# RESTRIÇÃO DE ENDIVIDAMENTO PARA FRANQUIAS: ESTUDO DE CASO EM UMA FRANQUIA DO RAMO DE CHOCOLATES E PRESENTES EM TIMON-MA

Thallys Gonçalves, Graziela Fortunato (Orientadora), e-mail: eng.thallys@gmail.com

**Resumo:** O estudo tem como objetivo a análise de implantação de um modelo de franquia do ramo de chocolates e presentes, onde existe uma restrição quanto ao endividamento do projeto, ou seja, o investimento parte em sua totalidade de capital próprio. Avalia-se o projeto por meio do cálculo de sua projeção ao longo de cinco anos de operação, além da avaliação do *Economic Value Added* (*EVA*) em cenários alternativos. Utiliza-se os princípios das teorias *Trade Off* e *Pecking Order* para validar a estruturação de capital da empresa. O resultados mostraram que a restrição de endividamento não é fator crítico para sucesso da unidade franqueada, onde a teoria *Pecking Order* da maior suporte a formação da estrutura de capital.

**Palavras-Chave:**
Franquias, Estrutura de Capital, *Economic Value Added*

## 1. Introdução

Os impactos da crise econômica brasileira, com início em 2011 e pior fase em 2014 frente a uma depressão econômica, atingiram de forma abrupta a dinâmica de mercado em todo o cenário nacional. Houve declínio em suas taxas de crescimento de modo geral, atingindo valores negativos de crescimento do PIB no segundo trimestre de 2014 de -0,4%, além do crescimento das taxas de desemprego. Em 2014 o desemprego atingiu a taxa de 6,9%, equivalente a aproximadamente 7,2 milhões de desempregados. Em 2015, a taxa de desemprego teve um crescimento de 38,1%, atingindo o valor de 9,6%, equivalente a aproximadamente 10 milhões de brasileiros em idade ativa para trabalho (GOÉS, 2015; JÚNIOR, 2018; SILVEIRA, 2016).

Sendo assim, as práticas de investimento mudaram de forma geral, onde empresários acabam por optar por tomar menos riscos na implantação e abertura de novos projetos, tendo destaque o mercado de franquias. De forma breve, o mercado de franquia se baseia da relação construída entre franqueadora e franqueado, onde franqueadora almeja crescimento rápido e com menor custo (DE SALLES VANCE, 2008). O franqueado procura sucesso em seu investimento, além de um retorno atrativo sobre o capital investido.

Logo, o estudo tem como objetivo a analisar as motivações do uso de capital de terceiros, além de seus efeitos sobre o retorno sobre o investimento, na implantação de uma franquia do ramo de chocolates e presentes, onde tem-se como problemática a restrição de endividamento imposta pela franqueadora na abertura do negócio. A restrição de endividamento

se caracteriza pelo impedimento de empréstimos e financiamentos. Para isso, será realizada uma análise comparativa em cenários alternativos, em que se realiza captação de capital de terceiros.

Para interpretar os cenários, utiliza-se a metodologia do valor econômico agregado, através do cálculo do *Economic Value Added* (*EVA*), método de análise financeira desenvolvido por Stern e Stewart III (1995). Para embasar os resultados, utilizaremos dos princípios das teorias *Trade Off* (MILLER, 1958) e *Pecking Order* (MYERS, 1984) para justificar a formação da estrutura de capital da empresa.

Por se tratar de um estudo de caso, os resultados obtidos têm relevância para empreendimentos do mesmo segmento, ou similares, por refletir de modo geral em vários empreendimentos do mercado, expandindo os estudos da relação entre franqueadora e franqueada, além de ilustrar uma avaliação econômica deste modelo de empreendimento frente às condições atuais do mercado brasileiro.

O desenvolvimento deste trabalho obedece à seguinte organização: a revisão de literatura engloba o mercado de franquias e a estruturação de capital dos mesmos, a teoria *Trade Off*, *Pecking Order* e os métodos de análise de valor agregado. O terceiro capítulo apresenta a metodologia adotada na pesquisa e a coleta de dados da amostra. O quarto capítulo traz a análise dos resultados e por fim, as considerações finais.

## 2 Referencial Teórico

### 2.1 Franquias

O início do estudo de franquias tem como ponto de partida a definição do seu conceito e a natureza do negócio em si, que de forma breve, pode ser definida pela concessão dos direitos de utilização de uma marca e, consequentemente, seus produtos, a qual o franqueador fornece a franqueados direito de comercialização, viabilizando assim uma forma rápida e estruturada de expansão do negócio (RIBEIRO, 2013). Sendo assim, o modelo de franquias serve como redução dos investimentos para expansão e implantação de um modelo de negócio por parte da franqueadora (DE SALLES VANCE, 2008), uma vez que os custos para abertura dos pontos de venda após concessão do direito a utilização da marca são todos do franqueado.

Dentre os custos para abertura deste modelo de negócio, pode-se citar a taxa inicial de abertura e concessão de direitos da utilização da marca, além do pagamento de mensalidades

variáveis, que correspondem aos *royalties* e fundo para propaganda, e demais custos operacionais fixos.

No entanto, as projeções de lucratividade oferecidas pela franquia, muitas vezes não oferecem o retorno esperado pelo investidor, incitando uma relação de desigualdade entre franqueadora e franqueado, já apontada em estudos como o de Hunt (1997). Questiona-se a assertividade prometida por este modelo de negócio, onde Diaz-Bernardo (2011) e Hunt (1997) concordam não existir provas sólidas que o modelo de franquias ofereça melhores ou piores chances de sobrevivência em relação às demais formas de empreendimento dentro do mercado, demonstrado por um misto de resultados positivos e negativos no mercado dos Estados Unidos.

Um dos pontos mais fortes do modelo de franquias, é a obediência do franqueado perante franqueador, frente aos termos prescritos em contrato para implantação do modelo de negócio e utilização da marca. De modo a não descaracterizar a marca, franqueadoras participam do processo de escolha do ponto comercial e montagem do estabelecimento, além de promover treinamento direcionado ao franqueado e colaboradores (ARAUJO, 2015).

Tais imposições são encaradas como fatores críticos para o sucesso do *franchising*, onde, Ribas (2006) afirma ser responsabilidade da franqueadora, fornecer um investimento que garanta retorno positivo sobre o investimento inicial. Logo, franqueadora, perante contrato, detém o poder para determinar os investimentos iniciais obrigatórios, a estruturação de capital da empresa, os métodos de operação e atuação do empreendimento.

## 2.3 Teoria Trade Off e Pecking Order

Teorias que procuram determinar a escolha da estrutura de capital ideal para empresas, tiveram seu debate iniciado pelo trabalho desenvolvido por Miller e Modigliani (1958). Uma de suas teorias mais populares é a *Trade Off*, que parte da pressuposta correlação positiva entre a captação de recursos por terceiros, garantindo maior rentabilidade do projeto devido aos baixos custos do financiamento, consequência do menor risco inerente ao capital de terceiros, comparado aos altos riscos do capital próprio (FAMA, 2002).

Já a teoria *Pecking Order* se baseia na ideia de que empresas procuram seguir uma hierarquia quanto as fontes de financiamento a serem escolhidas, onde os lucros retidos assumiriam a primeira posição nesse processo de escolha. Caso necessário, em segundo se encontra o financiamento e aquisição de dívida, e por último a emissão de novas ações (MYERS, 1984).

Tais pressupostos se baseiam na correlação negativa entre alavancagem financeira e rentabilidade, uma vez que, tal teoria afirma que empresas pouco lucrativas possuem fluxo de caixas menores, consequentemente, um maior risco de insolvência no pagamento de dívidas, contraídas pela aquisição de capital por financiamento, assim como afirmado por Fama e French (2002) e Myers (1984).

Do ponto de vista de crescimento e novos investimentos, a aquisição de débitos é vista de forma negativa pela teoria *Trade Off*, onde está afirma que empresas com expectativas de crescimento são mais instáveis e apresentam maior risco de insolvência, consequentemente elevando os custos junto a captação de recursos com terceiros. Já a *Pecking Order* apresenta uma relação positiva com capitação de recursos via terceiros para crescimento da empresa, pois garante maior disponibilidade de capital para investimento.

A mesma teoria enxerga a relação entre rentabilidade e investimento como de forma positiva, quando não existe disponibilidade de crédito, pois investimentos rentáveis resultam em maior disponibilidade de recursos internos para reinvestimento (SHAHAR, 2015).

Logo, as teorias *Trade Off* e *Pecking Order* procuram justificar a tomada de decisão quanto a formação da estrutura de capital, baseando-se na relação entre a rentabilidade do projeto, disponibilidade de crédito ou recursos para investimento, além dos riscos inseridos e a divisão dos dividendos com os seus investidores.

## 2.3 Análise de Valor Econômico

Stern e Stewart III (1995) desenvolveram um método de análise e avaliação do desempenho de empresas e projetos conhecido por *Economic Value Added* (*EVA*), que tem por objetivo determinar a geração de valor do investimento junto aos seus investidores (JAKUB, 2015), avaliando os efeitos de sua estruturação de capital, o demonstrativo de resultados já obtidos durante os anos de operação, além do custo deste capital investido e os níveis de risco do qual ele se encontra inserido. Backes (2002) apresenta seu cálculo da seguinte forma:

$$EVA = NOPAT - Custo\ de\ Capital$$

Entende-se que *EVA* iguala-se ao Lucro Operacional Após Impostos (*Net Operating Profit After Tax* ou *NOPAT*), subtraído do Custo de Capital, definido pelo custo do capital próprio e do custo do capital de terceiros multiplicado ao capital investido.

O conceito de custo de capital próprio se baseia no efeito do risco inserido versus retorno, de modo que, o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) (LINTNER, 1965; SHARPE, 1964) apresentou o primeiro modelo coerente a tal proposta.

Segundo Damodaram (1999) e Ross (2013), o CAPM define como taxa mínima de atratividade de qualquer projeto financiado por capital próprio, a taxa livre de risco acrescida de um risco sobre o negócio em que se insere o investimento, representada por:

$$E(R) = Rf + \beta(Rm - Rf)$$

A fórmula expressa que o retorno esperado do ativo *E(R)* se iguala a soma da taxa livre de risco *Rf* somada a proporção do risco sistemático da empresa (β) pelo prêmio de risco do mercado.

No entanto, tal modelo se torna incerto quando se avalia cenários com presença de capital de terceiros, uma vez que não avalia o custo desta fonte de capital e seu retorno esperado (CUNHA, 2013). Sendo assim, para calcular o valor justo de custo de capital do investimento, utilizaremos do modelo de custo médio ponderado de capital (*Weighted Avarage Capital Cost* ou *WACC*), onde:

$$WACC = \%CP * Kp + \%CT * Kt(1 - IR)$$

O *WACC* é determinado pela soma entre a proporção da participação de capital próprio *%CP* pelo custo de capital próprio no projeto (CAPM) e a proporção da participação de capital de terceiros *%CT* pelo custo de capital de terceiros *Kt*. O custo de capital de terceiros é determinado pelos juros pagos por financiamentos e empréstimos. *IR* representa a taxa de imposto de renda

## 3. Metodologia

A pesquisa possui caráter empírico, uma vez que parte da análise de fenômenos dentro de um contexto real da empresa em estudo, de modo que, com os resultados e os conhecimentos adquiridos, haja a possibilidade de interligar a teoria e a prática.

A metodologia será a aplicação de um estudo de caso, que terá como amostra uma loja franqueada da rede de chocolates finos Cacau Show, localizada na cidade de Timon – MA.

Este estudo tem como objetivo determinar a importância da análise da estrutura de capital de uma empresa, frente à realidade local, além das imposições da franqueadora perante franqueado. Avalia-se os métodos de implantação deste empreendimento, possibilitando, com base na análise do demonstrativo de resultados obtidos ao longo do período de operação da

empresa, além do cálculo do *EVA*, justificar a formação da estrutural de capital em totalidade por capital próprio. Além disto, será utilizado os pressupostos da teoria *Trade Off* e *Pecking Order* para validação da escolha e formação da estrutura da capital.

A coleta dos dados na empresa ocorreu no início do ano de 2018, até o mês de julho de 2019, retirados de demonstrativos financeiros, disponíveis no sistema da franqueadora, além de notas fiscais e planilhas de custos referentes à montagem da empresa.

Para o cálculo do *CAPM* e *WACC*, utilizaremos como taxa livre de risco, a taxa de juros básicos da economia, a SELIC, no valor de 6,5% a.a (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018). Para o estudo, utilizou-se β a média do coeficiente fornecido pelo site Damodaran (2019) do setor do varejo em geral para países emergentes, no valor de 0,82 desalavancado. Para o retorno do mercado, utilizaremos a taxa média de crescimento do mercado de capitais IBOVESPA entre os anos de 2018 e 2019, no valor de 9,6% (IBOVESPA, 2019). Para taxa de imposto de renda o valor de 0,35% (TORRES, 2018).

A análise de diferentes cenários inicia com a projeção de um cenário com estrutura de capital inteiramente formada por capital próprio, cenário da problemática. Em seguida elabora-se dois cenários alternativos, um com estrutura de capital composto por 50% capital próprio e 50% capital de terceiros, outro com endividamento total dos custos referentes a implantação do empreendimento (ativos físicos e montagem do negócio). Utiliza-se como taxa de referência para juros o valor de 5,95% a.a, referente à Taxa de Juros de Longo Prazo (BNDES, 2019) do ano e mês de referência do estudo, julho de 2019.

### 3.1 Detalhamento e Análise do Modelo de Negócio

Os custos relacionados à abertura da empresa foram divididos em três diferentes categorias: custos de obra, custos com a franqueadora (taxa de franquia) e custos de ativos físicos (móveis e equipamentos), observados na Tabela 1:

**Tabela 1 – Custos com Franqueadora e Obra**

| | |
|---|---|
| CUSTOS COM A FRANQUEADORA | R$ 40.000,00 |
| CUSTOS DE OBRA | R$ 71.071,32 |
| CUSTOS DE ATIVOS FÍSICOS | R$ 75.209,42 |

Fonte: Elaborado pelo autor.

Quanto aos seus resultados operacionais, no ano de 2018 e nos meses de janeiro a junho de 2019, temos os seguintes demonstrativos encontrados no portal extranet da franqueadora:

**Tabela 2 – Demonstrativo de Resultados**

| PERÍODO | ANO 2018 | JAN/JUN 2019 |
|---|---|---|
| RECEITA OPERACIONAL BRUTA (+) | R$577.724,54 | R$352.979,67 |
| DESPESAS VARIÁVEIS (-) | R$42.463,25 | R$22.036,66 |
| RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA (=) | R$535.081,29 | R$330.943,01 |
| CUSTOS VARIÁVEIS (-) | R$300.358,75 | R$179.718,92 |
| RESULTADO OPERACIONAL BRUTO (=) | R$234.722,54 | R$151.224,09 |
| DESPESAS OPERACIONAIS (-) | R$171.455,10 | R$102.378,10 |
| LUCRO LÍQUIDO (=) | **R$63.267,44** | **R$48.845,99** |

Fonte: Adaptado de Cacau Show (2019).

### 3.2 Projeções de Longo Prazo

Para uma análise de cenários de longo prazo, faremos uma projeção com período de cinco anos de operação do empreendimento, onde os dados de faturamento referentes ao ano de 2019 (julho a dezembro) serão calculados com base nas metas estabelecidas pela franqueadora. De 2020 a 2022, ainda não disponíveis, seguiremos a previsão de crescimento da receita nominal fornecidos pelo IBGE (2019) no valor de 5,2% ao ano.

O cálculo das despesas variáveis, seguirá a proporção de 7% da receita, onde tal proporção é calculada pela divisão entre despesas operacionais e receita bruta do ano de 2018. Tal proporção tende a seguir valores similares nos anos seguintes, pois está ligada as principais campanhas sazonais da franqueadora (páscoa, dia das mães, dia dos namorados, dia dos pais, natal).

Os custos variáveis, correspondente ao custo de mercadoria e *royalties* dos produtos, seguem a média de 44,98% do faturamento anual, margem está fornecida pela franqueadora. As margens de cálculo garantidas pela franqueadora, são fornecidas em igualdade para todas as franquias dentro do Brasil.

As despesas operacionais correspondem aos impostos pagos, acrescidos dos custos operacionais fixos ao longo do ano: energia elétrica, água, aluguel, taxa de condomínio, *software*, taxa de divulgação e encargos salariais.

Os custos fixos tendem a pouco variar ao longo dos anos, já os impostos seguem taxas fixas de acordo com enquadramento junto ao sistema tributário Simples Nacional (TORRES,

2018), onde, alíquotas de 9,5% a 10,7% referentes ao imposto do simples para empresas do comércio e 7% de ICMS Interestadual.

As despesas operacionais para os anos futuros, seguiram o cálculo de R$ 91.000,00 em custos fixos anuais, acrescidos da alíquota de impostos de 16,5% para faturamento anual de até R$ 720.000,00, ou da alíquota de 17,7% para faturamentos superiores.

## 4. Análise dos Resultados

O cálculo de resultados inicia pela projeção do fluxo de caixa do projeto ao longo de cinco anos de operação, 2018 a 2022, para o cenário da problemática inicial, com estrutura de capital formada em totalidade por capital próprio. Obtemos:

**Tabela 3 – Projeção de Resultados**

| PERÍODO | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| RECEITA OPERACIONAL BRUTA (+) | R$577.724,54 | R$652.779,67 | R$686.724,21 | R$722.433,87 | R$760.000,43 |
| DESPESAS VARIÁVEIS (-) | R$42.463,25 | R$43.022,66 | R$48.070,69 | R$50.570,37 | R$53.200,03 |
| RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA (=) | R$535.081,29 | R$609.757,01 | R$638.653,52 | R$671.863,50 | R$706.800,40 |
| CUSTOS VARIÁVEIS (-) | R$300.358,75 | R$314.568,96 | R$308.888,55 | R$324.950,76 | R$341.848,19 |
| RESULTADO OPERACIONAL BRUTO (=) | R$234.722,54 | R$295.188,05 | R$329.764,97 | R$346.912,75 | R$364.952,21 |
| DESPESAS OPERACIONAIS (-) | R$171.455,10 | R$197.345,10 | R$224.911,22 | R$231.874,61 | R$239.200,08 |
| LUCRO OPERACIONAL (=) | **R$63.267,44** | **R$97.848,95** | **R$125.455,47** | **R$128.041,95** | **R$139.432,13** |

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para o segundo cenário, calcularemos o lucro líquido, após pagamento das despesas financeiras anuais do empréstimo, uma vez que o empréstimo financeiro para esta empresa, não implica em qualquer alteração da receita operacional, ou alteração das demais despesas ou impostos.

Com taxa de 5,95% a.a (0,48% ao mês) e período de 60 parcelas, teremos parcelas mensais de R$1.791,74 e despesas financeiras de R$21.500,89 ao ano. Segue projeção:

**Tabela 4 – Projeção de Resultados com Financiamento**

| PERÍODO | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| LUCRO OPERACIONAL (+) | R$63.267,44 | R$97.848,95 | R$125.455,47 | R$128.041,95 | R$139.432,13 |
| DESPESAS FINANCEIRAS (-) | R$21.500,89 | R$21.500,89 | R$21.500,89 | R$21.500,89 | R$21.500,89 |
| LUCRO LÍQUIDO (=) | **R$41.766,55** | **R$76.342,06** | **R$103.954,58** | **R$106.541,06** | **R$117.931,24** |

Fonte: Elaborado pelo autor.

O quadro de lucratividade líquida diminui, reduzindo R$107.504,46 quando comparado ao cenário inicial.

Em seguida, demonstra-se o valor econômico apurado em ambos os cenários, onde cenário I representa o cenário da problemática, e II o cenário alternativo com capital de terceiros. O *EVA* calculado é de:

**Tabela 5 – Demonstração do EVA**

| CENÁRIO I | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| CAPM (a) | | | 9,04% | | |
| INVESTIMENTO TOTAL (b) | | | R$186.280,74 | | |
| LUCRO OPERACIONAL (NOPAT) | R$63.267,44 | R$97.842,95 | R$125.455,47 | R$128.041,95 | R$139.432,13 |
| CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO (a*b) | R$16.839,78 | R$16.839,78 | R$16.839,78 | R$16.839,78 | R$16.839,78 |
| EVA = NOPAT – CUSTO DE CAPITAL | **R$46.427,66** | **R$81.003,17** | **R$108.615,69** | **R$111.202,17** | **R$122.592,35** |
| **CENÁRIO II** | **2018** | **2019** | **2020** | **2021** | **2022** |
| WACC (a) | | | 7,49% | | |
| CAPITAL PRÓPRIO (b) | | | R$93.140,37 | | |
| DÍVIDA (c) | | | R$93.140,37 | | |
| LUCRO OPERACIONAL (NOPAT) | R$63.267,44 | R$97.842,95 | R$125.455,47 | R$128.041,95 | R$139.432,13 |
| CUSTO DE CAPITAL = a*(b + c) | R$13.952,43 | R$13.952,43 | R$13.952,43 | R$13.952,43 | R$13.952,43 |
| EVA = NOPAT – CUSTO DE CAPITAL | **R$49.315,00** | **R$83.890,52** | **R$111.503,04** | **R$114.089,52** | **R$125.479,70** |

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se aumento no valor econômico da empresa, quando existe utilização de capital de terceiros na formação da estrutura de capital. O cenário II tem *EVA* superior ao cenário I, com diferença de R$14.436,76.

Analisa-se um terceiro cenário, com financiamento total dos custos de obras e ativos físicos da empresa, no valor de R$146.280,74. O investimento em capital próprio será de R$40.000,00, equivalente aos custos junto a franqueadora.

Com taxa de 5,95% a.a (0,48% ao mês), período de 60 parcelas, teremos parcelas mensais de R$2.814,00 e despesas financeiras de R$33.768,03 ao ano. Segue projeção:

**Tabela 6 – Projeção de Resultados com Financiamento**

| PERÍODO | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| LUCRO OPERACIONAL (+) | R$63.267,44 | R$97.848,95 | R$125.455,47 | R$128.041,95 | R$139.432,13 |
| DESPESAS FINANCEIRAS (-) | R$33.768,03 | R$33.768,03 | R$33.768,03 | R$33.768,03 | R$33.768,03 |
| LUCRO LÍQUIDO (=) | **R$29.499,41** | **R$64.074,92** | **R$91.687,45** | **R$94.273,92** | **R$105.664,10** |

Fonte: Elaborado pelo autor.

O quadro de lucratividade líquida cai, ficando inferior ao cenário inicial em R$ 168.840,13. Para o *EVA*, temos o seguinte resultado:

**Tabela 7 – Demonstração do *EVA***

| CENÁRIO III | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| WACC (a) | | | 6,6% | | |
| CAPITAL PRÓPRIO (b) | | | R$40.000,00 | | |
| DÍVIDA (c) | | | R$146.280,74 | | |
| LUCRO OPERACIONAL (NOPAT) | R$63.267,44 | R$97.848,95 | R$125.455,47 | R$128.041,95 | R$139.432,13 |
| CUSTO DE CAPITAL = a*(b + c) | R$11.493,52 | R$11.493,52 | R$11.493,52 | R$11.493,52 | R$11.493,52 |
| EVA = NOPAT – CUSTO DE CAPITAL | **R$50.972,91** | **R$85.548,42** | **R$113.160,94** | **R$115.747,42** | **R$127.137,60** |

Fonte: Elaborado pelo autor.

Neste novo cenário, o *EVA* total é superior em R$ 22.726,26 ao cenário da problemática. Entende-se que o crescimento do *EVA* aponta um maior retorno sobre o custo de capital empregado para implantação, tendo este maior valor econômico em cenários com menor participação de capital próprio.

Se constata que a restrição de endividamento imposta pela franqueadora, não é um fator crítico de sucesso para implantação de novas franquias, uma vez que, a utilização de linhas de crédito junto a terceiros garante uma maior geração de valor econômico para seus investidores.

Tomando como base as linhas teóricas apresentadas no estudo, a escolha da franqueadora por uma estrutura de capital em totalidade por capital próprio, vai de acordo com os princípios da teoria *Pecking Order*, onde, o investimento deve partir pelos recursos já disponíveis por parte do investidor, garantindo maior lucratividade líquida ao longos dos anos e reduzindo os riscos de falência por insolvência.

Se afirma que, grande volume de despesas financeiras reduzem a quantidade de recursos internos disponíveis, uma vez que, os lucros retidos ao longo dos anos de operação, são tomados como primeira opção para novos investimentos por parte dos gestores, quando não existe disponibilidade de crédito atrativo.

A franqueadora se isenta do risco de perda do modelo de negócio para credores, caso franqueado não atinja a lucratividade prevista por má gestão do empreendimento. A franqueadora também assume que, uma maior lucratividade do projeto é tomada como forma mais atrativa para o investidor, desconsiderando seu retorno sobre o custo de capital investido.

## 5. Conclusão

O estudo teve como objetivo analisar as motivações que levaram a rede franqueadora, a restringir a utilização de capital de terceiros para abertura de uma nova unidade franqueada,

além de seus efeitos sobre o retorno sobre o investimento, realizando uma análise comparativa de cenários alternativos com a presença de capital de terceiros na estrutura de capital.

Como resultado, constata-se ganho de valor econômico (aumento do *EVA*) da empresa em cenários com endividamento por financiamentos de longo prazo, onde, quanto maior a participação de capital de terceiros na estrutura de capital da empresa, maior o retorno sobre o custo de capital total. Logo, a restrição quanto a utilização de capital de terceiros não é um fator crítico de sucesso para implantação de novas franquias.

A teoria *Pecking Order* dá suporte ao processo de formação da estrutura de capital da empresa em estudo, onde franqueadora fornece o modelo de negócio mais rentável por acreditar que este é o fator de maior atratividade para o investidor, além de isentar-se do risco de perda do empreendimento para credores em caso de má gestão por parte do franqueado.

Um dos fatores limitantes da pesquisa, foi o cálculo de apenas uma linha de crédito e seus efeitos sobre o empreendimento, além do tamanho da empresa na amostra utilizada. Cálculos de valor econômico agregado tem diferentes resultados em empresas maiores, com maior variação de linhas de crédito junto a terceiros. Logo, o trabalho abre precedentes para futuras pesquisas para o setor de *franchinsing*, sobre estruturação de capital e escolha da formação ideal.

**REFERÊNCIAS:**


ARAÚJO, Ana Beatriz Alves; DA SILVA MOURA, Davi Jeremias. Entendendo a estrutura das franquias: planejamento, implantação e manutenção. **TECNOLOGIA & INFORMAÇÃO-ISSN 2318-9622**, v. 2, n. 2, p. 7-23, 2015.

BACKES, Jorge André. EVA®-valor econômico agregado. **ConTexto**, v. 2, n. 3, 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das Taxas de Juros**. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros> Acesso em 6 de julho de 2019.

BNDES. **Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP**. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/taxa-juros-longo-prazo-tjlp> Acesso em: 6 de julho de 2019.

CACAU SHOW. **Demonstração de Resultados do Exercício**. Disponível em <https://cacaudigital.com.br/PBI/Home/Index> Acesso em 24 de julho de 2019.

CUNHA, Moisés Ferreira et al. Custo de capital médio ponderado na avaliação de empresas no Brasil: uma investigação da aderência acadêmica e a prática de mercado. **REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL-Universidade Federal do Rio Grande do Norte-ISSN 2176-9036**, v. 5, n. 2, p. 20-36, 2013.

DAMODARAN, Aswath. **Betas by Sector (Emerging Markets)**. Disponível em: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaemerg.xls> Acesso em: 24 de julho de 2019.

DAMODARAN, Aswath. **Estimating equity risk premiums**. 1999.

DE SALLES VANCE, Patricia; FÁVERO, Luiz Paulo Lopes; LUPPE, Marcos Roberto. Franquia empresarial: um estudo das características do relacionamento entre franqueadores e franqueados no Brasil. **Revista de Administração**, v. 43, n. 1, p. 59-71, 2008.

DIAZ-BERNARDO, R. Franchising and the society: The case of franchising in the hotel industry. **Clute Institute**, v. 5, n. 3, 2011.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. **The review of financial studies**, v. 15, n. 1, p. 1-33, 2002.

GOÉS, Carlos. **Brasil pode perder 2,4 milhões de empregos formais até o fim de 2016**. Disponível em: < http://mercadopopular.org/2015/11/brasil-pode-perder-24-milhoes-de-empregos-formais-ate-fim-de-2016/> Acesso em: 24 de julho de 2019.

HUNT, Shelby D. Franchising: promises, problems, prospects. **Journal of Retailing**, v. 53, n. 3, p. 71-84, 1977.

IBGE. **Em abril, vendas no varejo recuam**. Disponível em <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/24807-em-abril-vendas-no-varejo-recuam-0-6> Acesso em: 6 de julho de 2019.

IBOVESPA. **Taxa média de crescimento**. Disponível em: <http://bvmf.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoTaxaMediaCrescimento.aspx?Indice=IBOV&idioma=pt-br> Acesso em: 24 de julho de 2019.

JAKUB, Salaga; VIERA, Bartosova; EVA, Kicova. Economic Value Added as a measurement tool of financial performance. **Procedia Economics and Finance**, v. 26, p. 484-489, 2015.

JÚNIOR, Silveira; AQUINO, Adilson. Economic Crisis, Class Struggle and Social Work in Brazil. **Revista Katálysis**, v. 21, n. 1, p. 96-107, 2018

LIMA, J. D. et al. Propostas de ajuste no cálculo do payback de projetos de investimentos financiados. **CEP**, v. 85, p. 390, 2013.

LINTNER, John. 1965. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. **Review of Economics and Statistics**. 47:1, pp. 13–37.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American**, v. 1, p. 3, 1958.

MYERS, Stewart C. The capital structure puzzle. **The journal of finance**, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.

PEROLD, André F. The capital asset pricing model. **Journal of economic perspectives**, v. 18, n. 3, p. 3-24, 2004.

RIBAS, J. **Confidencial: Por dentro de uma franquia**. Caxias do Sul: Maneco, 2006.

RIBEIRO, Adir et al. Gestão estratégica do franchising: Como construir redes de franquia de sucesso. **DVS Editora**, v. 2, p. 26-28, 2013.

ROSS, Stephen A. et al. **Fundamentos de administração financeira**. AMGH Editora, 2013.

SHAHAR, Wan Shahdila Shah et al. A review of capital structure theories: Trade-off theory, Pecking order theory and market timing theory. In: **Proceeding of the 2nd International Conference on Management and Muamalah**, 16th-17th November, e-ISBN. 2015. p. 978-967

SHARPE, William F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. **The journal of finance**, v. 19, n. 3, p. 425-442, 1964.

SILVEIRA, Daniel. **Número de desempregados cresce 38% em 2015, maior alta da história**. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/11/numero-de-desempregados-cresce-38-em-2015-maior-alta-da-historia.html> Acesso em: 24 de julho de 2019.

STERN, Joel M.; STEWART III, G. Bennett; CHEW, Donald H. The EVA® financial management system. **Journal of applied corporate finance**, v. 8, n. 2, p. 32-46, 1995.

TORRES, Vitor; **Anexo I da Tabela do Simples Nacional 2018**. Disponível em <https://www.contabilizei.com.br/contabilidade-online/anexo-1-simples-nacional/> Acesso em 6 de julho de 2019.