

## ESTUDO COMPARATIVO ENTRE AS EMPRESAS BRASILEIRAS E ESPANHOLAS DO SEGMENTO TÊXTIL POR MEIO DA ESTRUTURA DE CAPITAL E DESEMPENHO FINANCEIRO.

### RESUMO

As empresas brasileiras e espanholas foram afetadas pelo incremento da competitividade proporcionado pela globalização. No setor têxtil, a exigência da globalização para sobrevivência e crescimento das empresas foi a realização de investimentos e reestruturação para incremento em suas atividades objetivando torná-las competitivas. Neste contexto, a estrutura de capital torna-se relevante, referindo-se a como as empresas financiam os seus ativos, utilizando-se de diversas abordagens a fim de explicar as variáveis explicativas da estrutura de capital e da determinação de uma estrutura de capital ótima. As variáveis utilizadas para a análise da estrutura de capital, utilizadas neste trabalho foram as indicadas por Nakamura *et al.* (2007, p. 12) e Valle e Albanez (2009). A amostra é constituída oito empresas brasileiras e de seis empresas espanholas. Os dados foram obtidos na Comissão de Valores Mobiliários de Brasil e Espanha (CVM no Brasil e CNVM na Espanha). O período analisado foi de 2006 a 2010. As ferramentas utilizadas foram: Teste Wilcoxon, Teste Mann Whitney, Regressão e Teste de Kruskal-Wallis. Os resultados são de que apesar da lucratividade das empresas brasileiras apresentarem maior coeficiente de variação do que as empresas espanholas, o que quer dizer maior instabilidade (maiores riscos), estatisticamente não se confirmou diferenças nos indicadores 'ROA', 'ROE' e 'ROAP'.

**Palavras-chave:** Estrutura de capital. Setor têxtil. Indicadores de desempenho. Empresas brasileiras e espanholas.

### 1 INTRODUÇÃO

A competitividade entre organizações foi incrementada pela globalização da economia, ou seja, com as quedas as restrições ao capital internacional e o crescente processo de intensificação das relações de trocas comerciais e de serviços entre os diversos países. Mas, a globalização, para Lamounier e Nogueira (2007) também proporcionou uma expansão nas oportunidades de investimentos.

Assim sendo, existe uma preocupação com a estratégia a ser adotada pelas empresas nesta competição uma vez que o cliente pode adquirir produtos de qualquer país ou empresa independentemente da distância e nacionalidade. Para Porter (1986, pp. 49-50) as estratégias mais específicas são três: (i) liderança no custo total; (ii) diferenciação; e (iii) enfoque. Na liderança em custo é exigido, dentre outros fatores, a construção agressiva de instalações em escala suficiente para influenciar nos custos por meio da economia de escala. No caso da diferenciação, o que exige maiores investimentos em Pesquisas e Desenvolvimento. Por fim, o enfoque, pode ser utilizado, conjuntamente a diferenciação e a liderança em custo. (PORTER, 1986, p. 44).

Desta forma é relevante definir, como afirmam Brito, Corrar e Batistella (2007) se a empresa utilizará capital próprio ou de terceiros para aquisição de ativos, pois, independentemente de sua estratégia, terão financiamentos e custos (investimentos). Assim, é preciso decidir se a empresa optará, para captar recursos financeiros, pelo uso de dívida em lugar de emitir ações, quando seu fluxo de caixa não for suficiente para financiar suas necessidades de dispêndio de capital (MYERS, 1984). Em ambos os casos busca-se a minimizar do custo do capital. (CAVALCANTI; MISUMI; RUDGE, 2009).

Deve-se atentar para o fato de que o nível de endividamento (alavancagem financeira) aceitável em determinado setor ou segmento pode ser altamente arriscado em outro segmento, pelas diferentes características operacionais que cada setor apresenta (GITMAN, 2010, p.

283). Além disso, para Lopes (2002, p. 92) o mercado de capitais brasileiro está focado no patrimônio das empresas e não no resultado das mesmas.

Para Bastos e Nakamura (2009, p. 77) relatam que para Booth *et al.* (2001), as variáveis relevantes que ajudam a explicar a estrutura de capital nos EUA e na Europa são, também, relevantes para as empresas de países em desenvolvimento, apesar da grande diferença de fatores institucionais entre os países em desenvolvimento.

Para Pineda (2010) a estrutura ótima depende da vantagem fiscal que a dívida proporcionar, e da cultura da empresa e sua aversão ao risco. Mascareñas (1993) inclui também a assimetria de informação e custos de transação. Apesar da discussão sobre a melhor fonte de recursos financeiros ter iniciado com o trabalho de Modigliani e Miller (1958), para Terra (2007) e Pineda (2010) ainda é desconhecido sobre como as empresas deveriam escolher entre dívida e capital próprio. Portanto, ainda não há consenso na literatura que trata deste assunto. Cavalcante, Misumi e Rudge (2009, p. 274) afirmam que os maiores riscos derivam do capital próprio. Desta forma, cada empresa tenderá a procurar a combinação de capital que melhor se ajuste aos seus objetivos, de forma que o risco e a lucratividade estejam em equilíbrio.

Diante do exposto, tem-se como questão problema: **Existem diferenças significantes entre a estrutura de capital e o desempenho financeiro de empresas de capital aberto integrantes do segmento alimentício no Brasil e na União Européia?** O objetivo geral é: descrever as diferenças significantes entre a estrutura de capital e o desempenho financeiro de empresas de capital aberto integrantes do segmento alimentício no Brasil e na União Europeia.

A justificativa para a realização deste estudo é: (i) a estrutura de capital é um dos temas centrais em teoria das finanças corporativas; (ii) o segmento alimentício é um segmento cuja participação no Produto Interno Bruto brasileiro (PIB) permanece como uma importante fonte de pesquisas a respeito do desempenho e das condições da economia industrial nacional, particularmente devido as repercussões macroeconômicas a respeito sua reconfiguração de capital ocorrido na última década, em especial no mercado brasileiro; (iii) existe a necessidade de informações para a tomada de decisão de investidores (e gestores), uma vez que os mesmos tem intensificado o processo da diversificação internacional de seus portfólios; (iv) para Modigliani e Miller (1958), para Terra (2007) e Pineda (2010) ainda não há consenso na literatura que trata deste assunto. v) se existe um nível ótimo de endividamento, é relevante identificar os fatores predominantes que explicam a forma como as empresas determinam sua estrutura de capital (NAKAMURA *et al.*, 2007, p. 73).

O trabalho está estruturado da seguinte forma: na seção 2 tem-se a estrutura de capital, onde é tratado o conceito e métricas. Na seção 3 tem-se o segmento alimentício. Na seção 4 os procedimentos metodológicos: dados, variáveis e ferramentas. Na seção 5 está a apresentação e análise dos dados. Na seção 6 está a conclusão do trabalho e por fim as referências.

## **2 ESTRUTURA DE CAPITAL**

As atividades das empresas, relacionadas ao seu ambiente competitivo e estágio do negócio, deve ser financiada com os recursos de que dispõe, e neste momento faz-se necessário a análise de estrutura de capital. Assim, as empresas necessitam de manter programas de investimentos para desenvolver vantagens competitivas para concorrer nos mercados em que atua e/ou novos mercados. Essas vantagens competitivas são citadas por Porter (1984) e por Cavalcanti, Misumi e Rudge (2009, p. 231) como sendo: (i) capacidade de suportar planos de expansão; (ii) divisão do risco do negócio; (iii) aumento no capacidade de endividamento; (iv) maior estabilidade de recursos; (v) fortalecimento da empresa por meio

de novas fontes de obtenção de recursos; (vi) criação de liquidez para o patrimônio dos acionistas; (vii) consolidação da imagem da empresa junto aos segmentos financeiros.

A estrutura de capital refere-se à forma como as empresas utilizam capital próprio e capital de terceiros, com a finalidade de financiar os seus ativos. O capital próprio é formado pelo aporte de capital pelos sócios utilizando-se de varias modalidades, tais quais: (i) subscrito - com valor nominal; (ii) subscritos com prêmios de emissão; e (iii) desembolso: contribuições em ativos ou dinheiro, e que podem ser avaliados economicamente. Já o capital de terceiros de uma entidade pode ser formado por: (i) aportes de capital por parte de investidores ou entidades financeiras; (ii) financiamentos realizados por provedores e credores; e (iii) subvenções governamentais (PEROBELLI; FAMÁ, 2002; BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007).

O custo do capital, de acordo com Frezatti (1997, p. 49) e Perobelli e Famá (2002) é o custo médio ponderado de capital, obtido pela soma ponderada do custo de capital próprio e da taxa de juros do endividamento (no modelo de Modigliani & Miller, igual à taxa livre de risco). Para Frezatti (1997, p. 49) a remuneração do capital próprio, devido ao maior risco, deveria ser maior do que a remuneração de capital de terceiros.

Esse fato é explicado por Gitman (2010, p. 482) conforme segue:

[...]. Os credores exigem retornos menores porque assumem menor risco comparativamente aos demais fornecedores de capital de longo prazo uma vez que: (i) situam-se no posto mais elevado da escala de prioridade em relação aos lucros ou ativos disponíveis para pagamento; (ii) podem exercer pressão legal muito maior sobre a empresa para que honre os seus pagamentos do que os titulares de ações preferenciais ou ordinárias; e (iii) a dedutibilidade fiscal dos pagamentos de juros reduz substancialmente o custo do capital de terceiros para a empresa.

Várias teorias foram elaboradas na tentativa de explicar o que determina a estrutura de capital. Para Perobelli e Famá (2002) duas abordagens polarizam a discussão teórica acerca da relevância da estrutura de capital das empresas: (i) a de Durand (1952; 1959); e (ii) a teoria de Modigliani e Miller (1958; 1959; 1963). Já Nakamura *et al.* (2007, p. 74) e Albanes e Valle (2009) destacam as seguintes teorias predominantes: (i) a de Trade off; (ii) a teoria de *Pecking Order*, sendo que Albanes e Valle ainda incluem a teoria do *Free Cash Flow*. A teoria do *Free Cash Flow* foca em custos de agência (custos relacionados com os conflitos de interesse entre os acionistas e gestores, por exemplo).

Modigliani e Miller (1958; 1959) formularam a proposição de que na ausência de imperfeições do mercado, como tributos, o valor de mercado de uma empresa independe de sua estrutura de capital (Teoria do *Trade off*). Nakamura *et al.* (2007, p. 75) descrevem que por esta teoria, tanto faz estabelecer um nível ótimo de endividamento, pois o que determina o valor da empresa são as decisões relacionadas com os investimentos (ativos). Nesta teoria os autores ainda propuseram a linearidade entre a taxa de retorno e endividamento e chamaram a atenção para a relevância dos impostos nas decisões de estrutura de capital. Desta forma, havendo dedutibilidade dos juros pagos, o valor de mercado de uma empresa cresce à medida que ela se endivida, já que o aumento no endividamento implica aumento do benefício fiscal apurado, e o seu custo de financiamento declina. Portanto, na ausência de custos de falência (menores riscos) e de tributos sobre a renda pessoal, a empresa dever-se-ia financiar totalmente com recursos de terceiros, se isso fosse possível. (NAKAMURA *et al.*, 2007; MARCON *et al.* 2007).

Cassar e Holmes (2003) *apud* Marcon *et al.* (2007) definem custos de falência como: (i) custos diretamente incorridos quando da probabilidade de a empresa faltar com seus

compromissos financeiros; (ii) os custos de liquidação, que representam perdas de valor como resultado de liquidação dos ativos da firma, o que reduz o lucro para os financiadores.

A teoria da Pecking Order, de Myers e Majluf (1984) e de Myers (1984) prescreve que as empresas obedecem a uma ordem hierarquia de financiamento, valorizando flexibilidade e controle, de forma que para obtenção de recursos para financiar seus projetos, recorreriam inicialmente a recursos gerados internamente, depois a emissão de dívida e, finalmente, a emissão de novas ações.

A teoria do *Trade off*, por sua vez, advoga que existe uma estrutura ótima de capital, perseguida pelos administradores, ao decidir entre benefícios da dívida (fiscais (impostos) e disciplinares) e seus custos (de falência, de agência e de flexibilidade). (NAKAMURA *et al.*, 2007; MARCON *et al.* 2007). Cada investidor enfrenta um risco diferenciado e, dessa forma, exige também uma taxa de retorno diferenciada. A taxa de retorno de ambos é, no entanto, igual ao custo de oportunidade de investir recursos escassos em qualquer outra atividade de risco equivalente. Mas, Cavalcante, Misumi e Rudge (2009, p. 274) afirmam que “[...] muitas empresas ignoram quanto de capital real elas utilizam para financiar suas atividades e nem sabem quanto este capital custa”.

Gitman (2010, pp. 485-486) descreve três tipos de risco que são: (i) risco econômico; (ii) risco financeiro; (iii) risco total – somatório dos dois riscos anteriores. O risco econômico refere-se ao fato da empresa não ser capaz de cobrir seus custos operacionais. O risco financeiro refere-se ao fato da empresa ser incapaz de honrar obrigações financeiras. O Risco total é a combinação dos dois riscos citados e determina a probabilidade de falência de uma empresa.

Para Diaz (2009) cada investidor enfrenta um risco diferenciado e, dessa forma, exige também uma taxa de retorno diferenciada. A taxa de retorno de ambos é, no entanto, igual ao custo de oportunidade de investir recursos escassos em qualquer outra atividade de risco equivalente. Mas, Cavalcante, Misumi e Rudge (2009, p. 274) afirmam que “[...] muitas empresas ignoram quanto de capital real elas utilizam para financiar suas atividades e nem sabem quanto este capital custa”. Gitman (2010, pp. 485-486) descreve três tipos de risco que são: (i) risco econômico; (ii) risco financeiro; (iii) risco total – somatório dos dois riscos anteriores. O risco econômico refere-se ao fato da empresa não ser capaz de cobrir seus custos operacionais. O risco financeiro refere-se ao fato da empresa ser incapaz de honrar obrigações financeiras. O Risco total é a combinação dos dois riscos citados e determina a probabilidade de falência de uma empresa.

De acordo com Titman e Grinblatt (2002) *apud* Nakamura *et al.* (2007) as empresas que estão gerando lucros substanciais antes de juros e impostos devem usar um montante significativo de dívidas para obterem as vantagens da dedutibilidade dos juros para fins de imposto de renda. Porém, de acordo com evidências empíricas obtidas por Kester (1986), as empresas mais rentáveis tendem a manter um nível de endividamento mais baixo, resultado esse confirmado por Gaud, Jani, Hoesli e Bender (2005) citador por Nakamura *et al.*(2007).

Famá (1997) *apud* Perobelli e Famá (2002) em trabalho realizado para o mercado brasileiro, mostrou que empresas que apresentam boas oportunidades de crescimento mostram um endividamento significativamente menor do que empresas com poucas oportunidades de crescimento, corroborando a teoria de que o uso de dívidas deva ser privilegiado em empresas maduras. Outros trabalhos citados por Marcon *et al.* (2007) como os de Hovakimian, Opler e Titman (2001), Kayo e Famá (1997), Perobelli e Famá, (2003), “[...] ao analisarem a pecking order, sugerem que empresas mais lucrativas seriam naturalmente menos endividadas, uma vez que elas financiariam seus projetos novos sem tomar empréstimos ou sem emitir novas ações”.

Para Rajan e Zingales (1995) existe uma relação positiva, entre o tamanho da empresa e endividamento uma vez que as empresas maiores tendem a apresentar maior acessibilidade aos recursos financeiros e maior diversificação de seus negócios, o que resulta em menor probabilidade de dificuldades financeiras e reduz os custos de falência e o ônus do endividamento.

As empresas que apresentam menor volatilidade (menores riscos) em seus resultados deveriam ter um incentivo maior ao endividamento, por enfrentarem menores custos de falência e agência e obterem menores taxas nas operações de crédito (TOY *et al.*, 1974; FERRI; JONES, 1979; BRADLEY; JARREL; KIM, 1984; THIES; KLOCK, 1992 STONEHILL *et al.*, 1975 *apud* PEROBELLI; FAMÁ, 2002).

Gitman (2010, p. 485) também faz a afirmação de que empresas com baixo risco econômico tendem a estrutura de capital mais altamente alavancada. Gitman (2010, p. 468) afirma que a “[...] alavancagem resulta do uso de ativos ou fundos a custos fixos para multiplicar os retornos aos proprietários da empresa [...]” e que de modo geral, aumentar a alavancagem resulta em maior retorno e risco e reduzi-la diminui ambos (retorno e risco).

Toy *et al.* (1974), realizaram estudo em que queriam verificar se o crescimento, lucratividade e risco eram determinantes no endividamento de uma empresa. As hipóteses foram: (i) e empresas com alto crescimento de ativos estão mais endividadas; (ii) empresas mais lucrativa estão menos endividadas devido à capacidade que têm de autofinanciamento com os recursos gerados internamente; (iii) empresas com maior risco estão menos endividadas devido ao risco de quebra e aos limites impostos pelas entidades financeiras de crédito. Os resultados encontrados foram que existe uma relação negativa entre rentabilidade e endividamento. Também concluíram que existe uma relação positiva entre o crescimento das empresas e o endividamento - empresas com maior crescimento de ativos estão mais endividadas. A terceira hipótese que estabeleceram de relação negativa entre risco e endividamento não foi confirmada.

Para Ferri e Jones (1979) que analisaram a relação entre a estrutura de capital das empresas do setor industrial concluíram que: (i) a classe industrial está relacionada com a estrutura de capital, mas de uma forma menos direta do que tinha sido visto em estudos anteriores; (ii) a utilização de capital de terceiros está relacionada com o tamanho da empresa; (iii) o risco não está associado com a estrutura de capital; (iv) o desempenho (variação) operacional não influencia na estrutura de capital.

Segundo Nakamura *et al.* (2007) “[...] não existe ainda um modelo definitivo que relacione a estrutura de capital e seus determinantes”. Por exemplo, o estudo realizado por Eid Jr. (1996), Prates e Leal (2005) *apud* Marcon *et al.* (2007), em empresas brasileiras, concluíram que no Brasil, o nível do endividamento é definido a partir do oportunismo, ou seja, os recursos são captados à medida que as oportunidades surgem, ou seja, as empresas estão sempre atentas ao menor custo para financiar suas oportunidades de crescimento.

Outros autores também realizaram estudos para analisar os determinantes da estrutura de capital. Para Marsh (1982) as condições de mercado, os riscos de quebra e a composição dos ativos apresentam relação com o endividamento das empresas. Para Bradley, Gregg e Kim (1984) há uma relação negativa entre o endividamento, o risco e a especificidade de ativos. Titman e Wessels (1988) complementaram estas com relação negativa entre o endividamento e a lucratividade e relação positiva com o tamanho da empresa. Klock e Thies (1992) afirmaram existir uma relação positiva entre a tangibilidade de ativos, o crescimento e o endividamento e confirmaram os achados de Bradley, Gregg e Kim (1984).

Booth *et al.* (2001) *apud* Terra (2007) encontram evidências de que índices de endividamento em países em desenvolvimento são afetados da mesma maneira e pelos mesmos tipos de variáveis significativas em países industriais. Afirmam, ainda, que os arranjos institucionais específicos, como a estrutura do setor financeiro, a tradição do sistema legal e as práticas de contabilidade influenciam na estrutura de capital. Desta forma é possível que ambientes macroeconômicos semelhantes possam levar empresas a adotar semelhantes quocientes de alavancagem.

No Trabalho de Terra (2007) utilizando painel de dados, os resultados encontrados sugerem: (i) que fatores específicos de países, institucionais ou macroeconômicos, embora significativos na explicação da estrutura de capital, não parecem importar decisivamente em tais decisões; (ii) ao contrário de estudos prévios, documentou-se que o poder explicativo de tais fatores é compensado pelos muito mais importantes fatores específicos de empresas; (iii) dada a evidência obtida na análise de dados em painel, ainda há fatores idiossincráticos desconhecidos que parecem ser decisivos na determinação da alavancagem da empresa.

### 3 SETOR TEXTIL

A partir da década de 90, no Brasil, a inflação foi contida. Além deste ponto relevante, foi estabelecida a abertura da economia e o Brasil passou de Estado produtor para Estado regulador. Desta forma, na década de 90, no Brasil, com a abertura do mercado brasileiro houve o incremento na concorrência nacional, proporcionando penalidades para a maioria das empresas brasileiras uma vez que o parque industrial estava sucateado em relação às empresas de outros países mais desenvolvidos. Esse fato ocorreu porque no Brasil, as empresas em vez de investirem em seus negócios aplicavam recursos no mercado financeiro, que devido à inflação e juros altos, proporcionava maiores retornos. (CORREIA, 2001). Com a abertura de mercado, e estabilização da moeda, as empresas foram obrigadas a investirem em seus negócios, para sobreviverem. (SARAIVA; PIMENTA; CORRÊA, 2005).

Mas, para Zdanowicz (1991, p. 104) “[...] quanto mais recursos puder aplicar no sistema operacional de seus negócios, maiores deverão ser as taxas de retorno sobre os investimentos realizados”. Pelo cenário que tínhamos antes da inflação ser contida esta afirmação não era verdadeira, pelo menos na visão de curto prazo.

No novo cenário brasileiro, houve a necessidade das empresas se reestruturarem, melhorando o processo produtivo, modernizando equipamentos, incrementando a qualidade do produto final e reduzindo os custos. Os efeitos no setor foram: (i) a concentração industrial; (ii) a modernização generalizada das empresas para fazer frente aos desafios, com forte investimento em tecnologia. Normalmente os investimentos foram realizados por grandes empresas. (SARAIVA; PIMENTA; CORRÊA, 2005).

Atualmente o Brasil está na lista dos 10 principais mercados mundiais da indústria têxtil e detentor de um dos maiores parques industrial do mundo. É o segundo principal fornecedor de índigo e o terceiro de malha. Está entre os cinco principais países produtores de confecção e é hoje um dos oito grandes mercados de fios, filamentos e tecidos. O Brasil vem alternando o posto de maior produtor de ‘denim’ do mundo com cerca de 25 milhões de metros fabricados por mês. Os fatores principais do mercado de jeans são a inovação e a tecnologia de ponta que permite aos fabricantes conquistar clientela no mercado internacional. (IBIT, 2010).

Mas, o setor têxtil brasileiro, em função da necessidade de alta escala de produção e exigência de altos investimentos, existe uma alta barreira à entrada, uma vez que somente grandes empresas conseguem atuar (FIESP, 2009). Mas, conforme afirma Vasconcelos (1995) citado por Saraiva, Pimenta e Corrêa (2005) ocorreu que, em seu conjunto, a realidade

organizacional brasileira resultou numa convivência entre o moderno e o arcaico, o que, heterogeneamente, configura as características empresariais locais. A heterogeneidade do setor têxtil brasileiro pode ser caracterizada em três dimensões: (i) porte das empresas; (ii) lógica produtiva; e (iii) o nível de modernização.

A realidade organizacional brasileira, do lado arcaico ocorreu devido ao fato citado por Correia (2001) de que o último grande surto de investimentos no ramo têxtil brasileiro ocorreu no final dos anos 1970. Assim, para a autora, com a ausência de modernização, essa indústria se apresentava no início da década de 1990 com elevado grau de obsolescência em todos os seus segmentos produtivos. A redução de alíquota de importação, porém, de um lado favoreceu a atualização tecnológica e a redução dos custos de partes e componentes. Mas, expôs o setor, repentinamente, à concorrência internacional (FERRAZ; KUPFER; HAGUENAUER, 1995 *apud* CORREIA, 2001).

Correia (2001) chegou à conclusão que as empresas do setor têxtil, de capital aberto, analisadas apresentaram “[...] panorama de liquidez favorável, tendendo a melhorar [...]. Isso pode ser confirmado pela caracterização da posição financeira das empresas do segmento, a qual passou de estrutura insatisfatória para estrutura sólida”. Constatou-se, ainda, que a situação financeira do setor têxtil brasileiro apresentou-se satisfatória após o desafio imposto pelo processo de abertura comercial no início dos anos 1990.

Na Espanha a indústria têxtil espanhola sofreu uma grande mudança em 1959 com o Plano de Estabilização Econômica, o plano levou à liberalização das importações e resultou em aumento dos negócios. Na década de 80 as empresas passam a combinar produção e distribuição. Em 1986, a Espanha aderiu à Comunidade Econômica Europeia (CEE). O setor têxtil tem um lugar importante na indústria espanhola, representando 7% do emprego industrial. Ele está em quinto lugar, atrás de Alemanha, Itália, Reino Unido e França. Há uma forte concentração de fios e tecidos, na Catalunha e Valência.

Como resultado da crise econômica sustentada em 2009, as importações de têxteis da Europa caíram cerca de 4% e 20% o aumento das importações de países asiáticos, onde a China tem controle de 40% da produção devido à mão de obra barata, o investimento pesado na produção e que tem como alvo o mercado externo. A Espanha tem uma forte relação com a Turquia, Marrocos e Tunísia. Espanha fez as exportações de têxteis para esses países e, quando acabados, são importados para Espanha (utiliza-se de serviços destes países devido ao menor custo) e a qualidade dos produtos e a logística são de boa qualidade. Com a globalização aumentou a concorrência entre as empresas, os custos aumentaram em 3%, o que levou a uma redução nas das margens operacionais e menor rentabilidade, portanto, a uma reduzida capacidade de investir. (CITYC, 2010).

#### **4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

Este trabalho é realizado com base nos dados obtidos na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) relativos às companhias de capital aberto, listadas no BMF&Bovespa, que operam no segmento de Fios e tecidos. Na Comissão de Valores Mobiliários estão registradas 18 empresas do segmento de fios e tecidos. Neste trabalho foram selecionadas, aleatoriamente, 10 destas empresas. O período considerado foi o de 2006 a 2010, portanto, uma janela de tempo contendo os últimos 5 (cinco) anos. Já as informações sobre as empresas espanholas foram obtidas na *Comisión Nacional del Mercado de Valores* y del listado de empresas de *la Bolsa de Madrid* (CNMV) - haviam seis empresas listadas e todas foram selecionadas; portanto, neste caso utilizou-se a população.

Para a comparação foi feito a conversão de Euro para Real, utilizando-se valores contidos no Banco Central do Brasil para o dia 31 de dezembro de cada ano. Os testes

utilizados foram: (i) Mann-whitney; e (ii) Kruskal Wallis; (iii) Regressão Múltipla. Para Cooper e Schindler (2011, pp. 660-663) “[...] os testes não paramétricos apresentam uma excelente eficiência [...]”. O Teste Mann-Whitney é usado em testes com duas amostras independentes, sendo uma alternativa para o teste-*t* sem as suposições de limitações deste último. O Teste de *Kruskal-Wallis* é utilizado, preferencialmente, quando as *k* amostras não provêm de populações normais, ou quando as variâncias são muito heterogêneas, uma vez que a ANOVA é afetada pela não normalidade dos dados (simetria e curtose) e pelo tamanho da amostra. As variáveis utilizadas foram selecionadas a partir das variáveis descritas por Nakamura *et al.* (2007, p. 12) e Valle e Albanez (2009), descritas no Quadro 5, abaixo.

**Quadro 1 – Variáveis utilizadas no trabalho.**

Variável	Conceito	Definido operacionalmente por
Resultado do Exercício = Lucro Líquido ou Prejuízo no Exercício	Beneficio del ejercicio después de intereses e impuestos. Corresponde ao total de receitas obtidas subtraídas destas todos os custos e despesas incorridas no período (exercício social).	Obtido diretamente na Demonstração do Resultado do Exercício. O resultado pode ser positivo (Lucro) ou negativo (Prejuízo)
Patrimônio Líquido	Los recursos que realmente posee la empresa para financiar su actividad.	Valor residual na subtração do Ativo Total (-) Passivo Exigível Total.
Ativo Total	Bienes, derechos y otros recursos controlados económicamente por la empresa, resultantes de sucesos pasados de los que se espera obtener beneficios o rendimientos económicos en el futuro.	Somatório de Ativo Circulante e Ativo Não Circulante
Passivo Total	Deudas o compromisos que ha adquirido la empresa con terceros en el desarrollo de su actividad.	Somatório de Passivo Circulante e Passivo Não Circulante
ROE Retorno sobre o capital próprio	Mede o retorno obtido sobre os investimentos dos acionistas ordinários da empresa (GITMAN, 2010)	$ROE = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
ROA Retorno sobre Ativo Total	Mede a eficácia geral da administração na geração de lucros a partir dos ativos disponíveis (GITMAN, 2010)	$ROA = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo Total}}$
Endividamento Índice de Endividamento geral	Mide la relación existente entre los fondos propios de una empresa y las deudas que mantiene tanto a largo como a corto plazo. Con este ratio podemos ver el grado de dependencia con la financiación externa.	$End. = \frac{\text{Passivo Exigível Total}}{\text{Ativo Total}}$
ROAOP	Es el lucro relativo después de los gastos operacionales	$ROAOP = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total}}$

Fonte: os autores.

## 5 APRESENTAÇÃO DOS DADOS, RESULTADOS E DISCUSSÃO

Na Tabela 1, abaixo, estão os resultados do Teste Wilcoxon. O objetivo foi o de verificar o comportamento do ROA no período de 2006 a 2010.

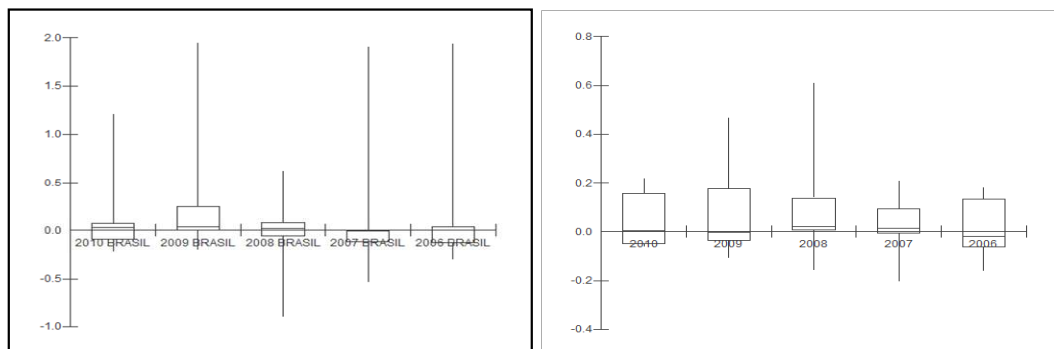


**Tabela 1 – Teste de Wilcoxon para o ROA das empresas brasileiras e espanholas**

Empresas brasileiras				
Variáveis	2006 - 2010	2006 - 2009	2006- 2008	2006- 2007
T =	17	12	27	15
Número de pares =	10	10	10	10
Z =	1.0703	1.6309	0.051	1.2741
p-valor (unilateral) =	0.1423	0.0515	0.4797	0.1013
p-valor (bilateral) =	0.2845	0.1029	0.9594	0.2026
Empresas Espanholas				
Variáveis	2006 - 2010	2006 - 2009	2006- 2008	2006- 2007
T =	7	5	7	8
Número de pares =	6	6	5	6
Z =	0.8386	1.1531	0.1348	0.5241
p-valor (unilateral) =	0.2008	0.1244	0.4464	0.3001
p-valor (bilateral) =	0.4017	0.2489	0.8927	0.6002

Fonte: os autores. Período de 2006 a 2010.

Os resultados acima permitem inferir que não houve diferenças significantes no ROA no período analisado para as empresas espanholas. Para as empresas brasileiras a diferença no ROA ocorreu no período entre 2006 e 2009 (unilateral), o que pode ser visualizado no gráfico abaixo.



**Gráfico 1a - ROA das empresas brasileiras. Gráfico 1b - ROA das empresas espanholas.**

Fonte: os autores. O gráfico refere-se à Mediana e Quartis.

No Gráfico 1a e 1b, em relação aos dados amostrais, é visualizado que as empresas espanholas apresentam melhor 'ROA' do que as empresas brasileiras. As empresas brasileiras apresentaram os melhores ROA somente em 2009. Entretanto, destaca-se que Mediana está próximo de zero, tanto para a amostra brasileira como para a amostra espanhola, o que confirma os resultados obtidos na Tabela 1.

Na Tabela 2, abaixo estão os resultados relativos ao de Lucro Líquido das empresas brasileiras e espanholas.

Tabela 2 – Estatística descritiva da variável ‘Resultados Líquidos’

Resultados	Resultados Empresas Brasileiras por ano					Resultados Empresas Espanholas por ano				
	2010	2009	2008	2007	2006	2010	2009	2008	2007	2006
Tamanho da amostra =	10.00000	10.00000	10.00000	10.00000	10.00000	6.00000	6.00000	6.00000	6.00000	6.00000
Mínimo	-60.00000	-754.00000	-194.00000	-185.00000	-27.00000	-17.00000	-19.00000	-59.00000	-30.00000	-22.00000
Máximo	69.00000	58.00000	32.00000	793.00000	69.00000	16.00000	873.00000	750.00000	699.00000	558.00000
Amplitude Total	129.00000	812.00000	226.00000	978.00000	96.00000	33.00000	892.00000	809.00000	729.00000	580.00000
Mediana	4.00000	3.00000	6.50000	-19.00000	1.00000	-1.50000	-3.00000	31.50000	12.00000	10.00000
Primeiro Quartil (25%)	-16.25000	-20.50000	-17.25000	-51.50000	-18.25000	-10.00000	-7.75000	1.75000	0.00000	-15.75000
Terceiro Quartil (75%)	13.50000	14.50000	21.25000	2.75000	23.75000	1.75000	25.75000	527.00000	466.50000	330.50000
Desvio Interquartilico	29.75000	35.00000	38.50000	54.25000	42.00000	11.75000	33.50000	525.25000	466.50000	346.25000
Média Aritmética	1.80000	-70.70000	-14.70000	36.80000	7.00000	-2.33330	145.66670	239.66670	217.83330	161.50000
Variância	1,150.40000	58,305.56670	4,378.90000	75,586.93330	1,023.55560	135.46670	127,289.46670	138,265.46670	116,693.76670	68,610.30000
Desvio Padrão	33.91750	241.46550	66.17330	274.93080	31.99310	11.63900	356.77650	371.84060	341.60470	261.93570
Erro Padrão	10.72570	76.35810	20.92580	86.94070	10.11710	4.75160	145.65340	151.80330	139.45950	106.93480
Coefficiente de Variação	18.84310	-3.41540	-4.50160	7.51180	4.57040	-4.98810	2.44930	1.55150	1.56820	1.62190
Assimetria (g1)	0.15540	-3.09450	-2.63640	2.76190	0.94470	0.42190	2.43560	0.93840	0.98440	1.04970
Curiose (g2)	1.61380	9.69040	7.54750	8.31390	-0.10810	0.17580	5.94550	-1.78980	-1.71710	-1.28490
Média Harmônica =	5.61550	6.80590	30.92410	-50.30000	-55.34490	5.12670	8.44990	4.78930	-9.24040	-27.00460
Relação Retorno Risco	0.05307	-0.29280	-0.22214	0.13312	0.21880	-0.20047	0.40829	0.64454	0.63768	0.61656

Fonte: os autores. Período: 2006 a 2010.

Na tabela 2, acima, destaca-se, entre outras informações, que o coeficiente de variação (neste caso representa o risco), que mede a relação entre o desvio padrão e a média amostral, no Brasil, apresenta-se maior do que o das empresas espanholas, ou seja, existe uma maior dispersão nos resultados das empresas brasileiras – o que se resume em maiores riscos. Quando as amostras apresentam médias e desvios, amplamente diferentes, é recomendado, por Levine, Berenson e Sthephan (2000, p. 688) a utilização da Relação Retorno Risco (RRR) que representa o Valor Monetário Esperado em relação ao risco. No caso da Tabela 2 o achado é que as empresas espanholas apresentam uma maior Relação Retorno Risco em relação às empresas brasileiras.

Mas, a Relação Retorno Risco (RRR) no setor têxtil nestes dois países ainda não consegue competir no mercado local/internacional em um volume suficiente para incrementar seus resultados uma vez que o resultado da relação RRR é, na realidade, de inexistência de retorno. No caso brasileiro pode ser que esteja ocorrendo o fato citado por Lopes (2002): (i) o patrimônio tenha mais relevância para o mercado do que os resultados contábeis; ou citado por Pereira (1990) *apud* Lopes (2002, p, 75): (ii) para a vasta maioria das empresas, as demonstrações contábeis não correspondem à realidade econômica de suas operações.

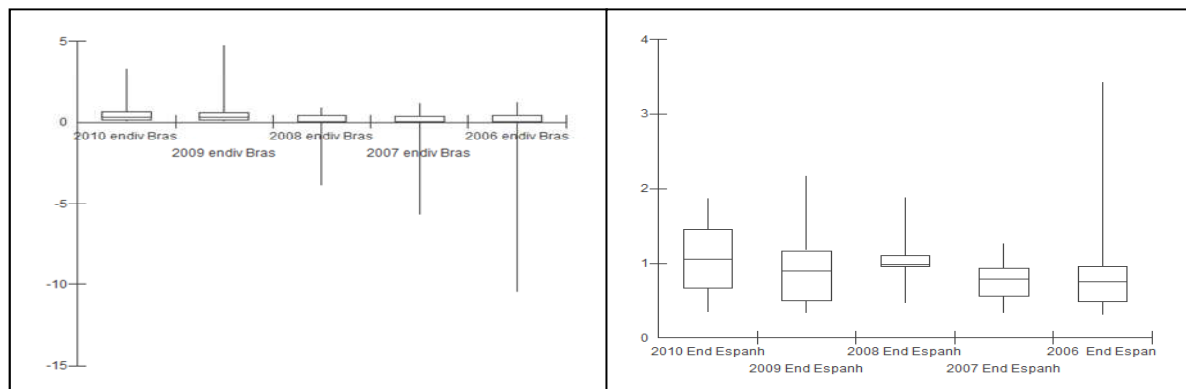
Mas, diante dos resultados, não se pode afirmar que as empresas brasileiras estejam com uma situação financeira satisfatória, tal qual a afirmação de Correia (2001). O setor têxtil brasileiro precisa melhorar sua rentabilidade e reduzir os riscos, de forma que consiga encontrar a uma estrutura de capital ideal que permita investimentos em suas atividades e incremento de competitividade nas dimensões preço e qualidade, observação também válida para as empresas espanholas. Na Tabela 3, abaixo, estão os resultados da Estatística descritiva relacionada no endividamento das empresas brasileiras e espanholas.

**Tabela 3 – Estatística descritiva da variável endividamento**

Estatística descritiva Endividamento	Empresas Brasileiras					Empresas Espanholas				
	2010	2009	2008	2007	2006	2010	2009	2008	2007	2006
Resultados/Anos	2010	2009	2008	2007	2006	2010	2009	2008	2007	2006
Tamanho da amostra	8	8	8	8	8	5	5	5	5	5
Mínimo	0.047	0.046	-3.903	-5.711	-10.471	0.344	0.336	0.467	0.33	0.303
Máximo	3.299	4.73	0.866	1.141	1.183	1.864	2.171	1.88	1.259	3.429
Amplitude Total	3.252	4.684	4.769	6.852	11.654	1.52	1.835	1.413	0.929	3.126
Mediana	0.2935	0.2975	0.0435	0.03	0.0545	1.057	0.897	0.987	0.789	0.75
Primeiro Quartil (25%)	0.1385	0.125	0.0268	0.0068	0.0118	0.667	0.496	0.964	0.564	0.483
Terceiro Quartil (75%)	0.6445	0.5855	0.3995	0.3913	0.4045	1.454	1.169	1.099	0.935	0.954
Desvio Interquartilico	0.506	0.4605	0.3728	0.3845	0.3928	0.787	0.673	0.135	0.371	0.471
Média Aritmética	0.7139	0.8626	-0.2504	-0.4368	-1.0033	1.0772	1.0138	1.0794	0.7754	1.1838
Variância	1.1825	2.5028	2.2732	4.714	14.8344	0.3668	0.5261	0.2596	0.1256	1.6372
Desvio Padrão	1.0874	1.582	1.5077	2.1712	3.8515	0.6057	0.7253	0.5095	0.3545	1.2795
Erro Padrão	0.3845	0.5593	0.5331	0.7676	1.3617	0.2709	0.3244	0.2278	0.1585	0.5722
Coefficiente de Variação	152.33%	183.40%	-602.18%	-497.12%	-383.91%	56.23%	71.54%	47.20%	45.71%	108.09%
Assimetria (g1)	2.4359	2.6958	-2.5853	-2.6143	-2.7506	0.1451	1.2028	0.8859	0.1811	2.0281
Curtose (g2)	6.1745	7.4155	7.0508	7.1697	7.6852	-130.50%	138.01%	223.69%	-34.41%	4.261
Média Harmônica =	0.1696	0.1563	0.0544	0.0139	0.0362	0.7603	0.6736	0.8875	0.6302	0.6216

Fonte: os autores. Período: 2006 a 2010. Nota: da amostra de endividamento foi eliminada da amostra espanhola a empresa *Dogi International Fabrics* por ser um *outliers por distorcer os índices*.

Na Tabela 3, acima, as empresas espanholas apresentaram menor coeficiente de variação do que as empresas brasileiras em relação ao endividamento. Isto pode significar que com menores riscos, as empresas espanholas puderam se financiar a menores custos de capital do que as empresas brasileiras, o que é uma explicação para o maior endividamento médio destas empresas. Este resultado corrobora com a afirmação de que empresas com menor volatilidade em seus resultados deveriam ter um incentivo maior ao endividamento, por enfrentarem menores custos de falência e agência e obterem menores taxas nas operações de crédito (TOY et al., 1974;; FERRI; JONES, 1979; BRADLEY; JARREL; KIM, 1984; THIES; KLOCK, 1992; STONEHILL et al., 1975 citado por PEROBELLI; FAMÁ, 2002; GITMAN, 2010). No Gráfico 2<sup>a</sup> e 2b, abaixo, evidenciam com mais clareza as informações contidas na Estatística descritiva da Tabela 4, acima.

**Gráfico Box-Plot 2a – Endividamento no Brasil****Gráfico Box-Plot 2b – Endividamento na Espanha**

Fonte: os autores. O gráfico Box-Plot refere-se à Mediana e Quartis.

Pelos Gráficos 2a e 2b é evidenciado que as empresa brasileiras apresentam medianas próximas de zero e que os dados estão agrupados em torno da mediana, estando mais dispersos em 2006 e mais agrupados nos anos de 2009 e 2010; portanto, uma das características do setor têxtil brasileiro, no período analisado, é o baixo endividamento. Já as empresas espanholas apresentam maiores endividamentos do que as empresas brasileiras, provavelmente por apresentarem menores riscos. Assim, não se confirmou um dos achados de Ferri e Jones (1979) de que o risco não está associado à estrutura de capital; mas confirma a hipótese de Marsh (1982) de que os riscos estão associados ao endividamento.

Na Tabela 4, abaixo, estão os resultados do Teste Mann-Whitney.

**Tabela 4 – Teste Mann-Whitney**

Resultado	Lucro Líquido		Lucro Operacional		Patrimônio Líquido		ROE		ROAOP		Endividamento		ROA	
	Brasil	Espanha	Brasil	Espanha	Brasil	Espanha	Brasil	Espanha	Brasil	Espanha	Brasil	Espanha	Brasil	Espanha
Tamanho da amostra	50	30	50	30	40	30	40	30	40	30	40	30	40	30
Soma dos Postos (Ri)	1878	1362	1889	1351.5	820	1665	1422	1063	1349	1136	1122	1363	1479	1006
Mediana =	2	1.5	3.5	2	180	114026	0.03	0.03	0.01	0.02	0.29	0.94	0.02	0.01
U =	603		613.5		0		598		529		302		541	
Z(U) =	1.4609		1.357		7.1207		0.0237		0.8426		3.5366		0.7002	
p-valor (unilateral) =	0.0720		0.0875		< 0.0001		0.4905		0.1997		0.0002		0.2419	
p-valor (bilateral) =	0.1440		0.1749		< 0.0001		0.9811		0.3994		0.0004		0.4838	

Fonte: os autores. Período: 2006 a 2010. Amostras independentes.

Pela Tabela 4, acima, os resultados evidenciam que existem diferenças no Lucro Líquido (Resultado Líquido) e no Lucro Operacional das empresas brasileiras e espanholas do setor têxtil, diferenças estas significantes estatisticamente, embora marginalmente, ou seja, p-value (valor-p ou p-valor) próximo de 10%. Existem também diferenças significantes estatisticamente em relação ao Patrimônio Líquido e ao endividamento entre estas empresas.

Assim, os achados são de que existem diferenças significantes entre as empresas, relacionadas ao endividamento, patrimônio líquido e risco, mas, os indicadores as variáveis 'ROA', 'ROE' e o 'ROAOP' não apresentaram diferenças estatísticas significantes no período analisado. Entretanto, as empresas brasileiras do setor têxtil têm, em média, maior patrimônio líquido e um menor endividamento quando comparadas com as empresas espanholas.

**Tabela 5 – Teste Kruskal-Wallis: comparações Student-Newman-Keuls**

Variáveis das empresas	Brasil		Variáveis das empresas espanholas											
	Lucro Líquido		Lucro Operacional		Patrimônio Líquido		ROE		ROAOP		Endividamento		ROA	
brasileiras	Espanha		Operacional		Líquido									
Variáveis / Resultados	Dif. Postos	p-valor	Dif. Postos	p-valor	Dif. Postos	p-valor	Dif. Postos	p-valor	Dif. Postos	p-valor	Dif. Postos	p-valor	Dif. Postos	p-valor
Lucro Líquido Brasil	32.75	0.3359												
Lucro Operacional Brasil			43.94	0.1966										
Patrimônio Líquido Brasil					92.875	0.0091								
ROE							4.125	0.9077						
ROAOP									14.325	0.6873				
Endividamento											64.825	0.07		
ROA													13.7417	0.6994
H =	173.8283													
Graus de liberdade =	13													
(p) Kruskal-Wallis =	0													
Posto Médio	233.1	265.85	233.19	277.13	402.625	495.5	192.025	196.15	173.575	187.9	260.825	326	197.075	183.333

Fonte: os autores.

Na Tabela 5, o Patrimônio Líquido e o Endividamento apresentam resultados significantes estatisticamente, tal qual o resultado apresentado na Tabela 4. Os indicadores utilizados neste trabalho também não apresentaram significância estatística.

Aproveitando os dados rodou-se a regressão múltipla, sendo os dados apresentados na tabela 6, abaixo. Normalmente teríamos que rodar a regressão com o endividamento como variável dependente. Invertamos esta situação, colocando-o propositalmente como variável independente, em função dos resultados obtidos na Tabela 4 e 5 e pelo fato das empresas brasileiras terem, em média, maior patrimônio líquido e menor endividamento, mas, não obterem resultados (retornos) melhores do que as empresas espanholas, favorecendo, assim, a discussão.

Tabela 6 – Regressão Múltipla

Variáveis	Brasil		Espanha	
	Coefficientes	P-value	Coefficientes	P-value
Intercepto	0.1505	p = 0.0782	0.0196	p = 0.3274
ROE	0.2491	p = 0.2710	0.0475	p = 0.1515
ROAOP	-2.1683	p = 0.0616	0.9773	p < 0.0001
Endividamento	0.0785	p = 0.0037	-0.0225	p = 0.1430
R-Quadrado	22.36%		88.65%	
R-Quadrado ajustado	15.89%		87.34%	
Estatística- F	3.4564		67.6597	
Probabilidade Estatística-F	0.0259		< 0.0001	

Fonte: os autores. Período: 2006 a 2010. A variável dependente é a ROA.

Em relação ao ROA, no Brasil, o endividamento apresentou relação positiva e significativa estatisticamente a 5% e o ROAOP apresentou uma relação negativa significativa a 10%. O ROE não foi significativo. O resultado do endividamento está associado ao fato de que o pagamento de juros da dívida é tratado como despesa, sendo integralmente dedutível para fins de imposto de renda, ou seja, existe a subvenção governamental (benefício fiscal da dívida) que está favorecendo as empresas brasileiras. Na Espanha também existe o benefício fiscal, mas, ele é proporcional ao investimento realizado, não sendo, portanto, tratado integralmente como despesa tal qual no Brasil.

Portanto, a afirmação de Eid Jr. (1996) citado por Marcon *et al.* (2007) de que para as empresas brasileiras o nível de endividamento é definido a partir do oportunismo, é, em tese, confirmada. Por outro lado, o ROAOP apresentou relação negativa com o ROA das empresas brasileiras e relação positiva com o ROA das empresas espanholas.

Este resultado demonstra que o Brasil ainda apresenta problemas de produção, já citados como existentes na década de 80 e que persistem no tempo, ou seja, as empresas deste setor precisam incrementar seu nível de atividade a um limite rentável. Este fato já foi alertado por Oliveira (1997) apud Saraiva, Pimenta e Corrêa (2005) e por Correia (2001). Persiste, portanto, a afirmação de Vasconcelos (1995) citado por Saraiva, Pimenta e Corrêa (2005) de que a realidade organizacional brasileira no setor têxtil é de um setor que precisa se modernizar para competir nas dimensões preço e qualidade. Mas, este resultado apresenta-se mais de acordo com o citado por Lopes (2002) de que o patrimônio tenha mais relevância para o mercado do que os resultados contábeis e de que para a vasta maioria das empresas brasileiras, as demonstrações contábeis não correspondem à realidade econômica de suas operações, fato que serve de alerta.

## 6 CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo descrever as diferenças significantes entre a estrutura de capital e o desempenho financeiro de empresas de capital aberto integrantes do segmento têxtil no Brasil e Espanha. A realização do trabalho foi justificada pelo fato de que a estrutura de capital ainda é bastante discutida em finanças. Apesar da existência de diversas teorias para o embasamento teórico da estrutura de capital, dentre as quais se destacam as teorias de *Pecking Order* e de *Tradeoff*, ainda não se conseguiu, segundo Nakamura *et al.* (2007) e Terra (2007) elaborar um modelo definitivo que relacione a estrutura de capital e seus determinantes.

Os dados utilizados neste trabalho foram obtidos na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) relativos às companhias de capital aberto, listadas no BMF&Bovespa, que operam no segmento de Fios e tecidos, utilizando-se uma amostra aleatória de 10 companhias das 18 existentes. O período considerado foi o de 2006 a 2010. Em relação às empresas espanholas do mesmo segmento, os dados foram obtidos na *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV) e na lista de empresas presentes na *Bolsa de Madrid*. Estavam listadas somente 6

(seis) empresas, fato que levou a selecionar todas elas. Os testes utilizados foram: (i) t-pareado; (ii) Mann-whitney; e (iii) Wilcoxon; (iv) Kruskal-Wallis.

Quanto aos resultados, não se observou diferenças significantes entre o Retorno sobre Ativos das empresas brasileiras em relação às empresas espanholas. Assim, embora as empresas espanholas tenham apresentado menores riscos, os indicadores 'ROA, ROE e o ROAOP' não apresentaram diferenças significantes no período analisado.

Estes resultados referem-se à comparabilidade entre as empresas dos dois países em estudo, assim como a evolução destes indicadores comparados internamente (na própria empresa - Teste de Wilcoxon). Portanto, é um indicativo de que as empresas brasileiras e espanholas, no segmento têxtil, não estão conseguindo competir com empresas de outros países nas dimensões preços e/ou qualidade, fato que serve de alerta, pois evidencia falta de estratégias. Desta forma, apesar da lucratividade das empresas brasileiras apresentarem maior coeficiente de variação do que as empresas espanholas, o que quer dizer maior instabilidade (maiores riscos), estatisticamente não se confirmou diferenças nos indicadores 'ROA', 'ROE' e 'ROAP'.

Diante destes resultados, não se confirmou a afirmativa de Toy *et al.* (1974), Kester (1986), Kayo e Famá (1997), Brito e Lima (2003), Perobelli e Famá (2002), Marcon *et al.* (2007), de que as empresas mais lucrativas são menos endividadas uma vez que não foram obtidas diferenças significantes em lucratividade. Entretanto, os resultados foram significantes para o Endividamento. As empresas espanholas estão, em média, mais endividadas do que as empresas brasileiras. Diante destes achados não se pode afirmar que exista uma relação negativa entre lucratividade e endividamento conforme afirmam Ferri e Jones (1979) e Bradley *et al.* (1984).

Pelos resultados obtidos as diferenças existentes estão no Patrimônio Líquido e no Endividamento. O patrimônio líquido é, em média, maior nas empresas brasileiras. Já o endividamento é, em média, maior nas empresas espanholas. Considerando que as empresas brasileiras tem maior risco e estão menos endividadas que seus pares, se aceita a afirmação de Marsh (1982) que os riscos estão associados ao endividamento e que esta relação é negativa conforme afirmam Bradley, Gregg e Kim (1984) e Klock e Thies (1992).

Outros achados estão relacionados com o Retorno sobre Ativos e o Endividamento, Retorno Operacional sobre ativos e Retorno sobre Patrimônio Líquido, obtidos na regressão. O Endividamento apresentou relação positiva com o Retorno sobre Ativos para as empresas brasileiras e não apresentou relação para as empresas espanholas. Para as empresas brasileiras o resultado do endividamento está associado ao fato de que o pagamento de juros da dívida é tratado como despesa, sendo integralmente dedutível para fins de imposto de renda (benefício fiscal da dívida).

Por outro lado, o ROAOP apresentou relação negativa com o ROA das empresas brasileiras e relação positiva com o ROA das empresas espanholas. Portanto, as empresas do segmento têxtil brasileiro ainda apresentam baixa produtividade. Portanto, parece persistir a afirmação de Vasconcelos (1995) citado por Saraiva, Pimenta e Corrêa (2005) de que a realidade organizacional brasileira no setor têxtil é de um setor que precisa se modernizar para competir em qualidade e custos tanto no mercado nacional como no mercado internacional.

## REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE INDÚSTRIAS TÊXTEIS E DE CONFECÇÃO (ABIT). Disponível em:<<http://www.abit.org.br/site/>>. Acesso em: 18 de julho de 2011.

AZEVEDO, Osmar Reis. **Comentários às novas regras contábeis**. 4 edição, revista e ampliada. São Paulo: IOB, 2010.

BM&FBOVESPA. Empresas listadas. Disponível em: < <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 18 de outubro de 2011.

BRADLEY, M.; GREGG, J.A.; KIM, H.E. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. **The Journal of Finance**, Berkeley, v.39, n.3, pp. 857-878, July 1984.

BRITO, Giovani Antonio Silva; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio Donizete. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças** (USP), São Paulo, n. 43, pp. 9 – 19, Jan./Abr. 2007.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de capitais: o que é? como funciona?** Rio de Janeiro: Campus, 2009.

CITYC, CENTRO DE INFORMACIÓN TEXTIL Y CONFECCIÓN. España: Disponible en: <http://www.cityc.es/>. Acesso em: 02/07/2011.

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. España. Disponible en: <<http://www.cnmv.es/index.htm>>. Acesso em: 26/07/2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Brasil. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 26/07/2011.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pamela S. **Métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2011.

CORREIA, Laíse Ferraz. Perfil econômico e financeiro do setor têxtil brasileiro: análise da liquidez no período de 1996 a 1998. **Revista de Administração**, São Paulo, v.36, n.1, Pp.25-34, janeiro/março 2001.

DIAZ, J. Toro. Contribuciones a la administración. España, 2009. Disponible en: <http://www.eumed.net/libros/2010a/658/CALCULO%20DEL%20COSTO%20DEL%20CAPITAL%20PROPIO.htm>. Acesso em: 04/08/2011.

FERREIRA, Armando Mateus. Métodos estatísticos e delineamento experimental: testes não paramétricos. Portugal, Escola Superior Agrária Castelo Branco, 2006. Disponível em: <[http://docentes.esa.ipcb.pt/mede/ficheiros/programa\\_05\\_06.pdf](http://docentes.esa.ipcb.pt/mede/ficheiros/programa_05_06.pdf)>.

FERRI, MG.; JONES, W.H. Determinants of financial structure: a new methodological approach. **The Journal of Finance**, Berkeley, v.34, n.3, p.631-644, jun., 1979.

FREZATTI, Fábio. Gestão do fluxo de caixa diário: como dispor de um instrumento fundamental para o gerenciamento do negócio. São Paulo: Atlas, 1997.

FREZATTI, Fábio. **Orçamento empresarial: planejamento e controle gerencial**. São Paulo: Atlas, 2009.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

KAYO, E.; FAMÁ, R. Agency cost and the Brazilian bankruptcy law: assumptions on the reduction of conflicts of interest. *Journal of Emerging Markets*, v.2, n.3, Fall-Winter 1997.

KLOCK, S.; THIES, F. Determinants of capital structure. **Review of Financial Economics**, Oxford, v.1, n.2, p.40-52. 1992.

LAMOUNIER, Wagner Moura. NOGUEIRA, Else Monteiro. Causalidade entre os retornos de mercados de capitais emergentes e desenvolvidos. **Revista Contabilidade & Finanças (USP)**, São Paulo, n. 43, pp. 34 – 48, Jan./Abr. 2007.

LOPES, Alexsandro Broedel. A informação contábil e o mercado de capitais. São Paulo: Pioneira, 2002.

MARCON, Rosilene; GRZEBIELUCKAS, Cleci; BANDEIRA-DE-MELLO, Rodrigo; MULLER, Roberta de Aquino. O comportamento da estrutura de capital e a performance de firmas brasileiras, argentinas e chilenas. *Revista de Gestão USP*, São Paulo, v. 14, n. 2, p. 33-48, abril/junho 2007.

MARSH, P. The choice between equity and debt: an empirical study. **The Journal of Finance**, Berkely, v.37, n.1, p. 121-144, Mar. 1982.

MASCAREÑAS, J. La estructura de capital óptima. Universidad Complutense de Madrid, 1993. Disponible en: <<http://www.ucm.es/info/jmas/temas/estrcap.pdf>>. Acceso en: 28/07/2011.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, jun. 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, jun. 1958.

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

MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v.13, 1984.

NAKAMURA, Wilson Toshiro *et al.* Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro - análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças (USP)**, São Paulo, n. 44, pp. 72 – 85, Maio/Agosto 2007.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; FAMÁ, Rubens. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo v.37, n.3, p.33-46, julho/setembro 2002.

PINEDA, Lioneil E. Teoría sobre la estructura de capital: Miller y Modigliani. Administración financiera. España, 2010. Disponible en: <http://es.scribd.com/doc/27310569/Estructura-de-Capital-Miller-Modigliani>. Acceso en: 28/07/2011.



PORTER, Michael E. **Estratégia competitiva**: técnicas para análise da indústria e da concorrência. 7 edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 1986.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, dec. 1995.

SARAIVA, Luiz Alex Silva; PIMENTA, Solange Maria; CORRÊA, Maria Laetitia. Globalização e reestruturação produtiva: desafios à indústria têxtil brasileira. **R.Adm.**, São Paulo, v.40, n.1, Pp.68-82, jan./fev./mar. 2005.

TERRA, Paulo Renato Soares Terra. Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina. **Revista Administração (RAUSP)**, São Paulo, v.42, n.2, pp.192-204, abr./maio/jun. 2007.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, mar. 1988.

TOY, N.; REMMER, L.; WRIGHT, R.; BEEKHUISEN, T.A . Comparative international study of growth, profitability, and risk as determinants of corporate debt ratios in the manufacturing sector. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington DC, v.9, n.5, p 875-886, Nov. 1974.

ZDANOWICZ, Jose Eduardo. **Fluxo de caixa**: uma decisão de planejamento e controles financeiros. 4 edição revista e ampliada. Porto Alegre: Luzzato Editora, 1991.