empresa que entrou em RJ e faliu, voltar a abrir uma nova companhia após tal acontecimento?

5 Resultados

A apresentação dos resultados será exposta das seguintes formas: i) por meio da exposição de resultados descritivos obtidos através da análise dos sócios. Nela, há a descrição sobre a permanência ou não no mesmo setor dos empreendedores que passaram por um processo de recuperação judicial e posteriormente foram à falência e; ii) por meio de regressões para aferirmos as relações entre ir ou não à falência, voltar ou não a abrir ou entrar em uma nova sociedade, voltar ou não a abrir ou entrar em uma nova sociedade no mesmo setor e as variáveis explicativas apuradas. A Tabela 11 traz uma análise sobre os sócios que voltaram a empreender, separando entre empreender no mesmo setor ou optando por outro. Dos que voltaram a empreender no mesmo ramo de atividade, os sócios das microempresas, com

66,7% e das empresas de maior porte (demais), 65,9% mostram maior disposição em voltar a atuar no mesmo setor do que os proprietários de empresas de pequeno porte, onde apenas 36,4% dos sócios optaram por permanecer na mesma atividade. Nas EPPs, observa-se que, dos 11 sócios que voltaram a empreender, 2 eram do setor de comércio, 1 da indústria e 8 de serviços. Nota-se também que, no setor de comércio, os dois sócios optaram por empreender em áreas distintas da anterior, o da indústria voltou para o mesmo setor e, em serviços, dos 8 sócios de empresas, apenas 3 deles permaneceram na mesma área e os outros 5 preferiram mudar de setor. No conjunto das microempresas, 9 sócios de empresas resolveram voltar a empreender, sendo 6 deles do comércio, 2 da indústria e 1 de serviços. Dos 6 sócios do setor de comércio, 5 voltaram a empreender no mesmo setor, na indústria, dos 2 sócios de empresas deste setor, 1 optou por empreender em outro ramo de atividade e no setor de serviços, o único sócio decidiu abrir a nova empresa em setor diferente daquele no qual atuara antes da falência. Em relação às grandes empresas (demais), nota-se que dos 149 sócios e/ou administradores que voltaram a empreender, 21 atuavam no comércio, 26 na indústria e 82 no setor de serviços, de modo que, dos 21 do setor de comércio, 11 optaram por permanecer no mesmo setor, ao passo que dos 26 que eram do setor de indústria, 15 permaneceram atuando neste setor, enquanto 59 dos 82 empreendedores de serviços decidiram continuar na mesma área de atuação. Nas EPPs e nas empresas de grande porte(demais), o setor de serviços é o que apresenta o maior percentual de sócios que, após a decretação das falências de suas empresas, optaram por voltar a empreender no mesmo setor que atuavam anteriormente, com 37,50% e 71,95%, respectivamente. Nas microempresas, o setor de comércio é o que apresenta o maior percentual de sócios, 83,33%, que fizeram a opção por empreender no mesmo setor. Já em relação aos sócios que abriram ou se associaram a empresas de setor diferente do anterior à falência, nas EPPs e nas grandes empresas(demais), o setor de comércio é aquele que apresenta maior saída de empreendedores, com 100% e 47,62%, respectivamente. Entre as microempresas, o setor de serviços é o que apresenta o maior percentual, com 100%.

Tabela 11

Sócios/administradores que voltaram a empreender no mesmo setor

Porte	Sócios/Administradores - Baixadas - Voltaram a Empreender	Voltou a empreender no mesmo setor	Optou por empreender em outro setor
EPP	11	4	7
%		36,40%	63,60%
ME	9	6	3
%		66,70%	33,30%
Demais	129	85	44
%		65,90%	34,10%
Total	149	95	54
%		63,80%	36,20%
EPP	11	4	7
COMÉRCIO	2	0	2
INDÚSTRIA	1	1	0
SERVIÇOS	8	3	5
ME	9	6	3
COMÉRCIO	6	5	1
INDÚSTRIA	2	1	1
SERVIÇOS	1	0	1
Demais	129	85	44
COMÉRCIO	21	11	10
INDÚSTRIA	26	15	11
SERVIÇOS	82	59	23
Total	149	95	54
%	100%	63,80%	36,20%

Os resultados da estimação do modelo Logit, no qual foram utilizadas as observações 1-3007, encontram-se disponíveis na Tabela 12, que mostra os efeitos de cada variável sobre a probabilidade de uma empresa ir ou não à falência.

Tabela 12

Resultado da estimação Logit (variável dependente: empresa foi à falência=1)

Modelo 1: Logit				Modelo 1A: Logit			
	coeficiente	z	p-valor		coeficiente	z	p-valor
Constante	-1,999330 (0,352887)	- 5,6656	1,46E- 08 ***	Constante	-0,540726 (0,465171)	- 1,1624	0,2451
Genero	-0,021857 (0,325602)	- 0,0671	0,9465	Genero	-0,021857 (0,325602)	- 0,0671	0,9465
Outras_Empresas	-0,347066 (0,370995)	- 0,9355	0,3495	Outras_Empresas	-0,347066 (0,370995)	- 0,9355	0,3495
Tempo	-0,005434 (0,005831)	- 0,9319	0,3514	Tempo	-0,005434 (0,005831)	- 0,9319	0,3514
DPorte_1 Demais	-0,260368 (0,250537)	- 1,0392	0,2987	DPorte_1 Demais	-0,260368 (0,250537)	- 1,0392	0,2987
DPorte_2 ME	-0,361264 (0,336710)	- 1,0729	0,2833	DPorte_2 ME	-0,361264 (0,336710)	- 1,0729	0,2833
DSetor_1 Servicos	-0,099691 (0,188146)	- 0,5299	0,5962	DSetor_1 Servicos	0,301979 (0,202039)	1,4950	0,1350
DSetor_2 Industria	-0,401671 (0,228535)	- 1,7576	0,0788 *	DSetor_3 Comercio	0,401671 (0,228535)	1,7580	0,0788 *
DRegiao_2 Sul	1,860270 (0,269573)	6,9008	5,17E12 ***	DRegiao_1 Sudeste	-1,860270 (0,269573)	- 6,9008	5,17E12 ***
DRegiao_3 Nordeste	0,350171 (0,438333)	0,7989	0,4244	DRegiao_3 Nordeste	-1,510100 (0,496184)	- 3,0430	0,0023 ***
DRegiao_4 Centro-Oeste	-0,309177 (0,731088)	- 0,4229	0,6724	DRegiao_4 Centro-Oeste	-2,169450 (0,771132)	- 2,8130	0,0049 ***
DRegiao_5 Norte	-0,348541 (1,028860)	- 0,3388	0,7348	DRegiao_5 Norte	-2,208810 (1,056530)	- 2,0910	0,0366 **
Gen_Out	0,081794 (0,417560)	0,1959	0,8447	Gen_Out	0,081794 (0,417560)	0,1959	0,8447

Continua

		Conclusão
Pseudo-R ²	29,5%	
LV	-710,985	
Observações	3.007	
Número de casos ' corretamente previstos '	2.808 (93,4%)	

Nota. *** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$. No Modelo 1, as variáveis omitidas foram DPorte_3(EPP), DSetor_3(Comércio) e DRegião_1(Sudeste), ao passo que no Modelo 1A, foram omitidas as variáveis DPorte_3(EPP), DSetor_2(Indústria) e DRegião_2(Sul).

Para cada análise foram utilizados dois modelos, com alterações das variáveis omitidas. Com base nos resultados obtidos por meio da aplicação de um modelo Logit, foi possível identificar, no modelo 1, uma relação negativa entre a variável explicativa DSetor_2 Indústria e a probabilidade de ocorrência do evento de interesse. A análise ainda revelou que a variável DRegião_2 Sul, apresentou um coeficiente positivo, indicando que empresas localizadas na Região Sul estão associadas a um aumento na probabilidade de ocorrência do evento. Ainda analisando a mesma variável dependente, mas desta vez alterando as variáveis omitidas, observamos, no modelo 1A, que os resultados sugerem uma relação positiva do setor de comércio com a probabilidade de ir à falência. Por outro lado, as variáveis DRegião_1 Sudeste, DRegião_3 Nordeste, DRegião_4 Centro-Oeste e DRegião_5 Norte, demonstram uma relação negativa com a probabilidade de ir à falência, indicando que um aumento em sua magnitude está associado a uma diminuição na probabilidade de ocorrência do evento. A eficiência global do modelo ficou acima de 90%, nos dois modelos utilizados, 1 e 1A. O coeficiente de ajustamento, Pseudo-R², indica o quanto as variáveis independentes explicam as variações da variável dependente. O R-quadrado de McFadden observado ficou pouco acima de 29%, lembrando que, conforme (Fernandes, Figueiredo, Rocha, & Nascimento, 2019), quanto mais próximo de 1(100%), maior é a diferença entre o modelo nulo e o modelo proposto pelo pesquisador.

A variável dependente utilizada nesta regressão foi a falência da empresa, sendo atribuído $Y = 1$ em caso de falência e $Y = 0$ caso não tenha ido à falência. Para a variável gênero, foi considerado masculino igual a 1 e feminino igual 0. O mesmo critério foi utilizado para definir/identificar se o sócio e/ou administrador possuía outra empresa quando do advento da falência, ou seja, outras empresas como 1 e 0, caso contrário. Para a variável porte, foram criadas dummies, de modo que, 1 igual a demais, 2 igual a ME e 3 igual a EPP. Para as dummies de setor, foi utilizado 1 para o de serviços, 2 para a indústria e 3 para o comércio. Em relação à variável regiões, Sudeste foi considerado 1, Sul igual a 2, Nordeste igual a 3, Centro-Oeste igual a 4 e Norte igual a 5. Por fim, foi criada uma variável, através da interação entre as variáveis Gênero*Outras_Empresas, dando origem à Gen_Out.

Na hipótese 2, o objetivo é analisar se o sócio voltou a empreender, sendo que para esta análise, temos que $Y = 1$ se voltou a empreender e 0, caso contrário. Foram acrescentadas duas novas variáveis explicativas, quais sejam: i) LN Dívida_Total, que

é o endividamento total da empresa em recuperação judicial e; ii) credores, que é a quantidade total de credores da empresa.

Os resultados obtidos estão na Tabela 13, onde podemos observar, através do modelo 2, que as variáveis que apresentaram resultados significantes estatisticamente foram: LN Dívida Total e DRegião_2 Sul. Os resultados sugerem que essas duas variáveis possuem relação negativa com a probabilidade de voltar a empreender. Prosseguindo com a mesma análise, mas alterando as variáveis omitidas, o modelo 2A nos mostra que LN Dívida Total possui uma relação probabilística negativa para voltar a empreender, sugerindo que, quanto menor o endividamento, maiores são as chances de voltar a empreender. Por sua vez, os resultados da variável DRegião_1 Sudeste são sugestivos para uma relação positiva com a chance de voltar a empreender, ou seja, um aumento em sua magnitude está associado a um aumento na probabilidade de ocorrência do evento objeto desta análise. O R-quadrado de Mc Fadden ficou um pouco acima de 20% e a eficiência global do modelo 2 em 77,9% e do modelo 2A em 76,4%. Para esta análise, a amostra contém 199 observações.

Tabela 13

Resultado da estimação Logit (variável dependente: voltou a empreender=1)

Modelo 2: Logit				Modelo 2A: Logit			
Variável Dependente: Voltou a empreender = 1				Variável Dependente: Voltou a empreender = 1			
	coeficiente	z	p-valor		coeficiente	z	p-valor
Constante	6,499890 (1,871520)	3,4731	0,0005 ***	Constante	4,407490 (2,032230)	2,1690	0,0301 **
Genero	-0,132325 (0,476410)	-0,2778	0,7812	Genero	-0,097581 (0,475794)	-0,2051	0,8375
LN Divida_Total	-0,371806 (0,123245)	-3,0170	0,0026 ***	LN Divida_Total	-0,383680 (0,123342)	-3,1110	0,0019 ***
Qtd_Credores	2,9774E-05 (0,000208)	0,1428	0,8864	Qtd_Credores	7,46E-05 (0,000220)	0,3390	0,7346
Tempo	-0,020525 (0,172724)	-1,1880	0,2347	Tempo	-0,018366 (0,017357)	-1,0580	0,2900
DSetor_1 Servicos	-0,463950 (0,487094)	-0,9525	0,3408	DSetor_2 Industria	-0,135229 (0,555013)	-0,2437	0,8075
DSetor_2 Industria	-0,630170 (0,569561)	-1,1060	0,2685	DSetor_3 Comercio	0,453993 (0,487802)	0,9307	0,3520
DRegiao_2 Sul	-1,562590 (0,815069)	-1,9170	0,0552 *	DRegiao_1 Sudeste	1,753660 (0,807550)	2,1720	0,0299 **
Pseudo-R ²			20,2%	Pseudo-R ²			20,6%
LV			-89,4708	LV			-88,6612
Observações			199	Observações			199
Corretamente Previstos			155 (77,9%)	Corretamente Previstos			152 (76,4%)

Nota. *** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$. No Modelo 2, as variáveis omitidas foram DSetor_3(Comércio) e DRegião_1(Sudeste) e as variáveis Gen_Out, DRegião_3(Nordeste), DRegião_4(Centro-Oeste), DRegião_5(Norte) e Outras_Empresas foram descartadas pelo modelo. No Modelo 2A, foram omitidas as variáveis DSetor_1(Serviços) e DRegião_2(Sul). As variáveis Gen_Out, DRegião_3(Nordeste), DRegião_4(Centro-Oeste), DRegião_5(Norte) e Outras_Empresas foram descartadas pelo modelo.

Para a última análise, que consta na Tabela 14, o interesse é saber, entre os que voltaram a empreender, aqueles que permaneceram no mesmo setor. Para tanto, utilizou-se $Y = 1$ se voltou a empreender no mesmo setor e 0, caso contrário. O R-quadrado de Mc Fadden ficou um pouco abaixo de 30%. A eficiência global do modelo 3 ficou em 76,5% e do modelo 3A em 76,4%. A base amostral contém 149 observações.

Tabela14
Resultado da estimação Logit (variável dependente: voltou a empreender no mesmo setor=1)

Modelo 3: Logit, usando as observações 1-149				Modelo 3A: Logit, usando as observações 1-149			
	coeficiente	z	p-valor		coeficiente	z	p-valor
Constante	-3,921260 (2,415210)	- 1,6236	0,1045	Constante	-6,254610 (2,563760)	2,4400	0,0147 **
Genero	-1,081080 (0,689873)	- 1,5670	0,1171	Genero	-1,017830 (0,694409)	- 1,4460	0,1427
LN Divida_Total	0,443025 (0,150068)	2,9520	0,0032 ***	LN Divida_Total	0,453340 (0,146967)	3,0850	0,002 ***
Qtd_Credores	9,0916E-05 (0,000234)	0,3893	0,6971	Qtd_Credores	5,67E-05 0,000226	0,2505	0,8022
Tempo	-0,078626 (0,022621)	- 3,4760	0,0005 ***	Tempo	-0,078416 (0,022575)	- 3,4740	0,0005 ***
DSetor_1 Servicos	-0,019232 (0,707248)	- 0,0272	0,9783	DSetor_1 Servicos	1,000160 (0,539439)	1,8540	0,0637 *
DSetor_2 Industria	-1,108370 (0,721140)	- 1,5370	0,1243	DSetor_3 Comercio	1,014140 (0,719602)	1,4090	0,1587
DRegiao_2 Sul	-1,142480 (0,676876)	- 1,6880	0,0914 *	DRegiao_1 Sudeste	1,117460 (0,606932)	1,8410	0,0656 *
DRegiao_3 Nordeste	-3,220260 (1,667910)	- 1,9310	0,0535 *	DRegiao_3 Nordeste	-1,972850 (1,688310)	- 1,1690	0,2426
Pseudo-R ²			29,4%	Pseudo-R ²			29,7%
LV			-68,8567	LV			68,5892
Observações			149	Observações			149
Corretamente Previstos			114 (76,5%)	Corretamente Previstos			114 (76,5%)

Nota. *** = $p < 0,01$; ** = $p < 0,05$; * = $p < 0,10$. No Modelo 3, as variáveis omitidas foram DSetor_3(Comércio) e DRegião_1(Sudeste) e as variáveis Gen_Out, DRegião_4(Centro-Oeste), DRegião_5(Norte) e Outras_Empresas foram descartadas pelo modelo. No Modelo 3A, foram omitidas as variáveis DSetor_2(Indústria) e DRegião_2(Sul). As variáveis Gen_Out, DRegião_4(Centro-Oeste), DRegião_5(Norte) e Outras_Empresas foram descartadas pelo modelo.

Os resultados obtidos no modelo 3, sugerem que endividamento mantém uma relação positiva com a probabilidade de voltar a empreender no mesmo setor, enquanto tempo, DRegião_2 Sul e DRegião_3 Nordeste apresentam uma relação negativa com a probabilidade de voltar a empreender no mesmo setor. Por fim, ao analisarmos o modelo 3A, quando houve alteração das variáveis omitidas, LN Dívida

Total apresenta relação positiva com a chance de voltar para o mesmo setor. A mesma relação foi observada para as variáveis explicativas DSetor_1 Serviços e DRegião_1 Sudeste. A variável tempo continua negativamente relacionada com a probabilidade de voltar a empreender no mesmo setor.

6 Conclusão

O presente estudo teve como objetivo verificar a decisão tomada pelos sócios/administradores de empresas, dos mais variados portes e segmentos, que entraram em RJ – Recuperação Judicial, ou seja, se o(s) antigo(s) sócio(s) da(s) empresa(s) em RJ abriu(ram) uma nova empresa após a adesão ao instrumento jurídico, e, caso tenham voltado a empreender, se permaneceram no mesmo setor ou preferiram algum outro, nos casos em que a empresa em RJ foi à falência.

Os resultados mostram que, dos sócios que optaram por abrir uma nova empresa no mesmo ramo de atividade, os de microempresas, com 66,7% mostram maior propensão em voltar a atuar no mesmo setor, seguidos de perto pelos sócios das empresas de maior porte (demais), com 65,9% deles tendo voltado a abrir uma empresa no mesmo setor que o anterior e, finalmente, com apenas 36,4% dos sócios optando por voltar a atuar no mesmo setor, estão os proprietários das EPPs.

Sobre o outro objeto de análise deste estudo, as empresas que foram à falência, os resultados do modelo Logit fornecem evidências empíricas sobre a relação negativa entre o setor de indústria e falência, no caso da análise 1, Tabela 12, ao mesmo tempo em que houve relação positiva entre a região Sul e empresas que foram à falência, indicando maior dificuldade de se empreender nesta região.

Quando analisamos os resultados da regressão logística sobre os sócios que voltaram a empreender, Tabela 13, encontramos relação negativa com LN Dívida Total e com a região Sul, ou seja, quanto maior a dívida da companhia quando do advento da recuperação judicial, menores são as chances de que os sócios voltem a abrir uma nova empresa. Observou-se também que a região Sul é aquela em que os sócios apresentam maior dificuldade em voltar a abrir uma nova sociedade. As demais variáveis foram consideradas estatisticamente não significantes.

Os resultados mostram ainda, conforme Tabela 14, uma relação positiva entre LN Dívida Total e aqueles que optaram por voltar a empreender no mesmo setor, indicando que quanto maior o endividamento, maiores são as chances de que se opte por voltar a atuar no mesmo setor. Ao mesmo tempo, esta última análise indica relação

negativa com tempo, ou seja, quanto mais tempo possui a empresa, menores as possibilidades de que os sócios voltem a empreender no mesmo setor. Os sócios de empresas do Sul e do Nordeste possuem menor propensão a voltarem para o mesmo setor. Essas descobertas contribuem para o entendimento do fenômeno estudado e, espera-se que possam ter implicações importantes para futuras pesquisas. A partir disto, sugere-se para um estudo posterior, como forma de complemento a este artigo e como contribuição à literatura, uma abordagem mais ampla, no sentido de que mais informações a respeito dos sócios possam ser estudadas, tais como: escolaridade, raça, idade e estado civil, por exemplo, e se essas variáveis possuem algum tipo de relação com o destino das empresas.

Referências

- Adams, R.B., Barber, B.M., & Odean, T. (2022). The math gender gap and women's career outcomes. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=2933241>
- Araújo, A., & Funchal, B. (2009). The new Brazilian bankruptcy law. *Brazilian Journal of Political Economy*, 29(3), 191-212. doi: <https://doi.org/10.1590/S0101-31572009000300011>
- Araújo, A., & Lundberg, E. (2005). A nova legislação de falências: Uma avaliação econômica. *Quartier Latin do Brasil* 1, 325-351. Recuperado de <https://www.anpec.org.br/encontro2008/artigos/200807191752040-.pdf>
- Asquith, P., Gertner, R., & Scharfstein, D. (1994). Anatomy of financial distress: An examination of junk-bond issuers. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(3), 625-658. doi: <https://doi.org/10.2307/2118416>
- Barbosa, K., Carraro, A., Ely, R., & Ribeiro, F. (2017). O impacto da nova lei de falências no mercado de crédito brasileiro. *Economia Aplicada*, 21(3), 469-501. doi: <https://doi.org/10.11606/1413-8050/ea114693>
- Bernstein, S., Colonnelli, E., Giroud, X., & Iverson, J.B. (2018). Bankruptcy spillovers. *Journal of Financial Economics*, 133(3), 608-633. doi: 10.1016/j.jfineco.2018.09.010
- Bris, A., Welch, I., & Zhu, N. (2006). The costs of bankruptcy: Chapter 7 liquidation versus chapter 11 reorganization. *The Journal of Finance*, 61(3), 1253-1303. doi: 10.1111/j.15406261200600872
- Carvalho, A. G. (2003). Lei de falência, acesso ao crédito empresarial e taxas de juros no Brasil. *Revista de Economia Política*, 1(97), 131-153. doi: 10.1590/0101351720051219
- Couto, M.H.G., Campos, P.C., Castro, A.C., Santos, R.F., Oliva, F.L., & Correa, H.L. (2018). Experiência de fracasso e rumos profissionais pós-falência: Fatores de

incentivo e bloqueio a uma nova carreira empreendedora. *Revista da Micro e Pequena Empresa*, 2(12), 7-22. doi: <https://doi.org/10.6034/rmpe.v12i2.1099>

Decreto-Lei n. 7.661, de 21 de junho de 1945. Lei de falências. Recuperado de <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1940-1949/decreto-lei-7661-21-junho-1945-449981-publicacaooriginal-36829-pe.html>

Fernandes, A.A.T., Figueiredo, D.B.F., Fº., Rocha, E.C., & Nascimento, W.S. (2019). Introdução intuitiva à regressão logística. *Revista de Sociologia Política*, 28(74), 1-20. doi: 10.1590/1678-987320287406

Funchal, V., & Clóvis, M. (2009). O impacto da nova lei de falências na estrutura de capital das empresas brasileiras. FUCAPE Business School. Recuperado de <https://www.anpec.org.br/encontro2008/artigos/200807191752040-.pdf>

Garcia, C.J., & Herrero, B. (2021). Female directors, capital structure and financial distress. *Journal of Business Research*, 136, 592-601. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.07.061>

Gilson, S.C. (1989). Management turnover and financial distress. *Journal of Financial Economics*, 25(2), 241-262. doi: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90083-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90083-4)

Helwege, J. (1999). How long do junk bonds spends in default? *The Journal of Finance*, 54(1), 341-357. doi: 10.1111/0022108200107

Kadiyala, P. (2011). Impact of bankruptcy law reform on capital markets in Brazil. *Investment Management and Financial Innovations*, 8, 31-41. doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1345076>

Lei de falências. Lei n. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Recuperado de https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/11101.htm

Lev, B. (1974). On the association between operating leverage and risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(4), 627-641. doi: <https://doi.org/10.2307/2329764>

Machado, H.V., St-Cyr, L., Mione, A., & Alves, M.C.M. (2002). O processo de criação de empresas por mulheres. *Revista de Administração de Empresas* 2(2), 2-22. Recuperado de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/30242/o-processo-de-criacao-de-empresas-por-mulheres/i/pt-br>

Martins, C.B., Crnkovic, L.H., Pizzinatto, N.K., & Maccari, E.A. (2010). Empreendedorismo feminino: características e perfil de gestão em pequenas e medias empresas. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 3(2), 288-302. Recuperado de <https://www.redalyc.org/comocitar.oa?id=273420396010>

Pimenta, E.G. (2006). Recuperação judicial de empresas: Caracterização, avanços e limites. *Revista Direito GV*, 2, 151-166. Recuperado de <http://bdjur.stj.jus.br/jspui/handle/2011/99920>

- Platt, H.D., & Platt, M.B. (2002). Predicting corporate financial distress: Reflections on choice-based sample bias. *Journal of Economics and Finance*, 26(2), 184-199. doi: 10.1007/BF02755985
- Serasa Experian. (2023). Demanda das Empresas por Crédito. Recuperado de: <https://www.serasaexperian.com.br/conteudos/indicadores-economicos/>
- Serasa Experian. (2023). Indicador de Falências e Recuperações Judiciais. Recuperado de: <https://www.serasaexperian.com.br/conteudos/indicadores-economicos/>
- Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas. (2020). Sobrevivência das empresas 2020. Brasil: Sebrae. Recuperado de: <https://sebraepr.com.br/comunidade/artigo/sebrae-em-dados-sobrevivencia-de-empresas>
- Silva, M.S., Lasso, S.V., & Mainardes, E.W. (2016). Características do empreendedorismo feminino no Brasil. *Revista Gestão e Desenvolvimento*, 13(2), 150-167. doi: 10.25112/rgd.v13i2370
- Silva, V.A.B., & Saito, R. (2018). Corporate restructuring: Empirical evidence on the approval of the reorganization plan. *RAUSP Management Journal*, 53(1), 49-62. doi: <https://doi.org/10.1016/j.rauspm.2017.12.008>
- Silva, V.A.B., Sampaio, J.O., & Gallucci, H.N. (2018). Pedidos de recuperação judicial no Brasil: Uma explicação com variáveis econômicas. *Revista Brasileira de Finanças*, 16(3), 429-454. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3412573
- Silva, V.A.B., Saito, R., Manoel, P.M., & Orenge, M.A.C. (2020). Determinants of delays in corporate reorganizations. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22(4), 900-916. doi: <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i4.4087>
- Stiglitz, J.E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410. doi: <http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28198106%2971%3A3%3C393%3ACRIMWI%3E2.0.CO%3B2-0>
- Wooldridge, M.J. (2019). *Introdução à econometria: Uma abordagem moderna* (3a ed.). São Paulo: Cengage.