



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS – UNICAMP
FACULDADE DE CIÊNCIAS APLICADAS – FCA
PRÓ-REITORIA DE ENSINO DE GRADUAÇÃO
COORDENAÇÃO DO CURSO DE GESTÃO DE EMPRESAS**

MARCO AURÉLIO FREDERICO

ESTRUTURAS DE CAPITAIS NA FRANQUIA HERING S.A.

Limeira – SP
2014



Marco Aurélio Frederico



ESTRUTURAS DE CAPITAIS NA FRANQUIA HERING S.A.

Monografia de conclusão de curso apresentada ao Curso de Bacharelado em Gestão de Empresas da Faculdade de Ciências Aplicadas da Universidade Estadual de Campinas, como requisito parcial à conclusão do curso.

Orientador: Prof. Dr. Johan Hendrik Poker Junior

Limeira - SP

2014

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA *PROF. DR. DANIEL JOSEPH HOGAN*
DA FACULDADE DE CIÊNCIAS APLICADAS

F872e Frederico, Marco Aurélio
Estrutura de Capitais na Franquia Hering S.A. / Marco Aurélio Frederico. -
Limeira, SP: [s.n.], 2014.
42 f.

Orientador: Johan Hendrik Poker Junior.
Monografia (Graduação) – Universidade Estadual de Campinas, Faculdade de
Ciências Aplicadas.

1. Gestão de empresas. 2. Financiamento. 3. Recursos. 4. Qualidade.
I. Poker Junior, Johan Hendrik. II. Universidade Estadual de Campinas.
Faculdade de Ciências Aplicadas. III. Título.

Autores: Marco Aurélio Frederico

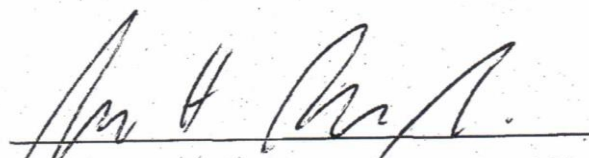
Título: Estruturas de capital na franquia Hering S.A.

Natureza: Trabalho de Conclusão de Curso em Gestão de Empresas

Instituição: Faculdade de Ciências Aplicadas, Universidade Estadual de Campinas

Aprovado em: 18/12/2014

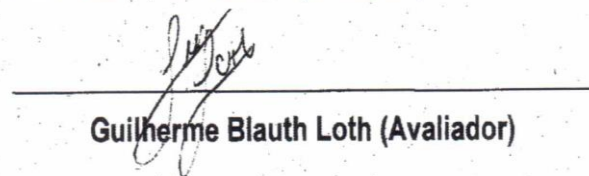
BANCA EXAMINADORA



Prof. Dr. Johan Hendrik Poker Junior – Presidente
Faculdade de Ciências Aplicadas (FCA/UNICAMP)

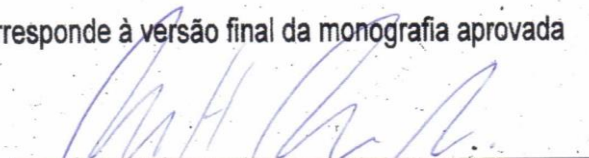


Prof. Dr. Márcio Marcelo Belli (Avaliador)
Faculdade de Ciências Aplicadas (FCA/UNICAMP)



Guilherme Blauth Loth (Avaliador)

Este exemplar corresponde à versão final da monografia aprovada



Prof. Dr. Johan Hendrik Poker Junior – Presidente
Faculdade de Ciências Aplicadas (FCA/UNICAMP)



Dedico este trabalho à minha família e aos amigos, que muito colaboraram para sua realização.



AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus por ter me dado energia e compreensão sobre minhas ações.

Agradeço a meus Pais, irmãs e a toda a minha família que sempre me apoiaram e me deram suporte para me aventurar no mundo universitário.

Aos meus amigos e colegas que se tornam parte de nossas vidas, e a quem a vida escolhe para estar ao nosso lado nos momentos difíceis.

E ao Professor Johan Hendrik Poker Junior que me guiou em todos os passos para a conclusão deste trabalho. E a toda a Universidade Estadual de Campinas, com todos os seus professores e servidores que deram toda a estrutura necessária para darem todo o conhecimento e desenvolvimento que precisei e que levarei para a vida toda.



“Não existe nada como o fracasso. O fracasso é apenas a vida tentando nos mover para uma direção diferente.”

(Oprah Winfrey)

RESUMO

Toda decisão de investimento necessita de capital, e o mesmo pode ser proveniente dos próprios caixas das empresas ou por financiamento através de terceiros ou até mesmo pela emissão de títulos no mercado. A essa estrutura de capitais provenientes para investimentos chamamos de Estrutura de Capitais. Desde as primeiras teorias em meados do século XX, muitos estudos têm sido desenvolvidos acerca de como as empresas se financiam. Porém uma área ainda pouco explorada foi a de Franquias, que com seu modelo diferenciado de crescimento e abrangência pressupõe um estudo para caracterizar sua estrutura de capital. Para o estudo do presente trabalho foi proposto como modelo para estudo de caso a Franquia Hering S.A. que trabalha com o sistema de Franquias e por ter capital aberto facilitaria na obtenção de dados da empresa. Com os dados da empresa em mãos como seus Balanços patrimoniais, DRE's (Demonstrativo do Resultado do Exercício), Fluxos de caixa, entre outras informações. Pôde-se verificar sobre as estratégias da empresa para o seu crescimento e aumento do faturamento. Quanto à sua estrutura de capital, a Hering mostrou que o seu sistema de Gestão se utiliza muito de capital de terceiros mais do que capital próprio, para financiar seu crescimento, porém o capital de terceiros provém dos franqueados que pagam por poder abrir uma unidade da empresa, em contrapartida pagam taxas relativas por uso da marca que se estabelecem em contrato. A Hering também possui um modelo Híbrido de Produção formado por produção própria, terceirizados e produtos importados, aumentando com o tempo o número de peças terceirizadas e importadas, utilizando-se ainda menos capital próprio para investimento em fábricas. Por último a empresa tem emitido ações apenas como pagamento de bonificações aos executivos e administradores e não como forma de financiamento de investimentos. Entende-se neste trabalho que a Cia. Hering S.A. utiliza em sua estrutura de capital uma maior quantidade de recursos de terceiros através do Franchise, deixando para utilizar seu capital próprio apenas em alguns casos específicos envolvendo questões relacionados a tecnologia, inovação, marketing e a gestão da Companhia.

Palavras-chave: Gestão de Empresas – Financiamento – Recursos – Qualidade.

ABSTRACT

Every investment decision needs capital, and the same can be from own boxes of companies or financing through third parties or even by issuing bonds on the market. The structure of this capital from investment is called Capital Structure. Since early theories in the mid-twentieth century, many studies have been developed about how companies are financed. But an under-explored area was the franchises, which with its distinctive model of growth and breadth presupposes a study to characterize its capital structure. For the study of this work was proposed as a model for case study Hering Franchise SA that works with Franchise system and have traded facilitate in obtaining company data. With the company's data in hand as their balance sheets, DRE's (the Income Statement), cash flows, among other information. It was verified on the company's strategies for growth and revenue growth. As for its capital structure, Hering showed that its Management system uses much of debt more than equity to finance its growth, but the debt capital comes from franchisees who pay for being able to open a unit of company, in return for pay fees for use of the mark that are established in the contract. Hering also boasts a production hybrid model consisting of own production, outsourced and imported products, increasing over time the number of outsourced and imported parts, even using up less capital for investment in factories. Finally the company has issued shares just as a form for payment of bonuses for executives and administrators and not as form of financing his investments. It is understood with this work that Cia. Hering SA uses in its capital structure greater amount of third party funds through the franchise, leaving to use their own capital only in some specific cases involving issues related to technology, innovation, marketing and Company's management.

Key-words: Management companies – Financing – Resources – Quality.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 Formulação do Problema	12
1.2 Objetivos	12
1.2.1 Objetivo Geral	12
1.2.2 Objetivos Específicos	12
1.3 Justificativa	13
2 REFERENCIAL TEÓRICO	13
2.1 Teorias Clássicas da Estrutura de Capital	13
2.1.1 Teoria de Durand	14
2.1.2 Teoria de Modigliani e Miller.....	14
2.2 Teorias Modernas da Estrutura de Capital	15
2.2.1 Teoria do Trade Off	15
2.2.2 Teoria do Pecking Order	15
2.3 Fatores determinantes da estrutura de capital	16
2.4 Breve Análise do Setor de Franquias	18
2.4.1 Definição de Franquia	18
2.4.2 Histórico do Setor	18
2.4.3 Dados Estatísticos do Setor	20
2.5 Cia. Hering S.A.	21
2.5.1 Histórico da Cia. Hering	22
2.5.2 Impactos que o modelo de negócios da Hering cria em sua estrutura de capital....	22
3 METODOLOGIA	24
1.4 Metodologia	24
1.4.1 Método de Pesquisa: Estudo de caso com dados secundários	24
4 ANÁLISE DOS DADOS	25
4.1 Composição de Ativos X Estrutura de Capital	29
4.2 Riscos e Rentabilidade X Estrutura de Capital	33
4.3 Tamanho X Estrutura de Capital	36
4.4 Oportunidades de Crescimento X Estrutura de Capital	37
4.5 Relação com ações da Hering	38
5 CONCLUSÃO	40
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	43

1. INTRODUÇÃO

A partir da decisão de se fazer um investimento, as empresas necessitam de capital, que pode ser capital próprio ou de terceiros. E a maneira com que as empresas organizam essa necessidade é chamado de estrutura de capital, onde as empresas escolherão seus financiamentos de curto e longo prazo de forma que consiga fazer com que seus investimentos sejam os mais rentáveis possíveis.

Estrutura de Capital é um tema recorrente em torno dos níveis gerenciais de qualquer empresa seja ela uma empresa de capital aberto ou fechado. Por ser um tema onde há diversas evidências e estudos que apoiam certas teorias acerca das estruturas de capital, ainda é muito incerto o quão relevantes estas teorias são para o estudo de estruturas de capital. A teoria convencional proposta por Durand (1952) propunha que havia uma estrutura de capital ótima, onde o custo de capital da empresa minimizaria e seu valor maximizaria. Porém o trabalho clássico de Modigliani e Miller (1958) propôs que, sob determinados pressupostos, a estrutura de capital é irrelevante para o valor da empresa. Esse trabalho contrapôs a teoria convencional e induziu a novos estudos em que começaram a se levar em consideração fatores que antes não tiveram relevância em estudos passados, como impostos, custos de agência, custos de falência e assimetria de informações que passaram a ser constantes nos trabalhos que se seguiram.

Com o constante aumento de empresas com modelo de Franchising e suas receitas aumentado consideravelmente no mercado interno e tendo algumas até mesmo se expandido além das fronteiras e atingindo outros mercados mundo a fora, além é claro de que muitas franquias estrangeiras estarem vindo e se instalando no Brasil. Se tornou interessante um estudo para compreender como as empresas com este modelo de gestão constroem suas estruturas de financiamento, sabendo-se que elas se utilizam de financiamentos com capital próprio e de terceiros em seus investimentos. Com crescimento na ordem de 39,2% no faturamento no ano de 2013, o mercado de franquias no Brasil cresce há dez anos consecutivos, segundo dados da Associação Brasileira de *Franchising* (ABF). Destes, oito foram de dois dígitos. Mostrando o quanto o setor está superaquecido, o que proporciona maiores investimentos e ampliação para o setor. Ainda segundo a própria ABF (Associação Brasileira de Franchising) as expectativas para 2014 é de que o setor cresça 13% somente com franquias estrangeiras, com um aumento de 9% em inaugurações e 8% de novas marcas. Atualmente, existem 168 redes estrangeiras no país e é esperado para o ano de 2014 a entrada de 30 a 40 novas marcas estrangeiras.

Procuraremos, portanto, investigar a adoção das principais teorias modernas sobre estruturas de capital, a Teoria de Trade-Off e a Teoria de Pecking Order, para a empresa estudada neste trabalho, e analisar o quanto de influência as estruturas de capital têm na empresa em questão.

1.1 Formulação do problema

Considerando que não há um consenso sob qual seria uma estrutura de capital ótima para uma empresa e sabendo-se que ainda não há estudos sobre como o mercado de franquias se utiliza de certos modelos de estruturas de financiamento, o presente trabalho irá buscar um maior conhecimento acerca de que quais seriam as teorias relevantes para a empresa Hering, empresa com adoção do sistema de Franchising.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo principal deste estudo é revisar as teorias sobre estruturas de capital em empresas consideradas franquias com capital aberto na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), o estudo centra-se nas formas principais de financiamento de uma Franquia, sendo estudado tanto o lado do Franqueador como do Franqueado, onde o primeiro possui financiamentos de longo prazo e o segundo se sustenta por financiamentos de curto prazo.

1.2.2 Objetivos específicos

- Primeiramente irei verificar as estruturas de capital utilizadas pela empresa pesquisada.
- Dentro deste trabalho irei verificar se as teorias, da Pecking Order e o Trade Off são válidas para a determinação da estrutura de capital utilizada na empresa estudada.
- Obter um maior conhecimento acerca de como o franqueador como também o franqueado controlam seus investimentos.

1.3 JUSTIFICATIVA

É de fundamental importância nas empresas que se entenda o quanto pode ser valioso uma análise sobre a sua estrutura de capital para compreender quais formas de financiamento podem ser mais vantajoso, de acordo com os princípios e com o grau de endividamento que uma empresa pode estar disposta a ter para poder alcançar o grau de crescimento que sua estratégia de financiamento pode levá-la.

O modelo de franquias é caracterizado por investimentos constantes para o crescimento de uma marca e em sua abrangência dentro de um território específico. E, portanto diretamente são feitos financiamentos destes investimentos em porte nacional e também internacional, levando as empresas franqueadoras a manterem uma estrutura de capital constante, e sendo importante para as mesmas que se saiba o quanto uma estrutura de capital pode influenciar no valor da empresa, e se realmente elas podem ou não se beneficiar de estruturas onde se aceitem um certo grau de endividamento para atingir um ponto ótimo no seu valor.

Sabendo-se que o tema de estruturas de capital em empresas franqueadoras é um estudo recente e que ainda não foi explorado, tentaremos com os resultados deste trabalho, demonstrar como uma empresa franqueadora lida com o financiamento de seus investimentos, como seus principais executivos montam as estratégias da empresa levando em conta seu grau de endividamento, como os acionistas e credores enxergam a empresa de fora, e como ela se envolve em seus investimentos.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo terá o objetivo de apresentar as teorias sobre estruturas de capital e sobre o mercado de franquias brasileiro. Em primeiro lugar, abordaremos as teorias clássicas sobre a estrutura de capital, mostrando as abordagens feitas por Durand e Modigliani & Miller. Em seguida, exibirei as duas principais teorias modernas sobre a estrutura de capital que serão usadas neste trabalho, que são: a Teoria de Pecking Order e a Teoria de Trade Off. Por fim, apresentarei um levantamento sobre os principais determinantes de endividamento nas empresas, procedido por informações de pesquisas já feitas no mercado brasileiro.

2.1 Teorias Clássicas da Estrutura de Capital

Estrutura de capital é um tema recorrente na área de finanças. E como principal questão discutida neste assunto é a de se existe uma estrutura de capital considerada ótima, onde tal estrutura aumentaria o valor da empresa. Iremos considerar as clássicas teorias de Durand (1952) e Modigliani e Miller (1958).

2.1.1 Teoria de Durand

Um dos autores de maior destaque e pioneiro no estudo sobre estruturas de capital foi Durand (1952). Ele foi o responsável por ser o primeiro a formular uma teoria acerca do assunto, onde ele considera que a maximização de valor de uma empresa pode ser alcançado com uma estrutura de capital considerada ótima. Segundo essa teoria, o custo do capital de terceiros mantém-se estável até um determinado nível de endividamento, a partir do qual ele se eleva devido ao aumento do risco de falência. Como o custo de capital de terceiros é inferior ao custo do capital próprio a empresa deveria se endividar até um certo ponto considerado ótimo, onde a empresa aumentaria seu valor (BRITO, G. A. F.; BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J, 2007).

2.1.2 Teoria de Modigliani e Miller

Para Modigliani e Miller, observadas algumas premissas como exemplo, se levarmos em consideração todas as empresas situarem-se numa mesma classe de risco, ausência de tributação pessoal e de custo de falência, ausência de crescimento nos fluxos de caixa das empresas, ausência de assimetria de informações e de custo de agência, a própria estrutura de capital seria irrelevante (PEROBELLI, F.F.C.; FAMÁ, R, 2002).

De acordo ainda com Modigliani e Miller, na ausência de imperfeições de mercado, tais como os custos de agência e tributos, a estrutura de capital não interferiria no valor de mercado de uma empresa, sendo relevante para a mesma somente a expectativa de seus resultados operacionais futuros, descontados os custos de capital próprio (PEROBELLI, F.F.C.; FAMÁ, R, 2002).

Porém em um trabalho posterior, Modigliani e Miller (1963) revisaram suas ideias e chegaram à conclusão de que a estrutura de capital de uma empresa possa sofrer influência do custo do endividamento, especialmente pelo fato de que com o pagamento de juros se consegue

alguns benefícios fiscais, elevando a participação de capital de terceiros nos financiamentos das empresas, mas considerando que somente capital de terceiros nos financiamentos levaria a um alto custo de falência que não resultaria em aumento de valor da empresa, importante se chegar a um equilíbrio que garantiria custos baixos com benefícios fiscais (BRITO, G. A. F.; BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J, 2007).

2.2 Teorias Modernas da Estrutura de Capital

2.2.1 Teoria do Trade Off

Conforme Myers (1984), a teoria do Trade-Off defende que as empresas devem buscar uma estrutura de capital ótima que maximize os custos de endividamento. Haveria, portanto, certos benefícios fiscais ao se obter dinheiro emprestado, que compensariam os custos do endividamento.

O principal benefício relativo ao endividamento da empresa seria o tributário, já que as despesas com juros são dedutíveis dos impostos, enquanto os fluxos de caixa não são. Assim, quanto maior a alíquota de imposto pago pela empresa, maior será o seu benefício. Um outro benefício do endividamento, é que ele força os administradores a terem maior cautela na escolha dos seus investimentos e projetos, pois caso não deem o retorno esperado, eles podem não conseguir honrar com seus compromissos no pagamento das dívidas (DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009).

2.2.2 Teoria do Pecking Order

Segundo a teoria proposta por Myers (1984) denominada Pecking Order, as empresas possuiriam uma hierarquia de preferências pela forma de financiamento. Elas preferem se financiar primeiramente por meio de fundos gerados internamente (lucros retidos), em seguida, optam por contrair dívidas com terceiros e, por último, elas emitiriam novas ações.

Para a teoria da Pecking Order não é necessário uma estrutura de endividamento ótima, onde consiga aumentar seu valor de mercado, pois a utilização do capital de terceiros se altera de acordo com os fluxos de caixa da empresa. Sendo assim, as empresas mais rentáveis

utilizam menos recursos de terceiros, por não precisar deles e optam por uma política de baixo endividamento (DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009).

Avaliando os custos presentes e os futuros, é possível que as empresas, com significativas oportunidades de investimentos, optem por manter um baixo nível de endividamento para se financiarem com menor risco no futuro. Em suma, empresas com grandes expectativas de investimentos possuem menor nível de endividamento (DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009).

2.3 Fatores determinantes da estrutura de capital

As teorias da Pecking Order e Trade-off sugerem que as empresas seguem alguns atributos teóricos para estabelecer sua estrutura de capital, atributos estes que são relevantes na medida em que impactam os custos e benefícios na utilização de capital próprio ou de terceiros nos financiamentos tanto de curto prazo como de longo prazo das empresas (BRITO; BATISTELLA; CORRAR, 2007).

De acordo com estudos empíricos já produzidos no Brasil, levando em conta apenas empresas brasileiras, foram escolhidos seis fatores que mais explicam o nível de endividamento das empresas, que são: rentabilidade, risco, tamanho, composição dos ativos, crescimento e benefícios fiscais (BRITO; BATISTELLA; CORRAR, 2007), conforme detalhado a seguir:

a) Rentabilidade: De acordo com variados estudos, grandes empresas tendem a ter uma maior reserva de lucros, podendo assim financiar seus investimentos com capital próprio, deste modo seguindo a teoria da Pecking Order, onde primeiramente as empresas preferem utilizar suas próprias fontes para financiar seus investimentos. Porém, as empresas pequenas tendem a ter uma maior proporção de capital de terceiros do que as empresas maiores por não ter uma lucratividade tão alta como as grandes empresas, mesmo assim tendem a buscar recursos próprios para se autofinanciar. Assim, a capacidade de gerar lucros da empresa influenciaria sua estrutura de capital, à medida que as firmas que detenham maior fonte de recursos próprios para se autofinanciar deverão recorrer menos ao uso de dívidas. Espera-se, portanto, que as empresas mais rentáveis sejam menos endividadas (TEDESCHI, 1997).

b) Risco: O risco das empresas é considerado segundo sua volatilidade. Seguindo o raciocínio de Titman e Wessels (1988) empresas com menor volatilidade nas suas operações têm menos chances de passarem por dificuldades financeiras, reduzindo seu custo de endividamento, podendo usufruir dessa característica para contraírem mais dívidas, conforme seus investimentos. Apesar disso, os gestores priorizam sempre o menor risco possível e para diminuir o risco, passam a financiar as atividades das empresas com capital próprio, que se mostra sempre com menor nível de risco, é importante então se buscar um equilíbrio para um nível de risco que as empresas estão dispostas a enfrentar e os lucros que elas esperam conseguir com tal nível de risco, seguindo a teoria de DURAND (1952).

c) Tamanho: Em relação ao tamanho das empresas, muitos autores encontraram tanto uma relação negativa como uma relação positiva quanto à influência que o tamanho de uma empresa pode ter no seu grau de endividamento. A justificativa para tal relação está no fato de que as empresas maiores têm maior acessibilidade a recursos financeiros e uma maior diversificação dos seus negócios, o que resulta em menor probabilidade de dificuldades financeiras e reduz os custos de falência e o ônus do endividamento (PEROBELLI, F.F.C.; FAMÁ, R, 2002).

Segundo BRITO; BATISTELLA; CORRAR (2007), as empresas maiores conseguem ter maior acesso a linhas de créditos de longo prazo do que as empresas menores, principalmente por meio dos bancos de desenvolvimento, como o BNDES no caso brasileiro.

d) Oportunidades de Crescimento: De acordo com a teoria de Trade-Off, empresas que teriam uma expectativa de crescimento futuro, teriam maior flexibilidade nas escolhas de seus investimentos, porém elas teriam segundo (JENSEN; MECKLING, 1976) custos de agência maiores por conta de variados contratos que poderiam ser firmados entre partes. E, além disso, as empresas com alta capacidade de crescimento também teriam custos de falência maiores, pois segundo (TEDESCHI, 1997), as partes mais significativas das empresas estariam atreladas a expectativas futuras de lucro e não a ativos tangíveis que poderiam ser liquidados em caso de insucesso nos investimentos.

e) Composição dos Ativos: As empresas que possuem grande quantidade de ativos fixos, consegue oferecer aos credores seus ativos como forma de garantia de suas dívidas, diminuindo seu custo de falência. Sendo que os credores também preferem emprestar para

empresas que possuam ativos fixos, como uma forma de ter maior segurança e de diminuir seus riscos no investimento, tendo a oportunidade de poder reverter à situação em caso de insucesso da empresa devedora. Espera-se, portanto, que as empresas com maior ativo fixo sejam mais endividadas, e tenham maiores dívidas no longo prazo e menos dívidas no curto prazo.

2.4 BREVE ANÁLISE DO SETOR DE FRANQUIAS

2.4.1 Definição de franquia

De acordo com o site da FIA – International Franchise Association – a definição de franquia é o contínuo relacionamento entre Franchisor (franqueador) e franchisee (franqueado), no qual o total de conhecimentos do franqueador (imagem, sucesso da marca, técnicas de manufatura e marketing) é fornecido ao franqueado.

E de acordo com o artigo 1º da lei 8955/94 do Código de Ética da Associação Brasileira de Franchising, o sistema de franchising, é:

Um sistema pelo qual um Franqueador cede ao Franqueado o direito de uso de marca, associado ao direito de distribuição exclusiva ou semi-exclusiva de produtos ou serviços e, eventualmente, também o direito de uso de tecnologia de implantação e administração de negócios ou sistema operacional desenvolvidos ou detidos pelo franqueador, mediante remuneração direta ou indireta, sem que, no entanto, fique caracterizado vínculo empregatício.

Olhando-se atentamente para as definições acima, podemos considerar que o negócio de franchising dependerá muito do bom relacionamento entre o franqueador e o franqueado para que o negócio dê certo, o sistema foi criado justamente para se ter uma relação de ganha-ganha para ambas as partes envolvidas. Sendo que, o franqueador consegue expandir o seu negócio mais rapidamente, o tornando conhecido e rentável e o franqueado consegue através da franquia que ele adquire obter boas oportunidades de lucro e um bom negócio aproveitando-se do conhecimento que a marca já possui no mercado e do know-how que o franqueador lhe fornecerá sobre todo o negócio.

2.4.2 História do setor

O sistema de Franchising, nos moldes como é hoje, teve sua origem registrada no século XIX, nos EUA. Em 1862, a empresa Singer Sewing Machine I (Singer & Co.), detentora de uma marca que possuía grande visibilidade e muito conhecida por sua excelência, que atuava no mercado de fabricação de máquinas de costura, começou a conceder o direito de uso de sua marca e de comercialização de suas máquinas para comerciantes locais, sem nenhuma ligação com a empresa, cobrando-se uma certa quantia por isso, o que se tornaria os primeiros royalties, que são usados até hoje pelas franqueadoras.

A partir de então, grandes corporações como a General Motors e a Coca-Cola instituíram os seus sistemas de franquia, o que proporcionou uma grande expansão territorial de seus negócios, assim como um grande crescimento econômico. Após a 2ª Guerra Mundial, no século XX, o sistema de franquia atingiu o seu ápice nos Estados Unidos, notadamente pela abertura de diversos negócios por soldados americanos que retornavam dos campos de batalha desempregados. Assim, muitos empresários enxergaram uma oportunidade na vinda dos soldados e passaram a oferecer suas marcas para que os mesmos trabalhassem abrindo essas franquias. Deste modo, ao mesmo tempo em que iriam expandir a marca, teriam onde e como trabalhar e ambos saíam ganhando: sendo este o principal objetivo neste modelo de negócio.

Nesta época distribuidores de combustível como a Texaco começaram a expandir suas marcas e por volta de 1955 o Mc Donald's, um dos maiores representantes do franchising mundial, começou a se expandir. Com o sucesso do modelo, logo ele deixou de ser focado apenas para 'ex-soldados' e começou a se expandir para atrair todas as pessoas, sendo expandido para o Japão e países europeus em 1970, assim como para o resto do mundo a partir da década de 1980 (CHERTO et al, 2006, p.16).

No Brasil, assim como nos demais países, é muito difícil elaborar um quadro ilustrativo do exato momento do surgimento da franquia empresarial. Porém, a história da franquia brasileira é muito relacionada com a empresa de calçados Stella, por meio do empresário Arthur de Almeida Sampaio, que utilizava algumas práticas presentes hoje nas franquias, como: fazer processos seletivos para escolher seus representantes, pesquisar sobre os que iriam realizar investimentos para instalar novos pontos, ou apenas utilizar os produtos já existentes com uma placa com o nome "Calçados Stella" (REDECKER, 2002, p.31). Enquanto que para outros autores como Cherto et al. (2006), as primeiras franquias no Brasil datam do início dos anos 60, tendo como as primeiras franquias no nosso país, as escolas de idiomas, como a Yázigi e a CCAA.

Apesar de todas as teorias acerca do surgimento das franquias no Brasil, todos os estudiosos concordam que a grande difusão do sistema se deu com a criação da ABF – Associação Brasileira de Franchising, no ano de 1987, tendo a instituição, a missão de “divulgar, defender e promover o desenvolvimento técnico e institucional deste moderno sistema de negócios”.

2.4.3 Dados Estatísticos do setor no Brasil

Segundo dados da ABF – Associação Brasileira de Franchising, o Brasil têm se tornado um dos países com maiores índices de crescimento no setor de franquias, e também se tornou uma rota para franquias internacionais que querem se instalar no país, devido principalmente a boa fase econômica, por qual passa o país, que inclusive tem demonstrado que as próprias franquias brasileiras também vêm e se desenvolvendo, alcançando mercados internacionais. Abaixo, segue um quadro com o Faturamento do setor de Franchising no Brasil no valor de bilhões de R\$.

Segmentos	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Acessórios Pessoais e Calçados	411	548	538	822	1.198	1.466	1.823	2.640
Alimentação	3.333	3.633	3.858	4.359	5.073	6.390	7.476	8.971
Educação e Treinamento	2.975	3.377	3.461	3.888	4.603	4.458	4.713	4.833
Esporte, Saúde, Beleza e Lazer	3.258	3.781	4.867	5.054	6.088	6.093	6.730	8.468
Fotos, Gráficas e Sinalização	1.262	1.296	1.287	1.278	1.254	1.331	1.401	1.438
Hotelaria e Turismo	296	301	357	645	683	778	915	1.021
Informática e Eletrônicos	247	277	290	377	470	568	684	723
Limpeza e Conservação	399	447	452	486	504	541	574	566
Móveis, Decoração e Presentes	1.116	1.187	1.418	1.923	1.951	1.945	2.197	2.350
Negócios, Serviços e Outros Varejos	9.259	10.467	9.953	9.902	10.288	11.899	14.774	17.894
Veículos	782	839	853	1.162	1.414	1.760	1.837	2.420
Vestuário	1.663	1.847	1.710	1.743	2.294	2.581	2.915	3.708
TOTAL	25.001	28.000	29.004	31.639	35.820	39.810	46.039	55.032

Tabela 1 – Crescimento do Faturamento em Bilhões de reais nas Franquias em determinados segmentos no Brasil no período de 2001 à 2008. Fonte: <http://www.portaldofranchising.com.br/numeros-do-franchising/evolucao-do-desempenho-do-franchising-anos-anteriores>.

O quadro acima da ABF mostra claramente o crescimento do setor de franquias no Brasil, onde que praticamente diversos setores de mercado obtiveram um diagrama positivo em relação a cada ano anterior no demonstrativo de receitas para cada setor de mercado pesquisado.

2.5 COMPANHIA HERING S.A.

2.5.1 Histórico da Companhia Hering

Criada como Tricotwaren Fabrik Gerbruder Hering na cidade de Blumenau, a trajetória da empresa mescla-se com a saga dos irmãos Hermann e Bruno Hering. Integrantes de uma tradicional família de tecelões da Alemanha.

Hermann foi o primeiro a tomar a decisão de vir para o Brasil, com o intuito de dar melhores condições de vida a seus filhos, deixando sua mulher, Minna, aos cuidados de seu irmão Bruno e cruzou o Atlântico em 1878. No Brasil, Hermann comprou um tear circular e um caixote de fios e assim começou a produção das primeiras peças.

Alguns meses depois, Hermann pede à mulher para que os filhos venham para o Brasil, e os dois filhos do casal chegam ao país em 1879, e em 1880 a mulher Minna e o irmão Bruno também se reúnem no Brasil, estando assim toda a família reunida. E a partir daí, os dois irmãos se aventuraram no empreendedorismo para criar o que hoje é a companhia Hering.

Devido a escassez da mão-de-obra instaurada pela Crise de 1929, começou-se uma descentralização da costura, com a aquisição de uma fábrica em Indaial-SC. A segunda geração da família Hering assumiu os negócios e dinamizou ainda mais a empresa, começam a construir novas unidades fora do município de Blumenau-SC.

A empresa foi a 1º exportadora de vestuários do Brasil, tendo o início das suas exportações em 1964. Em 1970, a Cia. Hering iniciou a produção da marca PUC com roupas alegres e coloridas para o público infantil. Com a evolução do público consumidor, a empresa evoluiu junto, buscando aperfeiçoar seus produtos e serviços para atender sempre seu exigente público. E de forma inovadora, em 1993, foi inaugurada a primeira loja Hering Store, evoluindo-se para se tornar uma grande rede de franquias nacional do segmento de vestuário no país.

Em 2007, a Cia. Hering ingressou no Novo Mercado da Bovespa e passou a integrar a carteira do índice de ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC).

De acordo com dados atualizados ao final de junho de 2013, a Cia. Hering possuía 589 franquias de suas marcas em 242 cidades brasileiras e outras 17 em localidades do Uruguai, Bolívia, Venezuela e Paraguai.

2.5.2 Possíveis impactos que o modelo de negócios da Hering cria em sua estrutura de capital

A Hering é um dos exemplos de empresa que passou de área puramente fabril para atuar no varejo. Com seu modelo de negócios atual tendo sido criado em meados dos anos 1990, quando a empresa abriu sua 1ª loja física em 1993 e passou a crescer vertiginosamente com o modelo de franquias e passando por mudanças no seu modelo de produção ao optar entre produzir internamente artigos de vestuário, terceirizar partes do seu processo produtivo, ou comprar artigos acabados de terceiros(no mercado interno e externo). A proporção da produção de suas marcas atualmente estão em 30% em fábricas próprias, 45% terceirizados e 25% importados já prontos e etiquetados, provenientes em sua grande maioria da China. Hoje a empresa possui dois centros de distribuição, um em Blumenau-SC e outro em Anápolis-GO, estrategicamente posicionados para atender a todas as lojas das redes Hering Store e PUC do Brasil.

Como forma de identificar o quanto este modelo de negócios criado a partir dos anos 90 têm impactado a estrutura de capital da empresa. Foi visualizado que conforme as unidades fabris, e a quantidade de ativos, tinham seus números drasticamente diminuídos conforme crescia o novo modelo de negócios da empresa. Esse novo modelo faz com que a empresa disponibilize capital de terceiros para as suas lojas ao adquirirem franqueados em todo o Brasil, já que a mesma tem entrado forte na área de varejo. Olhando-se atentamente aos investimentos de longo prazo da empresa, demonstra-se claramente que o intuito é a de justamente aumentar sua participação com um maior e crescente número de lojas em todo o país.

O número de investimentos nas áreas fabris teve pouca participação, sendo assim a empresa possui um bom número em seus caixas podendo utilizar recursos próprios para se financiar. Com o aumento do número de lojas franqueadas, a Hering conquistou seu mercado sem ter de se utilizar massivamente de seus próprios recursos e nem de empréstimos junto a bancos, mas tendo a sua participação com os franqueados, que com o pagamento de royalties pelo uso da marca, deram um grande retorno para os caixas da Hering. A terceirização da produção possibilita também colocar mercadorias de forma mais rápida e flexível nas lojas, aumentando os lucros obtidos pela empresa. Os fluxos de caixa justificam que a empresa, conforme a teoria da Pecking Order, possui maior propensão a utilizar recursos próprios para se financiar em primeiro lugar.

A geração de caixa tem crescido nos últimos anos, muito em consequência do crescimento do EBITDA e também com menores gastos com investimentos e capital de giro, por causa principalmente do modelo híbrido de produção, que reduziu os estoques da

companhia. Isso favoreceu para a criação de um caixa forte na empresa, conseguindo amortizar dívidas de longo prazo. Visto pelos balanços recentes da empresa, os gastos com financiamentos de terceiros, principalmente os de longo prazo diminuíram muito. E o modelo de franquias retira grande parte dos financiamentos de curto prazo a que a empresa estaria sujeita. Os investimentos em intangíveis foram os que mais cresceram, pelo fato de ter de criar ações de marketing e promocionais para dar maior transparência e deixar o nome Hering como uma marca de excelência no mercado nacional e internacional. Porém os investimentos da empresa são especialmente voltados para a área industrial e recentemente para a infraestrutura de TI, já que houve uma implementação do sistema SAP na companhia. O tamanho das lojas também sofreu um ajuste, diminuindo sua área, e assim, diminuindo o investimento inicial e atraindo ainda mais novos franqueados e atingindo espaços ainda pouco explorados pela marca no Brasil.

Por fazer parte de uma área, como a de varejo, a empresa trabalha com operação de cartões de crédito, recebendo uma grande parcela de seu montante para a conta de recebíveis, já que muitos clientes dividem em parcelas suas compras, e muito por causa dos recebíveis é que a empresa acaba por utilizar recursos de terceiros para certos investimentos de longo prazo, podendo se atribuir de algumas deduções fiscais. Tendo também aprovado o pagamento de dividendos sobre a forma de juros sobre capital próprio, para obter abatimentos nas contribuições sociais da empresa.

Como hipótese iremos olhar atentamente para o modelo adotado pela Hering, que se utiliza da estratégia de crescimento através de franquias e o modelo híbrido de produção, como esses modelos podem influenciar na estrutura de capital da companhia. E como os seus investimentos são guiados através destas estratégias de negócios.

3. METODOLOGIA

3.1 Método de pesquisa: Estudo de caso com dados secundários

A metodologia escolhida para o tema proposto foi o de obtenção e análise de dados da empresa HERING S.A. e feito posteriormente um benchmarking com outras empresas listadas na bolsa para efeito de comparação entre suas estruturas de capital. Como referência para a

utilização correta da metodologia foi utilizado os padrões propostos pelos autores Marina de Andrade Marconi e Eva Maria Lakatos no livro Fundamentos de Metodologia Científica.

Foram levantados como fonte de dados e para estudo de caso, o balanço patrimonial da Hering S.A., assim como seu Fluxo de Caixa, DRE(Demonstrativo do resultado do exercício), como forma de coleta dos dados para obtenção de como ela conduz seus financiamentos e como ela se estrutura em suas estratégias, todos os dados foram levantados pelo site da CVM(Comissão de Valores Mobiliários).

Em relação aos procedimentos realizados neste trabalho, o mesmo será uma pesquisa documental, utilizando dados oficiais e abertamente disponíveis, quanto às informações econômico-financeiras da empresa estudada. Os dados utilizados podem ser classificados como secundários, pois os dados não foram coletados diretamente na fonte, serão informações previamente fornecidas pela empresa, após a consolidação de seus dados operacionais anuais. Os principais documentos utilizados serão os balanços patrimoniais, assim como seus fluxos de caixa e a DRE (Demonstrativo do resultado do exercício) da empresa estudada.

Será feita após a coleta de dados, uma análise dos dados obtidos, com a descrição das características da empresa estudada, objetivando entender o que cada dado encontrado significa na composição do assunto estudado, abordando os principais problemas expostos neste trabalho, e por fim serão utilizados alguns modelos científicos para validação e análise das relações existentes entre as variáveis estudadas.

4. ANÁLISE DOS DADOS

A partir de dados encontrados com base nos Fluxos de Caixa, DRE (Demonstrativo de Resultado do Exercício), Balanços Patrimoniais, dentro de um período que vai de 2004 até 2013. Verificou-se que há uma grande demanda por investimentos para a expansão da marca Hering e de suas controladas como PUC e Hering Kids. E essa expansão se dá principalmente por meio do sistema de Franchising. Modelo muito adotado por conseguir financiar os investimentos com capital de terceiros que se tornam sócios do negócio e donos de uma loja física, através de análises sociais e econômicas de regiões em que se pretende atingir com a abertura de novas lojas e de potenciais franqueados, é que então se decide por dar totais condições para que o franqueado abra uma loja em uma região específica que atenda todos os pré-requisitos da Hering.

Dentro dos padrões do Franchising, a Hering consegue manter um elevado caixa para investimentos em Marketing e Logística. Com a diminuição de lojas próprias se percebe a priorização de um caixa forte, porém também a confiança em relação aos franqueados, que se tornam parte importante do operacional da empresa. O caixa forte faz com que se obtenha reservas para tempos de recessão econômica.

	Industry Median	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Earnings Quality Score	62	75	94	83	80	85	85	53	N/A	N/A	N/A
Retail											
Same Store Sales	-	-	-	12.70%	24.40%	27.20%	27.10%	18.00%	-	-	-
Inventory per Square Ft (BRL)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Sales per Retail Square Ft (BRL)	-	-	-	BRL2,263.21	BRL2,196.04	BRL1,845.15	BRL1,510.23	BRL1,172.90	-	-	-
Operating Expense per Square Ft (BRL)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
# Stores	-	-	638.	530.	-	365.	311.	248.	209.	204.	204.
Rent Exp as % Retail Sales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rent Exp per Square Ft (BRL)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Customer Visits	-	-	-	12,647,000.	10,324,417.	7,391,080.	5,225,865.	3,353,403.	-	-	-
Merchandise Margins	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Figura 1- Cia Hering | Ratios - Key Metrics | Fonte: Thomson Reuters.

Como observado na imagem acima, o aumento no número de lojas que passou de 204 à 638 no período que vai de 2004 até 2012. Em 8 anos foram triplicados os números de lojas em todo o Brasil. Com isso o aumento no número de clientes em quase 4 vezes e nas receitas da Hering. É possível ver também a diminuição na porcentagem no número de lojas próprias, demonstrando que a Hering apostou fortemente nos últimos anos no Sistema de Franquias.

Há no Sistema de franquias uma forma de crescimento rápido e sem injeção de dinheiro próprio da empresa. Porém é uma forma que como se emitisse ações, a empresa passa a adquirir sócios minoritários, que passam a ter partes dos lucros da empresa que requer em contrapartida que os franqueados disponibilizem uma parte dos lucros da franquia para a empresa franqueadora. Como taxas de franquia, que é uma taxa normalmente denominada para uso da marca, em especial paga no início do contrato entre franqueado e franqueador. Taxas de Royalties que constitui um valor pago periodicamente ao franqueador para remunerar a tecnologia que o mesmo lhe dispõe e por qualquer serviço prestado pelo franqueador ao franqueado, consiste normalmente em um percentual fixo, preestabelecido no contrato, aplicado sobre o montante do faturamento bruto da franquia. Taxas de publicidade e propaganda, taxa paga periodicamente ao franqueador para a formação de um fundo financeiro

cujo objetivo é o de servir ao fomento comercial e divulgação da marca, produtos e conceitos, além do fomento da própria rede de franquias, principalmente por meio de propaganda, publicidade e outros meios de divulgação. Normalmente as taxas pagas periodicamente durante o contrato entre as partes, são percentuais sobre o montante de faturamento bruto da franquia. As 3 taxas já mencionadas são as principais e mais comuns taxas cobradas pelas franquias, podendo haver outras taxas de acordo com cada contrato.

Esta relação entre franqueado e franqueador proporciona vantagens para ambas as partes, já que mesmo repassando parte dos lucros para os franqueados. A empresa ainda conquista lucros com as taxas cobradas de cada franqueador e consegue ao mesmo tempo crescer e ampliar sua abrangência em todo o Brasil.

Olhando-se para o Balanço Patrimonial da empresa podemos ter uma noção clara de como se desenvolve a estratégia da Hering. Esta que tem feito um forte estudo no setor de vestuário e concluiu que além da Hering Store, as suas marcas Hering Kids, PUC e Dzarm também podem se destacar no setor. As vendas no Multimarcas ainda representam um grande percentual nas vendas da Dzarm que conta com apenas uma loja própria da marca no Shopping Anália Franco na cidade de São Paulo-SP. Então o aumento no número de franqueados acompanha não somente a marca tradicional Hering, mas também as suas ramificações, que tem acompanhado o ritmo de crescimento. Abaixo segue uma tabela com as dívidas de longo prazo da Hering e comentarei também sobre o quanto isso implica na análise da sua estrutura de capital.

Anos	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Total da Dívida de Longo Prazo	--	--	34,9	53,9	77,6	145,1	124,8	--
Dívida de longo prazo com maturação de até 1 ano	--	--	11,8	27,8	36,9	84,2	73,2	--
Dívida de longo prazo com maturação de até 2 anos	--	--	15,7	11,6	15,6	23,4	33,0	--
Dívida de longo prazo com maturação de até 3 anos	--	--	1,9	6,7	14,5	13,0	4,6	--
Dívida de longo prazo com maturação de até 4 anos	--	--	5,5	2,6	7,1	12,0	3,8	--
Dívida de longo prazo com maturação de até 5 anos	--	--	--	5,2	2,1	6,4	2,8	--
Dívida de longo prazo com maturação de até 6 anos	--	--	--	--	1,4	1,8	1,8	--
Dívida de longo prazo com maturação de até 7 anos	--	--	--	--	--	4,3	1,8	--
Dívida de longo prazo com maturação de até 8 anos	--	--	--	--	--	--	3,9	--
Imposto de Renda	62,7	50,6	61,2	20,4	11,3	21,5	--	--
Receita da empresa	1.679,8	1.491,3	1.353,2	1.013,5	720,9	514,9	369,2	330,0

Tabela 2 – Amortização das dívidas de longo prazo em MILHÕES DE REAIS. Fonte: Thomson Reuters.

As dívidas de longo prazo da Hering se mostraram em uma grande decaída a partir de 2008, isso pressupõe que com o aumento do número de lojas e de maior faturamento a Hering pôde acumular reservas para sanar as dívidas de longo prazo. A começar com as dívidas mais longas de até 8 anos e amortizando as dívidas conforme o seu tempo de maturação feitos em contrato. Com isso houve um aumento no imposto de renda, triplicando o mesmo em apenas 3 anos. Conforme a teoria do Trade Off poderíamos pressupor que pelo acúmulo de reservas e menos dívidas, justificaria o aumento do imposto de renda, entretanto sabe-se que a política de

distribuição controlada de dividendos aos acionistas, e também em especial o aumento das receitas da empresa nos últimos anos que vêm mostrando o quanto o alcance nacional conquistado pela empresa impulsionado pelo forte crescimento da classe média brasileira e por seu sistema de franquias ter em pouco tempo atingido muitas localizações geográficas, o aumento das receitas e lucros acaba vindo como consequência das estratégias da própria empresa e assim se explica o aumento no imposto de renda da Hering.

4.1 Composição de Ativos X Estrutura de Capital

Anos	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Total de Obrigações	--	23.0	19.9	17.1	15.4	9.7	--
Total de Ativos	--	21.7	19.6	18.9	18.8	11.8	--

Figura 2 – Totais de Obrigações e de Ativos por ano. Fonte: Thomson Reuters.

Seguindo pelo Balanço da Hering houve um aumento no total de Obrigações conjuntamente com mesma proporção um aumento no total de ativos que pode-se levar em consideração os investimentos em infraestrutura na parte de suporte para a infraestrutura, como por exemplo compra de equipamentos e de instalações de produção, edifícios, móveis e utensílios, terrenos e veículos e bens de informática. Entretanto os investimentos feitos pela empresa se passaram mais por parte com capital próprio, já que a partir de 2003 a empresa vêm focando principalmente no seu crescimento através de franquias, com a abertura não somente de lojas Hering Store mas também em lojas da HERING KIDS, PUC e DZARM, marcas pertencentes a Companhia Hering. O fortalecimento destas marcas têm sido o um dos principais objetivos da empresa, com a abertura de novas lojas direcionados ao público infantil como é o caso da Hering Kids.

Algumas das obrigações da empresa estariam atreladas a alguns programas conforme a empresa disponibiliza no site da CVM. Um dos programas seria baseado no Desenvolvimento da Empresa Catarinense (PRODEC), que é destinado a financiar a modernização de empreendimentos que contribuam para a geração de empregos e renda para a sociedade catarinense e que incrementem os níveis de tecnologia e competitividade da economia do Estado. A principal contribuição da Companhia Hering para fruição deste incentivo

compreende a realização de investimentos, sendo que estes foram devidamente cumpridos ao longo do período em que o incentivo foi usufruído.

Outro programa seria uma continuação do primeiro, chamado de PRODEC III, que estabelece diretrizes para a manutenção do programa PRODEC. Um terceiro programa seria o Fundo de Participação e Fomento à Industrialização do Estado de Goiás (FOMENTAR) – Destinado a reforçar o capital de giro para implementação da unidade situada no município de Anápolis. Para fruição deste incentivo a Companhia Hering têm como principais obrigações a implantação de sua unidade industrial e o pagamento de suas obrigações trabalhistas, previdenciárias e tributárias. Tais obrigações foram já integralmente cumpridas durante o período de fruição do incentivo.

Há ainda outros programas como o de Apoio ao Desenvolvimento Industrial do Rio Grande do Norte e o programa de Desenvolvimento Industrial de Goiás (PRODUZIR). Todos estes programas são parte das obrigações da empresa Hering, que sabe que fazendo parte de uma sociedade e ela tem uma certa forma de contribuir para o desenvolvimento e ampliação econômica e social de certas regiões, como os programas voltados para o estado de Goiás e em especial a cidade de Anápolis-GO, onde a Hering possui uma Fábrica.

Em consequência destes investimentos a Companhia Hering consegue incentivos fiscais, validados pelos próprios estados em que é feita a iniciativa, estes investimentos são feitos através do próprio caixa da empresa, já que é feito deduções na receita da empresa relacionados a estes incentivos, observado no Balanço Patrimonial da empresa. Conclui-se com isso que no Brasil há investimentos que no caso da Hering provém de seu caixa financiamentos em projetos que visem melhorar e adequar os padrões de vida de uma comunidade como fator para aproveitar as isenções fiscais provenientes destes programas. Conforme a teoria de Durand (1952), a empresa se endividaria até um certo nível considerado ótimo onde teria com isso o pagamento de uma taxa menor de tributos. No caso da Hering ele financia projetos e consegue com isso incentivos fiscais, porém o financiamento é feito com capital próprio, não possuindo conexão com a teoria de Durand.

A empresa possui ainda obrigações com provisões para riscos, com o pagamento de diversos processos de natureza trabalhista, civil e tributária. A empresa separou-os em provisões para riscos em seus balanços, considerados como perdas prováveis pela assessoria jurídica da empresa.

Outros gastos são relacionados aos benefícios, como plano de saúde e previdência privada para seus funcionários. São gastos que podem sofrer alterações conforme contratos de ano a ano, mas que não influenciam na estrutura de capital da Hering.

Logo em seguida comentarei sobre o aumento das reservas de lucro da empresa, e seu impacto em sua estrutura de capital, conforme tabela que mostra a evolução de suas reservas e no aumento no número de lojas físicas.

<i>ANOS</i>	<i>RETENÇÃO DE LUCROS (PREJUÍZOS) ACUMULADOS</i>	<i>NÚMERO DE LOJAS</i>
2013	647,6	--
2012	533,3	638
2011	468,6	530
2010	291,1	--
2009	135,5	365
2008	32,7	311
2007	(100,4)	248
2006	(114,2)	209
2005	(114,0)	204
2004	(144,9)	204

Tabela 3 – Retenção de Lucros (Prejuízos) acumulados em MILHÕES DE REAIS e número de lojas por ano. Fonte: Thomson Reuters.

A tabela acima mostra o quanto houve de retenção de lucros num período de 10 anos, partindo de uma base negativa que se seguiu até 2007 para passar para um total positivo em 2008 e aumentando a retenção de seus lucros ano a ano até 2013 mostrando uma grande evolução e pode-se identificar que o aumento no faturamento e no número de lojas ocasionou um aumento também nas reservas. Os últimos anos demonstram o quanto a Hering ampliou o número de lojas nos últimos anos pensando em conquistar o bom momento que o mercado brasileiro alcançou no século XXI. Já com uma marca consolidada no mercado e com grande poder de exposição dentro do território nacional, a Hering traçou precisamente uma meta de

abertura de novas lojas e com o aumento das receitas pode sanar dívidas de longo prazo que eram as principais pendências da empresa e pôde passar a reter seus ganhos, com o menor gasto próprio no financiamento de seus investimentos, vemos que a retenção acompanhou o aumento do número de lojas, isso implica na pouca utilização de capital próprio para a estratégia de crescimento através de franquias da Hering.

Em comparação com a tabela de amortização das dívidas de longo prazo, fica evidente o quanto a empresa mesmo reservando parte importante de seus lucros, obtém de uma grande margem de vendas, que lhe proporciona uma imensa receita, podendo assim amortizar dívidas de longo prazo durante o mesmo período que aumentou suas reservas, já que a partir de 2008 que foi o ano em que a Hering obteve uma retenção positiva de seus lucros, no mesmo ano as suas dívidas de longo prazo passam a diminuir, demonstrando que com as reservas positivas ela consegue sanar seus débitos, utilizando para isso capital próprio. Mas o dinheiro em caixa foi destinado para amortizar as suas dívidas e não como parte de financiamento de novos investimentos. Por que com as ações da empresa viradas para atender ao máximo o seu público consumidor ela aumentou suas lojas para atrair mais clientes e aumentar seus lucros, envolvendo nisso o capital dos franqueados. Pela tabela abaixo podemos considerar que as estratégias da empresa têm dado certo, em especial pelos fatores favoráveis em que a macroeconomia brasileira se encontrava no período estudado.

4.2 Riscos e Rentabilidade X Estrutura de Capital

<i>ANOS</i>	<i>RECEITAS BRUTAS</i>	<i>RECEITAS LÍQUIDAS</i>
2013	1.679,8	318,2
2012	1.491,3	311,0
2011	1.353,2	297,3
2010	1.013,5	212,0
2009	720,9	137,5
2008	514,9	37,7
2007	369,2	13,8
2006	330,0	6,8
2005	320,3	31,0
2004	334,2	(17,7)
2003	297,7	11,6
2002	312,6	(126,8)

Tabela 4 – Receitas Brutas e Receitas Líquidas por ano em MILHÕES DE REAIS. Fonte: Thomson Reuters.

Conforme evidenciado com o quadro acima que mostra as Receitas Brutas e as Receitas Líquidas da Companhia Hering nos últimos 10 anos. A Hering praticamente aumentou suas receitas tanto bruta como líquida em todos os anos obtendo médias bem acima do ano anterior. A empresa que chegou a ter uma receita líquida que variava entre o negativo e o positivo com baixos índices, a partir de 2007 obteve um crescimento positivo contínuo e sem variação. O crescimento das receitas e das reservas da empresa está ligado ao gerenciamento de riscos que a Hering possui para mitigar os riscos inerentes que a empresa pode sofrer, como exemplo o Risco com crédito, que decorre da possibilidade da Companhia sofrer perdas decorrentes de inadimplência de seus clientes ou de instituições financeiras depositárias de recursos ou de investimentos financeiros. Uma das práticas que a empresa possui para diminuir esses riscos, é

a análise das situações financeira e patrimonial de seus clientes, assim administra o risco de crédito por meio de uma qualificação e concessão de crédito.

Há o risco da taxa de juros, decorre da possibilidade de a Companhia sofrer ganhos ou perdas consequentes de oscilações de taxas de juros incidentes sobre seus ativos e passivos financeiros. Para diminuir esses riscos a empresa procura diversificar a captação de seus recursos e também efetua operações de proteção para reduzir o custo financeiro das operações.

Apesar de possuir outros riscos, como exemplo o risco da taxa de câmbio. Irei me basear apenas sobre os dois já mencionados, pois eles demonstram a preocupação que a empresa tem com seus ativos e passivos financeiros. Com as ações e práticas voltadas para minimizar os riscos que envolvem o capital de terceiros através de empréstimos. A Hering mostra que é uma empresa que se preocupa em não se endividar demais a ponto de não conseguir honrar suas dívidas. E isso implica na sua estrutura de capital que é a de não se endividar mais do que a empresa possui a ponto de passar seus ativos e seu caixa, mantendo sempre um bom fluxo entre seus ativos e seus passivos. Por conhecer que há também os riscos de mercado e risco de liquidez, a Companhia deste modo tenta se antecipar perante as possíveis mudanças no cenário Macroeconômico e Microeconômico que afetam os seus negócios.

Quanto á rentabilidade da empresa, ela tem alcançado incríveis margens, vista que o negócio de franquias não somente o de vestuário, mas o de muitos outros segmentos tem aumentado significativamente os seus ganhos num período recente. Em comparação com seus principais concorrentes, como as Lojas Marisa S.A. e a Renner, ela vem mantendo um percentual melhor com relação as suas receitas e lucros líquidos, podendo analisar de perto através do quadro que se segue, que mostra as Receitas (Revenue), ROE(Return On Equity) que representa o Retorno sobre o Patrimônio Líquido e as Dívidas de cada uma das empresas:

<i>EMPRESAS</i>	<i>RECEITAS</i>	<i>ROE</i>	<i>DÍVIDAS</i>
HERING	10.6%	37.6%	2.7%
RENNER	7.0%	29.1%	119.4%
MARISA	-4.6%	8.0%	71.5%

Tabela 5 – Percentual de Receitas, Retorno sobre Patrimônio Líquido e Dívidas. Fonte: Thomson Reuters.

Pelo quadro acima podemos notar que em relação às Dívidas, a Hering foi a que teve o menor percentual, mostrando o quanto ela se preocupa em ter um endividamento consciente e sua política de controle dos riscos envolvidos como já mencionado anteriormente. As suas receitas se apresentam ainda superiores aos concorrentes, apesar do bom índice que a Renner também conquistou. Quanto ao ROE, mais uma vez a Hering passou na frente de suas concorrentes e mais uma vez a Renner esteve com um bom percentual. O ROE implica no quanto a empresa alavancou com os retornos obtidos sobre seu patrimônio Líquido, ou seja, o quanto a empresa consegue agregar valor a sua marca utilizando capital próprio, o quanto ela consegue pagar com seus próprios recursos os seus investimentos e seu crescimento dentro de um setor específico de atuação no mercado. Pelo ROE da Hering é fácil traduzir o quanto ela em relação aos seus concorrentes consegue dispor de um caixa forte para financiar seu próprio crescimento. Que no caso da Hering os retornos cada vez maiores disponíveis para financiamento de investimentos foram em contrapartida acumulados, como já foi visto no quadro com o acúmulo de reservas da empresa. A companhia Hering tem acumulado grandes reservas pelo fato de poder crescer com os recursos de terceiros que no caso seriam os franqueados, o que não acarreta endividamento para a empresa. E assim, ela pode aumentar suas reservas sem realizar grandes gastos próprios e nem mesmo utilizar volumosos empréstimos.

Para finalizar, o EBIT (Earning Before Interest and Tax) e o EBITDA (Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) ano a ano estão no quadro logo abaixo mostrando um pouco mais o aumento da rentabilidade, tirando as despesas com juros, impostos no EBIT e ainda as depreciações e amortizações da Companhia Hering com o EBITDA no período. Com essas informações fica fácil estabelecer o quanto realmente houve de aumento operacional da Hering no presente estudo, assim tendo o seu lucro líquido para efeito de comparação.

<i>ANOS</i>	<i>EBIT</i>	<i>EBITDA</i>	<i>LUCRO LÍQUIDO</i>
2013	406,1	440,1	318,2
2012	374,7	408,9	311,0
2011	364,9	394,3	297,3
2010	253,4	276,5	212,0
2009	134,8	154,5	137,5
2008	89,9	96,5	37,7
2007	12,7	15,0	13,8

Tabela 6 – Valores de EBIT, EBITDA e o Lucro Líquido por ano em MILHÕES DE REAIS.

Fonte: Thomson Reuters.

Pode-se observar que os impostos e despesas financeiras tem uma margem considerável, em todos os anos desde 2007, tendo o lucro líquido da empresa um montante maior nos anos de 2007 e 2009 por causa de receitas financeiras e venda de equipamentos e instalações.

4.3 Tamanho X Estrutura de Capital

O tamanho da empresa é uma das variantes que explicam a estrutura de capital das empresas. No caso da Hering o grande número de lojas e com isso a sua abrangência em grande parte do território nacional, considerada como uma das grandes marcas do varejo brasileiro. Com um grau de tamanho que lhe confere acesso a bons créditos do BNDES e a empresa possui ainda crédito com o FNE (Atual Banco do Nordeste), que com créditos disponíveis e condições favoráveis, a Hering consegue boas vantagens na obtenção de crédito destes bancos públicos. Apesar de que com as políticas de crescimento por franquias, têm causado uma diminuição nos empréstimos para com estes bancos. No ano de 2010 foram tomados R\$ 16.180,00 passando para R\$ 11.363,00 em 2011 e então para R\$ 10.440,00 em 2012, valores arredondados na casa dos MIL reais. Portanto, para eventuais cenários menos favoráveis na economia tanto local como global, a estratégia da Hering de manter um bom montante em reserva para lidar de maneira tranquila com tais cenários e também conseguir

honrar suas obrigações e dívidas para com grandes bancos como é o caso do BNDES e do FNE, que são os bancos provedores de créditos que auxiliam em grandes investimentos da companhia Hering. Abaixo vemos um quadro com o aumento no número de clientes que compraram produtos nas lojas da Hering.

<i>ANOS</i>	<i>NÚMERO DE VISITAS DE CLIENTES</i>	<i>MARGEM DE VENDAS</i>
2011	12.647.000	49.5%
2010	10.324.417	48.5%
2009	7.391.080	47.3%
2008	5.225.865	46.3%
2007	3.353.403	39.4%

Tabela 7 – Número de visitas de clientes nas lojas Hering e o percentual de vendas por ano. Fonte: Thomson Reuters.

Esse aumento conflui exatamente com o aumento no número de lojas da rede, que passa a atender mais pessoas e aumentar sua margem de vendas. Quanto maior a rede mais facilidades ela encontra em poder conseguir bons créditos junto aos bancos, mas por outro lado ela tem de enfrentar novos investimentos para atender a crescente demanda e encontrar novas formas de encarar uma logística mais complicada e ter de realizar investimentos em novas fábricas e centros de distribuição para as lojas da marca.

Com o aumento de seu tamanho, a empresa passa a necessitar de mais matéria-prima e de maior número de fornecedores, e assim, passa a ter um maior poder de barganha com seus fornecedores, tendo oportunidades de escalonar suas obrigações, podendo manter com isso uma boa reserva de seus lucros.

4.4 Oportunidades de Crescimento X Estrutura de Capital

Uma variante determinística da estrutura de capital de uma empresa está relacionado com as oportunidades futuras de crescimento que se preveem para ela. A Hering se preocupa

com as projeções futuras, já que segundo a variante de crescimento, os custos de uma eventual falência seriam muito graves para a empresa como um todo.

No caso da companhia Hering ela possui uma grande quantidade de ativos tangíveis, porém com o grau e rapidez de crescimento do sistema de franquias, a companhia rapidamente se transformou num grande conglomerado de lojas, mas estas mesmas lojas em sua grande maioria são pertencentes aos franqueados, que como já se sabe pagam pelo uso da marca e são donos de todos os ativos disponíveis em suas lojas. Isso faz com que a empresa passe a ter um tamanho que não condiz com o montante em ativos tangíveis que poderiam ser atribuídos em caso de insucesso em novos investimentos futuros para as expectativas da empresa. Por isso, presume-se o fato de a Hering ter ao longo dos últimos anos aumentado sua reserva de lucros, ter disposto de capital próprio para investimentos e já ter amortizado quantias relevantes de seu passivo dedutível no longo prazo. A cúpula de administração da empresa se atentou precisamente a cenários econômicos futuros, já visando e se preparando para o ano de 2014, que sendo um ano com eleições presidenciais e também ano de Copa do Mundo, poderiam desaquecer as vendas da companhia.

4.5 Relação com Ações da Hering

Seguindo o quadro de ações da empresa na Bovespa, percebemos o quanto a empresa presa por dar total consideração a momentos de dificuldades em manter o seu caixa forte, tendo apenas ações ordinárias, sem nenhuma ação preferencial ao término do exercício do ano de 2012. Pode-se observar o proposto no quadro abaixo.

Dados da Empresa / Composição do Capital

Número de Ações (Mil)	Último Exercício Social 31/12/2012
Do Capital Integralizado	
Ordinárias	164.224
Preferenciais	0
Total	164.224
Em Tesouraria	
Ordinárias	0
Preferenciais	0
Total	0

Figura 3 – Número de Ações no Encerramento do Exercício de 2012.

Fonte: www.ciahering.com.br

A Hering possui um programa de opção de ações, em que o Conselho de Administração aprova propostas de implementação dos próprios programas em cada ano, desde o ano de 2008. Se aprovado em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária, a empresa outorga a opção de compra de ações em um montante preestabelecido aos administradores e executivos beneficiados pelo programa ao preço de fechamento do exercício. Atualizados pela variação do IPC-A.

As emissões de opções de compra de ações por parte dos executivos e administradores da empresa propõe que ela utiliza essas opções não como forma de financiamento para investimentos, mas como remuneração de seus executivos. Portanto, as emissões de ações têm por parte diferentemente da teoria da Pecking Order o financiamento de programas relativos a pagamento de bônus.

Seguindo o Estatuto Social que determina uma distribuição mínima de 25% do lucro líquido do exercício aos acionistas. No ano de 2012 como exemplo de seu lucro líquido de R\$ 311.014.000,00 foram pagos R\$ 119.883.000,00 de dividendos sendo R\$ 61.630.000,00 provindos dos 25% obrigatórios e os outros R\$ 80.408.000,00 são os dividendos deliberados pelo Conselho de Administração e que são pagos antes do encerramento das demonstrações financeiras da empresa. Há então um pagamento do mínimo apenas e conforme os resultados do exercício há mais um pagamento adicional de dividendos que complementa o pagamento mínimo proposto por lei. Com as crescentes receitas, a Companhia Hering demonstra que repassa á seus acionistas as variações que a acarretam em cada exercício que se encerra.

5. CONCLUSÃO

O presente trabalho consistiu em estabelecer como o modelo de franquia afeta a estrutura de capital da Cia. Hering S.A., o quanto influencia em seus investimentos e em suas diretrizes e estratégias para o futuro.

O trabalho mostrou o quanto o modelo de franquias utilizado pela Hering. Deixando a maior parte de seus investimentos para crescimento em função de terceiros, que seriam os franqueados, poupando os seus fluxos de caixa, e os investimentos de capital próprio para despesas com marketing e sistemas de tecnologia, como a implementação do Sistema SAP. Nem mesmo a produção têm demonstrado gastos de capital próprio, justamente por causa de seu modelo híbrido de produção, que terceiriza e importa grande parte de sua produção.

Diferentemente das teorias propostas, como a Pecking Order e o Trade Off, a Hering não possui uma estrutura considerada ótima, e nem mesmo uma hierarquia de capital para seus investimentos como a teoria da Pecking Order propõe. A estratégia de investimentos da Hering foi muito pautada no envolvimento de terceiros, em detrimento da teoria da Pecking Order que estabelece utilizar capital próprio como primeira forma para investimento, adquirindo capital de terceiros apenas como segunda opção.

Porém o Sistema de franquias se difere de uma forma tradicional de financiamento com capital de terceiros. Já que a empresa não se endivida e sim apenas repassa uma parte dos lucros à terceiros, apesar de repassar uma parte aos franqueados, os mesmos terão de repassar uma parte do faturamento da loja para a companhia Hering em forma de taxas, além da taxa inicial, para uso da marca. Isso demonstra que a Hering não se preocupa com um endividamento ótimo que aumente suas reservas.

A empresa também aproveita para comercializar os produtos de sua marca em lojas multimarcas de todo o Brasil. Uma parte de seus lucros é proveniente das vendas em lojas multimarcas. E com isso mais uma vez, a empresa ganha maior atenção para sua marca dentro de estabelecimentos que reúnem diversas marcas. Se mostrando presente onde seus concorrentes também estão. Além de faturar uma grande quantia sem ter que fazer nenhum investimento pesado ou ter que se utilizar de capital próprio e nem de terceiros para cumprir com a estratégia de abrangência nacional de sua marca.

Diante do número de ações que a empresa possui no Novo Mercado da BM&FBovespa, durante os últimos anos e o baixo número de novas emissões de títulos, entende-se que a empresa usou-se pouco o financiamento por emissão de títulos. Os Títulos emitidos pela

empresa foram em especial para pagamento de bônus para administradores e executivos, e não para financiamento de novos investimentos.

Considerando todos os determinantes que determinam a estrutura de capital da companhia Hering. A companhia se mostrou consciente de como o seu crescimento acelerado através de franquias poderia lhe conferir tanto uma abrangência da marca em grande parte do território nacional, considerando a macroeconomia brasileira no século XXI. Aumentando o seu lucro, e não tendo que utilizar grandes quantias de capital próprio como também de empréstimos dedutíveis tanto no curto prazo como no longo prazo. A maior parte dos empréstimos provém para a infraestrutura administrativa e industrial que a empresa possui. Conforme há um aumento no número de lojas e conseqüentemente o aumento de lucros, a empresa passa ao mesmo tempo a reter uma parte de seus lucros e a deduzir os seus passivos de longo prazo. Vemos que conforme a empresa aumenta seu tamanho e sua rentabilidade, ela passa a ter maior poder de barganha junto a seus fornecedores nas formas e prazos de pagamento de suas obrigações, e com isso consegue pagar boa parte de suas obrigações sem comprometer a reserva de seus lucros.

E quanto maior as expectativas de crescimento se mantiverem, maior tende a ser o poder de barganha da Hering com seus fornecedores. E pelo fato de manter uma boa quantidade de reserva para casos de insucessos financeiros e poder honrar suas obrigações sem necessitar de empréstimos já demonstra o porquê a companhia está sempre escolhendo se financiar com recursos próprios e com o ritmo de crescimento no faturamento da companhia nos últimos anos cada vez mais ela poderá ter formas de cumprir com suas próprias obrigações sem necessitar de capital de terceiros.

Os riscos inerentes a qualquer negócio também tem uma parcela importante nas características de sua estrutura de capital. A Companhia Hering desenvolveu ao longo do tempo, práticas que visam diluir seus riscos, os quais seus administradores já conhecem e reconhecem. Diminuindo os riscos, a empresa fica menos propensa a inadimplência de possíveis clientes devedores. E com isso ela consegue aumentar os seus ativos presentes, em especial seu caixa, mantendo ele sempre elevado, podendo investir seu próprio capital em futuros investimentos e diminuir gradativamente a dependência de empréstimos para projetos mesmo que não demandem uma quantia volumosa de capital.

A composição de ativos é outro fator muito importante para explicar a estrutura de capital de uma empresa já que a quantidade de ativos da companhia Hering vem crescendo muito impulsionado por seu sistema de franquias que alavancou as vendas da empresa e levou

os produtos e serviços Hering para varias localidades do Brasil. Para se aproveitar dos lucros obtidos a Hering passou a investir em programas de desenvolvimento regionais de forma que obteve incentivos fiscais e também passou a colocar em aplicações financeiras que lhe proporcionam ainda maior incremento em suas receitas. A Hering mostra com isso que sabe o quanto é importante ter uma boa base de capital próprio para financiar projetos que ajudam a uma comunidade em geral e também receber incentivos que a ajudam em suas contas. Mais uma vez a empresa mostra que o capital próprio pode ser utilizado em outras formas a aumentar o seu valor. Tudo proporcionado em parte considerável pelo seu modelo de negócios que é o *Franchise*.

A Hering mostrou que com o Sistema de Franquias se consegue crescer e ter uma imensa abrangência em todo o território Nacional, podendo até mesmo transpor barreiras e atuar fora do Brasil. Tudo isso utilizando mais o capital de terceiros do que com capital próprio para o financiamento deste crescimento. O capital de terceiros vem dos franqueados que tem um papel muito importante para o crescimento da empresa, já que todo o operacional, em grande parte é proveniente do trabalho dos franqueados, então o franqueador se mantém em casos de qualquer problema, disposto a ajudar e a manter um relacionamento fiel e transparente e de total apoio, para que além de prover todo o suporte necessário para que o franqueado cresça, ele se sinta parte da empresa e não somente o dono de uma loja de roupas em um bairro ou em um Shopping Center, e assim a relação se mantém duradoura e forte através do tempo.

O sistema de franquias é considerado um modelo de negócios que, segundo dados da ABF – Associação Brasileira de Franchising, alcança recorde atrás de recordes e possibilita um crescimento acelerado de um negócio, mas por trás das franquias há sempre uma marca consolidada e muito forte dentro de seu segmento de atuação no mercado o que proporciona um maior conhecimento por seus clientes da reputação e qualidades dos produtos e serviços prestados pela marca. Por isso se vê muitas pessoas que procuram fazer parte deste modelo de negócios, seja criando sua própria franquia ou se tornando um franqueado de uma marca já conhecida e estabelecida.

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

ABF – Associação Brasileira de Franchising. Disponível em < www.portaldofranchising.com.br/> Acesso em 04/05/2014.

BRITO, G. A. F.; BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J. **Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil**. R. Cont. Fin. • USP • São Paulo • n. 43 • p. 9 - 19 • Jan./Abr. 2007.

CHERTO, M. R. **Franquia: uma estratégia para a expansão dos negócios**. São Paulo: Premier, 2006.

CIA. HERING. Disponível em < www.ciahering.com.br/> Acesso em 11/06/2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de companhias abertas. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 18/03/2014.

DAVID, M.; NAKAMURA, W. T.; BASTOS, D. D. **Estudo dos modelos trade-off e pecking order para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras (2000-2006)**. RAM – revista de administração Mackenzie, v.10, n.6, p.132-153, São Paulo, nov./dez. 2009.

DURAND, D. **Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement**. In: CONFERENCE ON RESEARCH ON BUSINESS FINANCE, p. 215-261, 1952, New York: Universities National Bureau, 1952.

GOMES, G.L.; LEAL, R.P.C. **Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores**. In: LEAL, Ricardo P.C. et al. Finanças Corporativas. Coleção Coppead de Administração. São Paulo: Atlas, 2000.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, March 1991.

JENSEN, M.; MECKLING, W.. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, 1976.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 6º Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

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

MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H.. **The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment**. American Economic Review, Nashville:

American Economic Association, v.48, n.3, Jun.1958.

PEROBELLI, F.F.C.; FAMÁ, R.. **Fatores determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto no Brasil**. RAUSP, São Paulo, v.37, n.3, jul-set.2002.

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

REDECKER, A. C. **Franquia empresarial**. São Paulo: Memória Jurídica Editora, 2002.

TEDESCHI, P.. **Estrutura de Capital: Uma Investigação sobre seus Determinantes no Brasil**. São Paulo, 1997. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas.

TITMAN, S., WESSELS, R.. The determinants of capital structure choice. **Journal of Finance**, v.43, n.1, Mar.1988.