

Determinantes e Efeitos dos Ambientes Macroeconômico e Institucional no Endividamento das Empresas Têxteis dos Principais Países Produtores do Setor

Edgar Pamplona (FURB) - edgarpamplona@hotmail.com

Henrique Corrêa da Cunha (FURB) - henriquecorreadacunha@gmail.com

Tarcísio Pedro da Silva (FURB) - tarcisio@furb.br

Resumo:

Estudos sobre estrutura de capital estão entre os mais importantes dentro das finanças corporativas, sendo essencial sua observância para o conhecimento de características das organizações que atuam em determinado setor e/ou país. Neste sentido, este estudo tem como objetivo verificar os determinantes e os efeitos dos ambientes macroeconômico e institucional no endividamento das empresas têxteis dos principais países produtores do setor. A pesquisa enquadra-se como descritiva, com abordagem quantitativa e procedimento documental. Os dados foram extraídos da base de dados Thomson® e do website do World Bank (Banco Mundial). O lapso temporal de estudo corresponde a 5 anos, sendo de 2009 a 2013 e a amostra é composta por 10 empresas brasileiras, 47 chinesas, 150 indianas e 40 paquistanesas. Os resultados apontam que, no geral, a teoria pecking-order melhor explica a forma de financiamento das indústrias têxteis analisadas. Além disso, em cada país, determinados fatores específicos da firma estudados, sendo rentabilidade, tamanho, tangibilidade, folga financeira, oportunidade de crescimento e risco do negócio, possuem relação com o endividamento das organizações. Por fim, destaca-se que em análise consolidada dos países, infere-se que tanto aspectos ligados ao ambiente macroeconômico bem como institucional, demonstraram-se potencialmente significativos para determinar as diferentes formas de financiamento das organizações atuantes no setor têxtil.

Palavras-chave: *Determinantes da Estrutura de Capital; Ambiente Macroeconômico e Institucional; Empresas Têxteis; Principais Produtores.*

Área temática: *Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões*

Determinantes e Efeitos dos Ambientes Macroeconômico e Institucional no Endividamento das Empresas Têxteis dos Principais Países Produtores do Setor

Resumo:

Estudos sobre estrutura de capital estão entre os mais importantes dentro das finanças corporativas, sendo essencial sua observância para o conhecimento de características das organizações que atuam em determinado setor e/ou país. Neste sentido, este estudo tem como objetivo verificar os determinantes e os efeitos dos ambientes macroeconômico e institucional no endividamento das empresas têxteis dos principais países produtores do setor. A pesquisa enquadra-se como descritiva, com abordagem quantitativa e procedimento documental. Os dados foram extraídos da base de dados *Thomson®* e do *website* do *World Bank* (Banco Mundial). O lapso temporal de estudo corresponde a 5 anos, sendo de 2009 a 2013 e a amostra é composta por 10 empresas brasileiras, 47 chinesas, 150 indianas e 40 paquistanesas. Os resultados apontam que, no geral, a teoria *pecking-order* melhor explica a forma de financiamento das indústrias têxteis analisadas. Além disso, em cada país, determinados fatores específicos da firma estudados, sendo rentabilidade, tamanho, tangibilidade, folga financeira, oportunidade de crescimento e risco do negócio, possuem relação com o endividamento das organizações. Por fim, destaca-se que em análise consolidada dos países, infere-se que tanto aspectos ligados ao ambiente macroeconômico bem como institucional, demonstraram-se potencialmente significativos para determinar as diferentes formas de financiamento das organizações atuantes no setor têxtil.

Palavras-Chave: Determinantes da Estrutura de Capital; Ambiente Macroeconômico e Institucional; Empresas Têxteis; Principais Produtores.

Área Temática: Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio às decisões.

1 Introdução

Em finanças, a captação de recursos e sua composição são considerados fatores da estrutura de capital, tendo-se como trabalhos seminais da área os de Modigliani e Miller (1958; 1963), que destacam que proprietários e gestores de empresas possuem motivos para preferir entre um plano de endividamento ou outro. Neste contexto, emergiu-se no decorrer da história duas teorias principais acerca do tema, sendo a *trade-off* de Modigliani e Miller (1958; 1963) e a *pecking order* de Myers e Majluf (1984).

A teoria *trade-off* de Modigliani e Miller (1958; 1963) parte do entendimento de que elevando-se o nível de endividamento de uma firma, por consequência, aumenta-se o benefício fiscal derivado dos encargos financeiros sobre tal dívida e, assim, tem-se a maximização do valor da firma. Em contrapartida, a teoria *pecking order* de Myers e Majluf (1984), considera que deve-se seguir uma hierarquia/preferência quanto às fontes de recursos, sendo que em primeira instância, deve-se priorizar o financiamento de investimentos com recursos próprios.

Com base nestes entendimentos, inúmeros estudos empíricos passaram a ser desenvolvidos em todo o mundo afim de verificar quais são os determinantes da estrutura de capital das empresas, bem como quais das teorias possuem poder para explicar a forma de financiamento das organizações em diferentes contextos econômicos. Assim, no Brasil, Nakamura et al. (2007) verificaram os determinantes da estrutura de capital das companhias abertas do país. A amostra correspondeu a 91 empresas com análise de 1999 a 2003 por meio de dados em painel. Em consonância com a literatura, testaram inúmeras variáveis, como rentabilidade, tamanho, oportunidade de crescimento, risco do negócio, tangibilidade, entre

outras. Os achados, em suma, apontam consistência com ambas as teorias, *trade-off* e *pecking-order*. Mais especificamente, destacam que o comportamento dos gestores das organizações brasileiras segue a lógica de escolha de flexibilidade e controle (*pecking-order*), porém, com dinâmica de ajuste de grau de endividamento ótimo de curto prazo (*trade-off*).

Ahmed e Hanif (2011) analisaram a validade empírica das duas teorias principais de estrutura de capital, *trade-off* e *pecking-order*, no contexto do Paquistão com amostra de 132 empresas têxteis abrangendo informações do período de 2001 a 2009. Para tanto, fez-se uso da técnica estatística de regressão, com as variáveis independentes rentabilidade, tamanho, tangibilidade e crescimento e, assim, explorando suas relações com o endividamento das organizações da amostra. Os achados apontaram que, tanto a teoria *trade-off* como a teoria *pecking-order* possuem poder para explicar a estrutura de capital das empresas paquistanesas do setor têxtil, contudo, é relevante resaltar que a teoria *pecking-order* demonstrou relação mais forte comparativamente a teoria *trade-off*.

Ademais, destaca-se que existem inúmeros outros aspectos que podem influenciar a estrutura de capital das empresas. Entre estes, está os fatores do ambiente macroeconômico e institucional de um país, que interfere na percepção de risco que a empresa desenvolve referente aos investimentos de médio e longo prazo. Esta percepção de risco, assim, possui o poder de influenciar nas decisões referentes a estrutura de capital das organizações.

Como exemplo, tem-se o estudo de Duan, Chik e Liu (2012) que identificaram que os fatores que podem influenciar na estrutura de capital de uma organização são o custos de financiamento, desempenho da empresa, controle dos recursos humanos, proprietário tomador de decisão, etc. Os autores (2012), mais especificamente, verificaram que estes fatores estão relacionados a estrutura da empresa, além de que, na revisão de estudos empíricos acerca do tema, identificaram que trabalhos não tem considerado fatores macroeconômicos e referentes ao ambiente institucional em que a empresa opera, sendo esta uma lacuna de pesquisa. Assim, destacam que, as decisões acerca da estrutura de capital nas organizações são tomadas considerando de maneira conjunta os fatores internos (estrutura da organização) e os fatores externos (fatores macroeconômicos, qualidade do ambiente institucional do país, etc.).

Brito, Corrar e Batistella (2007) corroboram relatando que variáveis vinculadas ao ambiente econômico e institucional podem influenciar a maneira como as empresas se financiam. Desta forma, o presente estudo tem o seguinte problema de pesquisa: Quais os determinantes e os efeitos dos ambientes macroeconômico e institucional no endividamento das empresas têxteis dos principais países produtores do setor? Com intuito de responder a questão de pesquisa anteriormente formulada, o objetivo deste estudo é verificar os determinantes e os efeitos dos ambientes macroeconômico e institucional no endividamento das empresas têxteis dos principais países produtores do setor.

A pesquisa é justificada pela importância dos estudos acerca do tema que, segundo Brito, Corrar e Batistella (2007), o assunto envolvendo a estrutura de capital é controverso até os dias atuais para a área de finanças. Tal fato é confirmado pelo estudo recente de Silva (2014), destacando que mesmo passados mais de meio século após o trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958), ainda existe amplo debate referente a composição da estrutura de capital das empresas.

Para a pesquisa foram selecionadas empresas têxteis de capital aberto atuantes em quatro dos cinco maiores países produtores do segmento no mundo, mais especificamente, conforme dados do IEMI (Instituto de Estudos e Marketing Industrial) 2010, China, Índia, Paquistão e Brasil, sendo este setor um dos mais dinâmicos na economia (ABIT - Associação Brasileira da Indústria Têxtil e de Confecções, 2013). Os Estados Unidos, que corresponde ao outro país que abrange o *top 5* de produtores têxteis mundiais, foi excluído da pesquisa, por possuir uma economia muito mais desenvolvida que os outros quatro países de estudo, que

são todos países emergentes, passíveis de comparação, principalmente no que concerne a fatores macroeconômicos e institucionais.

Assim, justifica-se que o setor têxtil é relevante tanto para a economia destes países como do mundo e, tais países devem apresentar diferenças em seus ambientes macroeconômicos e institucionais devido a diversidade econômica e cultural existente entre eles, o que proporciona robustez aos fatores a serem analisados da estrutura de capital.

2 Referencial Teórico

Inúmeras pesquisas já foram realizadas acerca dos determinantes da estrutura de capital. Porém, não se tem estudos relacionados com o segmento têxtil de forma consolidada entre os países Brasil, China, Índia e Paquistão, nações essenciais no setor. Para a abordagem teórica, realizou-se a busca do assunto nas bases Jstor, Scielo, Science Direct, Scopus e Willey Online Library, além de revistas especializadas sobre o tema, permitindo assim fundamentar o estudo com trabalhos relevantes publicados em periódicos de alto impacto.

2.1 Estrutura de Capital

No final da década de 1950 e início da década de 1960, os estudos de Modigliani e Miller (1958; 1963) visaram compreender como as empresas devem financiar seus recursos para maximizar valor. Neste sentido, sugeriram que as organizações devem adotar política que priorize o uso de capital de terceiros, uma vez que, a captação de capital junto a estes oferece vantagens fiscais derivadas das taxas pagas sobre tais recursos que, por consequência, torna o custo desta fonte de capital menor. Tal entendimento proporcionou posteriormente as bases da teoria *trade-off*, que preconiza portanto o uso de capitais de terceiros.

Contudo, estudo posterior de Myers (1977) alerta que apesar de haver benefícios fiscais na contração de dívidas junto a terceiros, esta prática também possui desvantagens para as empresas que devem ser consideradas como, por exemplo, o custo de falência advindo da alavancagem. Desta forma, torna-se essencial a tentativa dos gestores de diminuir até certo ponto a dependência de recursos de terceiros que consomem os fluxos de caixa gerados pela organização, buscando um nível de endividamento ótimo (MYERS, 1977; 1984).

Na década de 1980, o estudo de Myers e Majluf (1984) trouxe outro entendimento acerca da estrutura de capital das empresas. Especificamente, sugeriram haver uma hierarquia/preferência quanto a utilização de recursos, onde as empresas devem priorizar num primeiro momento o financiamento através de recursos próprios, posteriormente junto a terceiros e, apenas em últimos casos buscar recursos através da emissão de ações. Tal fato é entendido pela argumentação que é mais caro para a empresa convencer investidores externos a investir na organização, o que eleva o custo destas fontes de financiamento. Em contrapartida, quando utiliza-se capital próprio, o proprietário conhece o negócio e, por isso, entende as razões e necessidades da empresa, o que diminui a burocracia na captação de recursos e reduz o custo. Posteriormente, tais argumentações foram fundamentais para a construção da teoria *pecking-order*.

Neste contexto, percebe-se que as teorias *trade-off* e *pecking order* possuem viéses diferentes, mas estão sustentadas na tentativa de dimensionar a estrutura de capital que maximize o valor das empresas. A partir dessas teorias, inúmeros estudos passaram a ser realizados com o intuito de identificar empiricamente quais são os determinantes da estrutura de capital das empresas em todo o mundo, como o seminal Titman e Wesswls (1988) no contexto norte-americano, além de procurar dimensionar se uma das teorias - *trade-off* e *pecking order* - possui poder para explicar a estrutura de capital das organizações em diferentes contextos econômicos.

No Brasil, os primeiros estudos empíricos acerca do assunto passaram a surgir no início da década de 1990, como o de Nakamura (1992) que verificou os determinantes da

estrutura de capital nas empresas brasileiras. Para tanto, fez uso de 427 empresas de capital aberto e fechado com dados de 1984 a 1989. Os resultados encontrados demonstraram que as empresas em suas decisões de endividamento vislumbram maximizar a riqueza dos acionistas através da opção por fundos de menor custo. Por fim, a pesquisa constatou ainda que o endividamento está relacionado negativamente com a rentabilidade.

Na China, Tong e Green (2004) verificaram a estrutura de endividamento das empresas procurando relacionar com as teorias *trade-off* e *pecking-order*. O estudo concentrou-se em analisar as 50 maiores empresas chinesas listadas na Bolsa do país por estas possuírem informações mais confiáveis, sendo o período de análise os anos de 2001 e 2002. Como achado mais relevante tem-se que existe influência negativa entre alavancagem e rentabilidade. De forma mais ampla, os resultados, quando significativos, apontaram que a teoria *pecking-order* melhor explica a estrutura de capital das empresas estudadas.

Sheikh e Wang (2011) buscaram explorar os fatores que afetam a estrutura de capital das empresas industriais de capital aberto do Paquistão. Para tanto, a amostra correspondeu a 160 empresas listadas na Bolsa de Karachi e fez-se análise dos anos de 2003 a 2007 através de dados em painel. Os achados demonstraram que rentabilidade, liquidez, volatilidade dos resultados e tangibilidade estão negativamente relacionados com o endividamento, enquanto que o tamanho possui influencia positiva com a dívida.

No contexto indiano, Singh e Kumar (2012) testaram empiricamente as duas teorias de estrutura de capital, *trade-off* e *pecking-order*, com intuito de verificar qual delas melhor explica a realidade das empresas na Índia. A pesquisa foi desenvolvida com amostra de 1.448 empresas que atuam em 10 setores, sendo os dados equivalentes aos anos de 1990 a 2007. Os achados apontam que a estrutura de capital das empresas indianas estão mais alinhadas com a teoria *trade-off*, sendo os resultados consistentes inclusive quando analisados por setor.

Correa, Basso e Nakamura (2013) buscaram verificar o nível de endividamento das maiores empresas brasileiras. Para tanto, a amostra foi composta por 389 empresas e a análise foi efetuada através de dados em painel para informações de seis anos. Os resultados demonstram que endividamento e risco são positivamente relacionados, enquanto há relação negativa entre endividamento e rentabilidade e tangibilidade. Quanto as teorias testadas, a *pecking-order* se demonstrou mais consistente para explicar as decisões de estrutura de capital das empresas abertas brasileiras.

Recentemente, Chen, Jiang e Lin (2014) investigaram os determinantes da estrutura de capital das empresas da China através de amostra com 1.481 empresas listadas na Bolsa Chinesa em 2011. O estudo faz uso da estatística descritiva e análise em painel para alcançar os objetivos. Os achados mais relevantes apontam que empresas maiores possuem maior endividamento enquanto empresas rentáveis utilizam mais capital interno como fonte de recursos. Além disso, intangibilidade e risco demonstraram aumentar o endividamento, contudo, a influência destes é baixa na estrutura de capital.

2.2 Ambiente Macroeconômico

Evidências empíricas sugerem que fatores específicos de cada país são relevantes determinantes da estrutura de capital em mercados emergentes. Tais fatores abrangem a infraestrutura institucional, as práticas legais e contábeis, a infraestrutura financeira e, notadamente, o ambiente macroeconômico (TERRA, 2007). Tal entendimento é corroborado por Pozzo (2005), relatando que pesquisas acerca da estrutura de capital das empresas tem incorporado as características macroeconômicas dos países nas análises.

Dentre as variáveis macroeconômicas mais utilizadas na literatura, tem-se o crescimento do PIB, o PIB per capita e a taxa de inflação, verificado em diversos estudos, como, por exemplo, de Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1999), Jong, Kabir e Nguyen (2008), Bastos, Nakamura e Basso (2009) e Martins e Terra (2014).

Pozzo (2005) relata que a volatilidade no ambiente macroeconômico afeta o crescimento de um país, sendo que, em condições desfavoráveis, tem-se a elevação do nível de incerteza, trazendo consigo a dificuldade de estimar, para o devedor, o custo final de um financiamento, o que afeta diretamente o nível de endividamento das empresas.

Neste sentido, estudos empíricos, como de Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1999) tem demonstrado a importância do uso de variáveis macroeconômicas, uma vez que os autores (1999) relatam em sua ampla pesquisa que abrangeu a análise de empresas de 30 países no período longitudinal de 1980 a 1991, que diferenças no PIB per capita entre as nações apresentou potencial para explicar 44% (medido pelo coeficiente do indicador) da variação no financiamento de longo prazo das organizações foco de estudo.

Mais recentemente, a amplitude de estudos que consideram fatores macroeconômicos estendeu-se a analisar especificamente países subdesenvolvidos, mediante a importância que estes vem tendo, atualmente, na economia mundial, que rendeu a diversas nações a condição de países emergentes. Tem-se na literatura uma gama de estudos no contexto da América-Latina, que considera países como Brasil, Chile, México e etc., e que verificaram que variáveis macroeconômicas possuem relação com a estrutura de capital das empresas da região, seja em maior ou menor escala (PAZZO, 2005 BASTOS; NAKAMURA; BASSO, 2009; MARTINS; TERRA, 2014). Assim, com a potencial globalização no mercado mundial, que proporciona a concorrência em grande escala, torna-se essencial o estudo de fatores macroeconômicas que afetam a forma como as empresas se financiam em diferentes localidades que, por consequência, afeta a competitividade das organizações.

2.3 Ambiente Institucional

O ambiente institucional é composto por leis, regras e expectativas que demandam o reposicionamento dos recursos das organizações para atender as necessidades do mercado. Neste sentido, tem-se que a qualidade do ambiente institucional implica na percepção do risco de um investimento.

De forma mais abrangente, a abordagem institucional recomenda que a interação entre as organizações e as instituições determinam a dinâmica das atividades econômicas (NORTH, 2005). Sob esta perspectiva, North (1990) recomenda que as instituições tornam-se estruturas que definem como as transações comerciais devem ocorrer. Estudiosos da abordagem institucional, como DiMaggio e Powell (1983) e North (1990) constatam ainda que o ambiente institucional determina o comportamento dos indivíduos e, conseqüentemente, o funcionamento das decisões nas organizações.

A qualidade do ambiente institucional está fortemente relacionado com a percepção de segurança (ou incerteza) dos investimentos de longo prazo de uma organização em um mercado específico. Regiões com ambientes institucionais voláteis, incertos, geram preocupações referentes as alternativas possíveis para que uma empresa possa explorar as oportunidades de um determinado mercado. Logo, o comprometimento de uma organização com o mercado em recursos específicos com retorno em longo prazo serão mais arriscados em uma região com o ambiente institucional precário.

Assim, Khanna e Palepu (1997) argumentam que em países emergentes existem oportunidades que encorajam investimentos e possibilitam o surgimento de transações comerciais. Contudo, embora nestas regiões seja evidenciado algum suporte institucional para a fomentação das transações comerciais, os autores (1997) revelam que existem inúmeras lacunas institucionais que tornam os investimentos incertos e arriscados. Já em países desenvolvidos, com ambientes institucionais maduros as “regras do jogo” (instituições) são claras e isso torna a percepção referente a investimentos e, conseqüentemente, o comprometimento de longo prazo menos arriscados.

Além disso, relata-se que uma empresa que atua em uma região com um alto nível de incerteza terá mais resistência a comprometer recursos específicos (que não possam ser utilizados para outras finalidades) para atender o mercado. Em um mercado com instituições formais (normas e leis) precárias, Oliver (1992) recomenda que o nível de comprometimento de longo prazo das empresas com o mercado será menor, uma vez que os fatores que viabilizam o investimento hoje podem mudar a qualquer momento.

Para possibilitar a qualificação do ambiente institucional de um país, o banco Mundial (*World Bank*) criou os indicadores de governança mundiais (*World Governance Indicators*). Estes indicadores contemplam os seguintes critérios: percepção da corrupção (*Corruption Perception*); estabilidade política (*Political Stability*); participação e responsabilidade (*Voice and Accountability*); efetividade governamental (*Government Effectiveness*); qualidade das regulamentações (*Regulatory Quality*) e o cumprimento das leis (*Rule of Law*). Segundo o Banco Mundial, os indicadores refletem a qualidade das instituições estabelecidas no país, portanto evidenciam o risco ou a estabilidade do mercado nas nações. Relacionando estes indicadores com a abordagem institucional é possível avaliar que estes estão fortemente relacionados com os pilares normativo, cognitivo e regulatório propostos por Scott (1995).

3 Procedimentos Metodológicos

Afim de verificar os determinantes e os efeitos dos ambientes macroeconômico e institucional no endividamento das empresas têxteis dos principais países produtores do setor, esta pesquisa é caracterizada quanto aos objetivos como descritiva, uma vez que observa variáveis sem manipulá-las. A abordagem do problema é delineada como quantitativa, por fazer uso de técnicas estatísticas. Os procedimentos são de análise documental, uma vez que os dados usados são derivados da base de dados *Thomson®* e de informações divulgadas no *website* do *Worldbank*.

A população do estudo corresponde as empresas têxteis do Brasil, China, Índia e Paquistão, países estes emergentes que estão entre os maiores produtores do setor no mundo. Foram excluídas as empresas que não dispunham de todas as informações necessárias para cálculo das variáveis do estudo, o que resultou em uma amostra final de 10 empresas Brasileiras, 47 empresas Chinesas, 150 empresas Indianas e 40 empresas Paquistanesas. A coleta dos dados abrangeu o período de 2009 a 2013, lapso temporal de 5 anos que usualmente é utilizado por pesquisas desta área de finanças, conforme verifica-se nos estudos de Nakamura *et. al.* (2007), Brito, Corrar e Batistella (2007) e Sheikh e Wang (2011).

Na análise dos dados, inicialmente fez-se o estudo dos países de forma separada, para verificar os determinantes particulares da estrutura de capital de cada um deles. Portanto, nesta etapa inicial tem-se o estudo das variáveis de endividamento (dependentes) com as específicas da firma (independentes). No segundo momento, a análise é realizada com os dados de forma consolidada dos quatro países, com o uso complementar das variáveis macroeconômicas e institucionais (independentes). Assim, apresenta-se a tabela 1 que contém as variáveis da pesquisa.

Tabela 1 – Variáveis dependentes e independentes.

Indicadores	Fórmula	Autores
Variáveis Dependentes - Indicadores de Nível de Endividamento		
ETC	$\frac{(PC + PNC)}{\text{Ativo (contábil)}}$	Nakamura <i>et. al.</i> (2007); Brito, Corrar e Bastitella (2007).
ECPC	$\frac{PC}{\text{Ativo (contábil)}}$	Brito, Corrar e Bastitella (2007); Bastos, Nakamura e Basso (2009).
ELPC	$\frac{PNC}{\text{Ativo (contábil)}}$	Bastos, Nakamura e Basso (2009); Bastos e Nakamura (2009).

Variáveis Independentes - Fatores Específicos das Firmas		
RENT	$\frac{EBIT}{Ativo\ Total}$	Bastos, Nakamura e Basso (2009); Bastos e Nakamura (2009).
TAM	LN Ativo Total	Titman e Wessels (1988).
TANG	$\frac{Ativo\ Imob.\ +Estoque}{Ativo\ Total}$	Bastos, Nakamura e Basso (2009); Bastos e Nakamura (2009).
FFIN	$\frac{AC - Estoque}{PC}$	Campos e Nakamura (2015).
OC	$\frac{(Ativo\ Total\ t - AT\ t - 1)}{Ativo\ Total\ t - 1}$	Titman e Wessels (1988);
RISC	$\frac{(Desvio\ Padrão\ EBIT)}{Ativo\ Total}$	Bastos e Nakamura (2009).
Variáveis Independentes - Fatores Macroeconômicas		
CRES_PIB	Crescimento do PIB entre 2009 e 2013	Bastos, Nakamura e Basso (2009).
PC_PIB	LN (PIB/População Total)	
INFL	Taxa Anual de Inflação	
Variáveis Independentes - Fatores Institucionais		
VOI_ACCT	Indicador Anual de Participação nas Decisões do País	Gungoraydinoglu e Öztekin (2011); Duan, Chik e Liu (2012).
POL_STAB	Indicador Anual de Estabilidade Política do País	
GOV_EFFECT	Indicador Anual de Efetividade do Governo do País	
REG_QUAL	Indicador Anual da Qualidade das Regulamentações do País	
RUL_LAW	Indicador Anual de Cumprimento das Leis do País	
CONT_CPT	Indicador Anual de Controle da Corrupção do País	

ETC – endividamento total a valor contábil; ECPC – endividamento de curto prazo a valor contábil; ELPC – endividamento de longo prazo a valor contábil; RENT – retorno sobre o ativo; TAM – tamanho; TANG – tangibilidade; FFIN = folga financeira; OC – oportunidade de crescimento; RISC – risco do negócio; CRES_PIB - crescimento do PIB; PC_PIB - PIB per capita; INFL - Inflação; VOI_ACCT - participação nas decisões (voz ativa da população); POL_STAB - estabilidade política; GOV_EFFECT - efetividade do governo; REG_QUAL - qualidade das regulamentações; RUL_LAW - cumprimento das leis; CONT_CPT - controle da corrupção.

Fonte: dados da pesquisa.

Cabe resaltar que as variáveis do ambiente institucional de cada um dos países (VOC_ACCT, POL_STAB, GOV_EFFECT, REG_QUAL, RUL_LAW e CONT_CPT) são avaliados utilizando os índices de governança globais (*World Governance Indicators*) publicados anualmente pelo Banco Mundial (*World Bank*) e que avaliam 6 dimensões do ambiente institucional. A qualidade do ambiente institucional é medida em escala com valores entre -2,5 e +2,5, sendo que, os menores valores representam um ambiente institucional precário e os valores maiores um ambiente institucional mais seguro e estável. Os indicadores macroeconômicos (CRES_PIB, PC_PIB e INFL) são extraídos da mesma base de dados, o Banco Mundial (*World Bank*). Por fim, destaca-se que as demais variáveis do estudo, sendo as dependentes e as independentes relacionadas com fatores específicos das empresas, são calculadas através de informações contábeis coletadas da base de dados Thomson®.

Com o uso das variáveis expostas no tabela 1, foi elaborado os modelos de regressão para a análise em painel em duas equações bases, conforme a seguir apresentadas.

$$ETC = \beta_0 + \beta_1 RENT + \beta_2 TAM + \beta_3 TANG + \beta_4 FFIN + \beta_5 OC + \beta_6 RISC + \beta_7 Ano2009 + \beta_8 Ano2010 + \beta_9 Ano2011 + \beta_{10} Ano2012 + \beta_{11} Ano2013 + \varepsilon \quad (1)$$

$$ETC = \beta_0 + \beta_1 RENT + \beta_2 TAM + \beta_3 TANG + \beta_4 FFIN + \beta_5 OC + \beta_6 RISC + \beta_7 CRES_PIB + \beta_8 PC_PIB + \beta_9 INFL + \beta_{10} VOI_ACCT + \beta_{11} POL_STAB + \beta_{12} GOV_EFFECT + \beta_{13} REG_LAW + \beta_{14} RUL_LAW + \beta_{15} CONT_CPT + \beta_{16} Ano2009 + \beta_{17} Ano2010 + \beta_{18} Ano2011 + \beta_{19} Ano2012 + \beta_{20} Ano2013 + \varepsilon \quad (2)$$

De acordo com as equações 1 e 2 acima, o estudo terá ainda os modelos relacionados as variáveis ECPC e ELPC, totalizando assim seis equações que serão utilizadas para verificar os determinantes e os efeitos dos ambientes macroeconômico e institucional no endividamento das empresas têxteis dos principais países produtores do setor. Para tanto, é feito uso de estatística descritiva e regressão com dados em painel pelo *software Stata14*®.

4 Descrição e Análise de Dados

4.1 Determinantes de Estrutura de Capital - Fatores Específicos da Firma

Como análise inicial, apresenta-se a estatística descritiva das variáveis utilizadas no estudo, afim de ter-se um primeiro parâmetro acerca dos dados objetos de estudo. Desta forma, segue tabela 2 para posterior inferências.

Tabela 2 – Estatística Descritiva das Variáveis por País - Brasil, China, Índia e Paquistão

Variáveis	Brasil		China		Índia		Paquistão	
	Média	DP	Média	DP	Média	DP	Média	DP
ETC	0,99	0,65	0,47	0,18	0,72	0,24	0,68	0,27
ECPC	0,53	0,46	0,38	0,17	0,35	0,21	0,42	0,18
ELPC	0,46	0,26	0,09	0,08	0,36	0,24	0,25	0,24
RENT	0,02	0,11	0,04	0,06	0,05	0,08	0,10	0,09
TAM	19,33	0,93	19,52	0,78	17,93	1,32	17,78	1,27
TANG	0,64	0,11	0,53	0,15	0,67	0,17	0,75	0,13
FFIN	0,92	0,89	1,25	1,11	1,13	1,23	0,48	0,32
OC	0,00	0,28	0,12	0,21	-0,01	0,27	0,01	0,24
RISC	0,08	0,08	0,05	0,08	0,05	0,05	0,06	0,04

Fonte: dados da pesquisa.

Na tabela 2, as três primeiras informações apresentadas representam as variáveis dependentes do estudo, sendo portanto as de estrutura de capital. Neste sentido, em análise comparativa dos quatro países estudados, percebe-se que as empresas brasileiras apresentam, em todos os três indicadores, os níveis mais elevados de endividamento. Chama atenção o endividamento total das organizações brasileiras que compõem a amostra de 0,99, ou seja, em média, quase todo o capital utilizado pelas empresas têxteis analisadas do Brasil é derivado de terceiros. Este fato ocorre por haver algumas organizações na amostra que possuem passivo a descoberto (patrimônio líquido negativo), indicando a presença de prejuízos acumulados.

Quando analisado o índice de rentabilidade, nota-se que as empresas brasileiras possuem, em média, os resultados mais baixos, com o maior desvio-padrão, indicando dispersão maior. Traçando um paralelo entre os indicadores de estrutura de capital e rentabilidade, nota-se que a alavancagem, por ser excessiva, pode estar prejudicando ainda mais a *performance* destas organizações.

Estes dados devem ser entendidos por uma série de encadeamentos que vem sistematicamente acontecendo com o setor têxtil brasileiro. Numa perspectiva histórica, Rangel, Silva e Costa (2010) revelam que, ao longo dos anos, o Brasil vem perdendo participação no mercado mundial de produtos têxteis, principalmente devido a queda recorrente de competitividade de sua indústria no setor. Os dados mostram que, por exemplo, no período de 1994 a 2006, as exportações chinesas no setor cresceram 12,37% contra uma modesta taxa de crescimento de 1,68% para a indústria brasileira no mesmo período.

Números mais recentes apontam que o parâmetro continua semelhante. De acordo com dados fornecidos pela CNI - Confederação Nacional da Indústria (2012), verifica-se que em

R ² Overall	-----	-----	-----	-----	-----	-----
Significância modelo	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*
Nº Observações	750	750	750	200	200	200
LM de Breusch-Pagan	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*
F de Chow	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*
Teste Hausman	0,0000*	0,0011*	0,0000*	0,0000*	0,0307**	0,0000*

* Significância ao nível de 1%; ** Significância ao nível de 5%

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme dados da tabela 3, percebe-se que foi operacionalizado três modelos de painel para cada país, sendo o primeiro para o endividamento total, o segundo para o endividamento de curto prazo e, por fim, tem-se o endividamento de longo prazo. O R², que determina o poder explicativo de cada modelo, variou entre o mínimo de 16,40% para o endividamento contábil total da Índia (1c) e máximo de 72,08% para o endividamento total contábil do Brasil (1a).

Numa análise separada dos resultados, nota-se que no Brasil a variável risco do negócio demonstra-se positivamente relacionada com os três níveis de endividamento estudados, com significância estatística ao nível de 5%. Tal fato permite inferir que quanto maior o risco do negócio, maior é o endividamento de empresas têxteis do Brasil. Estes achados são convergentes com o estudo de Brito, Corrar e Batistella (2007), que também encontraram relação positiva entre risco e endividamento em estudo com as maiores empresas brasileiras. Os autores (2007) destacam que o esperado seria que firmas com elevado risco, por apresentarem maior probabilidade de conter fluxos de caixas insuficientes para honrar seus compromissos, apresentassem menor endividamento, contudo, isto não vem ocorrendo no cenário brasileiro, o que pode ser uma prática perigosa e que pode, em casos mais graves, acarretar a falência de determinadas organizações.

Além disso, no Brasil, a variável oportunidade de crescimento demonstra-se significativa estatisticamente com o endividamento total contábil e com o endividamento de curto prazo. Este resultado parece razoável se levado em consideração as dificuldades de competitividade que o setor têxtil brasileiro tem tido, apontando que em períodos ruins, altos investimentos podem ser perigosos, pois acarretam elevado endividamento que podem vir a comprometer a *performance* das empresas se o mercado não reagir. Além disso, a relação encontrada é consistente com o estudo de Nakamura *et al.* (2007), que encontraram relação negativa entre oportunidade de crescimento e endividamento em pesquisa com 91 empresas brasileiras de capital aberto.

Na China, tem-se inicialmente que a variável rentabilidade influencia negativamente o endividamento total contábil das empresas têxteis do país. Tal relação é convergente com o entendimento da teoria *pecking-order*, que preconiza, em primeira ordem, que as empresas devem fazer uso de capital próprio, por entender que a referida fonte de recursos possui menor custo e, assim, seu uso mais intenso proporciona resultados superiores (MYERS; MAJLUF, 1984). Este contexto auferido na indústria têxtil chinesa é convergente com o estudo de Tong e Green (2004), que em sua pesquisa com as 50 maiores empresas de capital aberto Chinesas verificaram que a teoria *pecking-order* melhor explica a forma de financiamento das empresas do país, bem como estudo recente de Chen, Jiang e Lin (2014) que verificaram a mesma relação em robusta amostra de empresas listadas na bolsa da China.

Ainda na China, outras três variáveis apresentaram-se significantes ao nível de 5% com ao menos um dos três níveis de endividamento estudados, sendo o tamanho negativamente relacionado com o endividamento de curto prazo, a folga financeira que influencia negativamente tanto o endividamento total como o de curto prazo e, por fim, o risco do negócio que está negativamente relacionado com o endividamento total e de longo prazo. No geral, nossos achados para as indústrias têxteis chinesas divergem dos resultados encontrados por Chen, Jiang e Lin (2014), que investigaram 1.481 empresas listadas na Bolsa

Chinesa e verificaram haver relação positiva entre tamanho e endividamento, além de que o risco influencia positivamente o endividamento das empresas do país, apesar de haver fraco impacto. Contudo, cabe destacar que nossos achados convergem com os entendimentos teóricos de Brito, Corrar e Batistella (2007), que abordam que empresas menores tendem a se endividar mais no curto prazo comparativamente a empresas maiores, uma vez que tais organizações utilizam com maior intensidade linhas de crédito de curto prazo, assim como o risco do negócio influencia negativamente o endividamento, pois quanto menor o risco, maior passa a ser a capacidade de endividamento, já que a empresa possui determinada estabilidade que proporciona alavancar sua atividade.

No contexto da Índia, por sua vez, percebe-se que a rentabilidade possui relação significativa com os três níveis de endividamento, sendo que está negativamente relacionada com o endividamento total e de longo prazo e positivamente relacionada com o endividamento de curto prazo. Estes achados demonstram que tanto a teoria *trade-off*, que prioriza o uso de capital de terceiros com o intuito de usufruir de benefícios fiscais (MODIGLIANI; MILLER, 1963), como a teoria *pecking-order* que defende inicialmente a utilização de capital gerado internamente para financiar as atividades das organizações (MYERS; MAJLUF, 1984) possuem aporte para explicar como as empresas do setor têxtil da Índia devem definir sua estrutura de capital afim de maximizar os resultados. Singh e Kumar (2012) encontraram em sua pesquisa com 1.448 empresas Indianas que a teoria *trade-off* é a que melhor representa a forma de endividamento das empresas do país, sendo portanto parcialmente convergentes como os achados para indústrias têxteis, que fazem uso de ambas as teorias, *trade-off* e *pecking-order*.

Além disso, ainda na Índia, é possível inferir que o tamanho (negativamente), tangibilidade (negativamente e positivamente), folga financeira (negativamente e positivamente) e oportunidade de crescimento (negativamente e positivamente) possuem influência com ao menos um dos níveis de endividamento estudados. Neste sentido, destaque para a variável tangibilidade, que apresenta os maiores coeficientes e aponta que empresas com maior tangibilidade são mais endividadas no longo prazo, enquanto aquelas que possuem menor tangibilidade, tendem a utilizar mais recursos de curto prazo. Conforme Carvalho, Kayo e Martin (2010), as decisões de investimento de capital, especificamente em recursos tangíveis, visam a geração de fluxos de caixa futuro, onde busca-se tornar o desempenho financeiro da organização sustentável a longo prazo. Logo, é razoável que empresas que investem mais em ativos imobilizados, aumentando sua tangibilidade, tendem a possuir maior endividamento de longo prazo, conforme evidenciado na Índia.

Por fim, quanto as empresas do Paquistão, verifica-se que a rentabilidade influencia negativamente no endividamento total contábil e de curto prazo, fatores estes significativos ao nível de 5%. Assim, é possível inferir que empresas paquistanesas com menor endividamento apresentam maior rentabilidade, corroborando com os pressupostos da teoria *pecking-order*. Estes achados são convergentes com as pesquisas de Ahmed e Hanif (2011) que pesquisaram empresas têxteis paquistanesas e Sheikh e Wang (2011) que analisaram empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Karachi do Paquistão, concluindo que a teoria *pecking-order* melhor explica a forma de financiamento das empresas do país.

Além disso, a tangibilidade, nas empresas têxteis do Paquistão está negativamente relacionada com o endividamento de curto prazo e positivamente relacionada com o endividamento de longo prazo e, a folga financeira possui influência negativa com o endividamento total e de curto prazo e positiva com o endividamento de longo prazo. Neste sentido, destaque ao fato de que empresas com alta folga financeira possuem maior endividamento de longo prazo, o que demonstra-se interessante, pois desta forma as organizações podem alocar, num futuro próximo, recursos em suas atividades para intensificá-las ou, ainda, fazer investimentos em ativos tangíveis, possuindo tempo necessário para que

estes gerem fluxos de caixa futuro para posterior quitação. Quanto a tangibilidade, nossos achados convergem parcialmente com Sheikh e Wang (2011) que inferiam haver relação negativa entre tangibilidade e endividamento em empresas do Paquistão.

4.2 Efeitos dos Ambientes Macroeconômico e Institucional

Além dos fatores específicos da firma que podem determinar a estrutura de capital das organizações em seu ambiente, aspectos macroeconômicos e institucionais também podem influenciar a forma como as empresas financiam suas atividades de acordo com o contexto que estão inseridas. Neste sentido, procurando compreender como as diferenças econômicas e culturais existentes entre os países em estudo interferem na estrutura de capital das empresas têxteis, apresenta-se a tabela 4 a seguir:

Tabela 4 – Determinantes da Estrutura de Capital considerando os Fatores Específicos da Firma e Ambientes Macroeconômicos e Institucionais consolidado do Brasil, China, Índia e Paquistão

Variáveis	Brasil, China, Índia e Paquistão (Consolidado)		
	ETC Efeitos Fixos (1e)	ECPC Efeitos Fixos (2e)	ELPC Efeitos Fixos (3e)
	Coefic.	Coefic.	Coefic.
RENT	-0,4429*	-0,0794	-0,3624*
TAM	-0,1313*	-0,0858*	-0,4445**
TANG	0,2990*	-0,1030**	0,4039*
FFIN	-0,0088**	-0,0645*	0,0557*
OC	0,0010	-0,0168	0,0177
RISC	-0,3282	-2,2310	-0,0907
CRES_PIB	0,0035	0,0052	-0,0014
PC_PIB	0,1609*	0,4480*	-0,2922*
INFL	0,0068*	0,0015	0,0053**
VOI_ACCT	-0,9457*	-1,2344*	0,2989
POL_STAB	-0,0290	0,2005*	-0,2318*
GOV_EFFECT	-0,2060	-0,2821**	0,0704
REG_QUAL	0,2283	0,4193*	-0,1904
RUL_LAW	0,0522	0,2228	-0,1828
CONT_CPT	0,1004	0,4190*	0,5150*
_CONS	1,5536*	-1,3646**	2,9248*
R ² Within	0,2211	0,4807	0,4067
R ² Between	-----	-----	-----
R ² Overall	-----	-----	-----
Significância modelo	0,0000*	0,0000*	0,0000*
Nº Observações	1.235	1.235	1.235
LM de Breusch-Pagan	0,0000*	0,0000*	0,0000*
F de Chow	0,0000*	0,0000*	0,0000*
Teste Hausman	0,0001*	0,0000*	0,0000*

* Significância ao nível de 1%; ** Significância ao nível de 5%

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme tabela 4, a relação negativa entre rentabilidade com os níveis de endividamento total e de longo prazo, cuja significância é de 5%, confirma os achados individuais majoritariamente identificados em cada país, que apontaram a teoria *pecking-order* com maior poder para explicar a forma como as empresas têxteis localizadas nos maiores produtores do setor no mundo devem seguir para maximizar seu desempenho.

Quanto aos fatores institucionais, evidencia-se inicialmente que há relação inversa e estatisticamente significativa entre a efetividade do governo assim como voz ativa da população e a participação no processo decisório com o endividamento de curto prazo a valor contábil. Estes resultados sugerem que quando o governo torna-se mais efetivo e a população

participa de maneira ativa nas decisões do país, o endividamento de curto prazo das empresas torna-se menor. Da mesma maneira, o endividamento total também possui uma relação inversa com a voz ativa da população e a participação no processo decisório.

No que tange aspectos macroeconômicos, os achados evidenciam uma relação positiva importante referente ao PIB per capita e o endividamento de curto prazo e endividamento total. O modelo sugere que países com maior PIB per capita tornam-se mercados atrativos para investimentos, fazendo com que as empresas tenham mais confiança em adquirir endividamento total e principalmente de curto prazo - evidenciado pela magnitude do coeficiente. Estes achados, em conjunto, corroboram com a afirmativa de Brito, Corrar e Batistella (2007), que inferem que fatores ligados aos ambientes econômico e institucional podem impactar a forma como as organizações se financiam.

Além disso, pode-se inferir que o endividamento de longo prazo possui uma relação inversa ao PIB per capita. Neste contexto, considerando o perfil dos países contemplados na amostra, a precariedade institucional destes mercados e as inúmeras lacunas institucionais existentes, tornam os investimentos e comprometimento de longo prazo nestas regiões incertas e arriscadas. Sendo assim, os resultados obtidos com o presente estudo reforçam a argumentação de Oliver (1992) e Khanna e Palepu (1997), uma vez que a instabilidade e a precariedade institucional podem alterar as regras do jogo (Scott, 1995), inviabilizando os investimentos e comprometimentos de longo prazo realizados nestas regiões.

5 Considerações Finais

Este estudo objetivou verificar os determinantes e os efeitos dos ambientes macroeconômico e institucional no endividamento das empresas têxteis dos principais países produtores do setor. Os resultados apontam que as empresas brasileiras possuem, em média, o maior endividamento e a menor rentabilidade, consolidando empiricamente as inferências de Rangel, Silva e Costa (2010) de que a indústria têxtil do Brasil vem perdendo espaço no mercado mundial, principalmente para concorrentes asiáticos. Neste sentido, destaca-se principalmente os bons resultados auferidos por empresas do Paquistão, o forte crescimento das empresas da China e o baixo risco do negócio que empresas da Índia apresentam no setor, fatores estes que demonstram a força de produção da Ásia no segmento têxtil a nível mundial.

Especificamente quanto aos determinantes de estrutura de capital, aponta-se que no Brasil a forma como as empresas se financiam é influenciada pelas variáveis oportunidade de crescimento e risco no negócio, na China tem-se a rentabilidade, tamanho, folga financeira e risco do negócio como determinantes do endividamento, na Índia a estrutura de capital é afetada pela rentabilidade, tamanho, tangibilidade, folga financeira e oportunidade de crescimento e, por fim, no Paquistão os determinantes da estrutura de capital são a rentabilidade, tangibilidade e folga financeira. Além disso, identificou-se que fatores macroeconômicos, como o PIB per capita e a inflação, bem como aspectos institucionais como a voz ativa da população e a participação no processo decisório, estabilidade política, efetividade do governo, qualidade das regulamentações e controle da corrupção no país influenciam na forma como as empresas financiam suas atividades, o que converge com o exposto por Brito, Corrar e Batistella (2007), que alertam para a importância de se considerar o ambiente econômico e institucional em estudos acerca da estrutura de capital.

Em referência a adequação com as duas teorias principais de finanças, *trade-off* e *pecking-order*, majoritariamente a *pecking-order* demonstrou-se superior para adequar a forma de financiamento das indústrias têxteis analisadas. Neste sentido, a tabela 5 a seguir traz um resumo dos achados quanto a aderência às teorias analisadas:

Tabela 5. Síntese dos resultados encontrados no Brasil, China, Índia e Paquistão no que tange a adequação com a teoria *Trade-off* ou *Pecking-order*

Brasil			China			Índia			Paquistão		
RENT	ETC (+)	NS	RENT (-)	ETC (+)	Pck-O	RENT (-)	ETC (+)	Pck-O	RENT (-)	ETC (+)	Pck-O
RENT	ECPC (+)	NS	RENT	ECPC (+)	NS	RENT (+)	ECPC (+)	Trd-O	RENT (-)	ECPC (+)	Pck-O
RENT	ELPC (+)	NS	RENT	ELPC (+)	NS	RENT (-)	ELPC (+)	Pck-O	RENT	ELPC (+)	NS

NS - Não Significativa; Trd-O - *Trade-off*; Pck-O - *Pecking-order*.

Fonte: dados da pesquisa.

Assim sendo, percebe-se que empresas têxteis da China, Índia e Paquistão, principalmente, possuem melhor *performance* quando da utilização de recursos próprios para financiar suas atividades, sendo convergente com os pressupostos sugeridos por Myers e Majluf (1984) com a teoria *pecking-order*, que a utilização de recursos gerados internamente pelas empresas possuem menor custo e, por consequência, proporcionam maior rentabilidade.

Por fim, destaca-se que esta pesquisa contribui para o entendimento de uma das áreas mais importantes em finanças, que é a de estrutura de capital (CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013). Vem a colaborar com as pesquisas em um importante setor mundial, no caso o têxtil, além de contribuir para o conhecimento acerca de quatro países emergentes que, conforme Benachenhou (2013), pouco se conhece ainda sobre tais países, apesar da crescente ocupação na economia mundial que estes vem sistematicamente alcançando.

Como limitação, tem-se principalmente a diferença entre o número de empresas analisadas em cada país, que vai de no mínimo 10 a no máximo 150, no caso do Brasil e Índia, respectivamente. Contudo, como a análise abrange o período de 5 anos, tem-se, no Brasil, 50 observações, passando a ser aceito estatisticamente e, assim, reduzindo os efeitos da referida limitação. Como estudos futuros, recomenda-se a comparação de empresas de outros setores localizadas em países emergentes, pois diante da globalização atual e crescente importância destas nações, torna-se essencial o conhecimento mais profundo de suas particularidades, conhecendo as fragilidades e os potenciais destes países.

Referências

- ABIT. **Indústria Têxtil e de Confeção Brasileira: Cenários, Desafios, Perspectivas e Demandas**. Disponível: < http://www.abit.org.br/conteudo/links/cartilha_rtcc/cartilha.pdf>. Acesso: 26 fev. 2015.
- AHMED, S.; HANIF, M. Determinants of Capital Structure in Textile Sector Pakistan. **Science Series Data Report**, v. 4, n. 2, 2011.
- BANCO MUNDIAL - **World Development Indicators**. Disponível em: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>. Acesso em: 01 jul. 2015.
- BANCO MUNDIAL - **Worldwide Governance Indicators**. Disponível em: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#reports>. Acesso em: 01 jul. 2015.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, 2009.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C. Determinantes da Estrutura de Capital das Companhias Abertas na América Latina: um Estudo Empírico considerando Fatores Macroeconômicos e Institucionais. **Revista de Administração da Mackenzie**, 2009, v. 10, n. 6, 2009.
- BENACHENHOU, A. **Países Emergentes**. Fundação Alexandre de Gusmão. Brasília, 2013.
- BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das Maiores Empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 43, 2007.
- CAMPOS, A. L. S.; NAKAMURA, W. T. Rebalan ceamento da Estrutura de Capital: Endividamento Setorial e Folga Financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, 2015.
- CARVALHO, F. de M.; KAYO, E. K.; MARTIN, D. M. L. Tangibilidade e Intangibilidade na Determinação do Desempenho Persistente de Firms Brasileiras. **R. Adm. Cont. - RAC**, v. 14, 2010.

- CHEN, J.; JIANG, C.; LIN, Y. What Determine Firm's Capital Structure in China? **Managerial Finance**, v. 40, n. 10, p. 1024-1039, 2014.
- CNI. **Indicadores Industriais: um ano perdido para a indústria de transformação**. Disponível em: http://arquivos.portaldaindustria.com.br/app/conteudo_24/2013/02/06/20/20130206100852258662a.pdf. Acesso em: 30 jul. 2015.
- CORREA, C. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. A Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: Análise Empírica das Teorias Pecking Order e Trade-Off, usando Panel Data. **Revista de Administração Mackenzie - RAM**, v. 14, n. 4, 2013.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity. **Journal of Financial Economics**, v. 54, p. 295-336, 1999.
- DIMAGGIO, P. J.; POWELL, W. W. The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. **American Sociological Review**, v. 48, n. 2, 1983.
- DUAN, H.; CHIK, A. R. bin; LIU, C. Institutional Environment and Capital Structure: Evidence from Private Listed Enterprises in China. **International Journal of Finance Research**, v. 3, n. 1, 2012.
- GUNGORAYDINOGLU, A.; ÖZTEKIN, Ö. Firm- and country-level Determinants of corporate leverage: Some New International Evidence. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, p. 1457-74, 2011.
- JONG, A. de; KABIR, R.; NGUYEN, T. T. Capital Structure Around the World: The Roles of Firm- and Country-specific Determinants. **Journal of Banking & Finance**, v. 32, 2008.
- KHANNA, T.; PALEPU, K. Why focused strategies may be wrong for emerging markets. **Harvard Business Review**, v. 75, p. 41-54, 1997.
- MARTINS, H. C.; TERRA, P. R. S. Determinantes Nacionais e Setoriais da Estrutura de Capital na América Latina. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 18, n. 5, 2014.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: correction. **The American Economic Review**, v. 70, n. 3, p. 433-443, 1963.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- MYERS, S. C. Determinants of Corporate Borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 5, 1977.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, p. 187, 1984.
- MYERS, S.C. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.
- NAKAMURA, W. T. **Estrutura de Capital das empresas no Brasil: evidências empíricas**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo, 1992.
- NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D.; CARVALHO FILHO, A. F.; COSTA, A. C. F. da; AMARAL, A. C. do. Determinantes da Estrutura de Capital no Mercado Brasileiro - Análise de Regressão com Painel de Dados no Período 1999-2003. **Revista Contab. e Finanças**, n. 44, 2007.
- NORTH, D. C. Understanding the process of institutional change. **Princeton U. Press**, v. 10, 2005.
- NORTH, D. C. Institutions, institutional change and economic performance. **Cambridge U. P.**, 1990.
- OLIVER, C. The antecedents of deinstitutionalization. **Organization studies**, v. 13, p. 563-588, 1992.
- POZZO, H. D. **Análisis de la Estructura de Capital de las Firms y sus Determinantes en América Latina**. Tesis (Maestría en Economía) - Universidad Nacional de La Plata, 2005.
- RANGEL, A. S.; SILVA, M. M. da; COSTA, B. K. Competitividade da Indústria Têxtil Brasileira. **Revista de Administração e Inovação - RAI**, v. 7, n. 1, p. 151-174, 2010.
- SCOTT, W. Richard. **Institutions and Organizations**. Sage, 1995.
- SHEIKH, N. A.; WANG, Z. Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan. **Managerial Finance**, v. 37, n. 2, p. 117-133, 2011.
- SILVA, E. S. **Estudo da Estrutura de Capital das Principais Economias Emergentes e Desenvolvidas Mediante Cenário de Crise**. Tese (Doutorado em Administração) - PPGA, Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2014.
- SINGH, P.; KUMAR, B. Trade-off Theory vs Pecking Order Theory: Evidence from India. **Journal of Emerging Market Finance**, v. 11, n. 2, p. 145-159, 2012.
- TERRA, P. R. S. Estrutura de Capital e Fatores Macroeconômicos na América Latina. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 42, n. 2, p. 192-204, 2007.
- TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **The J. of Finance**, 1988.
- TONG, G.; GREEN, C.J. Pecking-order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies. **Applied Economics**, v. 37, p. 2179-2189, 2005.