

UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO
GESTÃO DO ESPORTE

ERIVALDO DA SILVA CARNEIRO JUNIOR

**INFLUÊNCIA DO *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO SOBRE O CUSTO DE CAPITAL
DE TERCEIROS DOS CLUBES DE FUTEBOL DO BRASIL**

São Paulo

2015

ERIVALDO DA SILVA CARNEIRO JUNIOR

**INFLUÊNCIA DO *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO SOBRE O CUSTO DE CAPITAL
DE TERCEIROS DOS CLUBES DE FUTEBOL DO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Administração – Gestão do Esporte da Universidade Nove de Julho - UNINOVE, como requisito parcial para obtenção do grau de **Mestre em Administração – Gestão do Esporte**.

Orientador: Prof. Dr. Júlio Araújo Carneiro da Cunha

São Paulo

2015

Ficha Catalográfica

Carneiro Junior, Erivaldo da Silva.

Influência do disclosure voluntário sobre o custo de capital de terceiros dos clubes de futebol do Brasil./ Erivaldo da Silva Carneiro Junior. 2015.

141 f.

Dissertação (mestrado) – Universidade Nove de Julho - UNINOVE, São Paulo, 2015.

Orientador (a): Prof. Dr. Júlio Araújo Carneiro da Cunha.

1. Teoria da divulgação. 2. Disclosure. 3. Custo de capital de terceiros. 4. Clubes de futebol. 5. Gestão esportiva.

I. Cunha, Júlio Araújo Carneiro da.

II. Título

CDU 658:796

ERIVALDO DA SILVA CARNEIRO JUNIOR

**INFLUÊNCIA DO *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO SOBRE O CUSTO DE CAPITAL
DE TERCEIROS DOS CLUBES DE FUTEBOL DO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Administração – Gestão do Esporte da Universidade Nove de Julho – UNINOVE, para obtenção do grau de **Mestre em Administração – Gestão do Esporte**.

Prof. Dr. Júlio Araújo Carneiro da Cunha – Universidade Nove de Julho – UNINOVE

Profa. Dra. Elionor Farah Jreige Weffort – Fundação Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Ary José Rocco Junior – Universidade Nove de Julho – UNINOVE

Prof. Dr. Carlos Alberto Grespan Bonacin – Universidade de São Paulo – USP – FEA –
Ribeirão Preto (Suplente)

Prof. Dr. Joao Paulo Lara Siqueira – Universidade Nove de Julho – UNINOVE (Suplente)

São Paulo, 27 de janeiro de 2015.

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho a Dindinha Mazinha, Avó Materna – *In memorian*. Se entre nós, seria a mais orgulhosa entre as Avós do mundo.

AGRADECIMENTOS

Os mais próximos e até mesmo os de longe, sabem que tenho por norma de vida, agradecer sempre. Portanto, já que tenho esse espaço, farei e tentarei não esquecer de ninguém, que foi importante nesses dois últimos e intensos anos de minha vida.

À UNINOVE, pela oportunidade de estudar em suas dependências, especialmente, ao Programa de Mestrado Profissional em Administração – Gestão do Esporte, pela bolsa de estudos concedida, a quem agradeço na figura do Coordenador, Professor Dr. Benny Krammer. A Vânia Paula, secretária do Curso, pela sempre gentil prestatividade.

Aos professores do Mestrado, pelos ensinamentos transmitidos, pela paciência e disposição em ensinar a todo momento. Gostaria, aqui, de deixar um agradecimento especial ao Professor Ary Rocco, pela sua generosidade e paciência em discutir, sempre que solicitado, sobre os rumos do projeto e por me fazer acreditar, sempre, que eu seria capaz de levar isso à frente e pelas contribuições na banca de qualificação e defesa. Ao professor João Paulo pelo disposição de sempre ensinar. A Professora Vânia Nassif pelos preciosos ensinamentos em Metodologia, pela sua paciência e disposição. Aos demais professores do Curso, especialmente, Joca, Fleury, Mazzei, meu obrigado!

Ao meu Ilmo. Orientador, Júlio Araújo Carneiro da Cunha, a quem respeito e tenho como exemplo de jovem pesquisador, por ter me acolhido já na segunda etapa, na qualificação, quando tudo ainda precisava de um toque de mestre e ele foi lá me conduziu. A você, Julio, queria agradecer por todo apoio. Pelas vezes que ao perceber meu desânimo, foi lá deu o tapa nas costas e me fez ir pra frente. Agradeço aos Profs. Daniel Reed Bergmann e Henrique, pela orientação inicial. À Profa. Elionor pelas valiosas contribuições na qualificação e defesa.

Ao Banco do Brasil, que aqui personificarei em nomes de gestores e colegas. Primeiro vou agradecer aos colegas da Estilo São João: A Nivaldo, a quem tenho um carinho fraternal, por ter tido a coragem de trazer o baiano aqui para São Paulo, lá em 2011, quando o mestrado era um sonho. Obrigado por me entender sempre que precisei me fazer ausente para cuidar das coisas do Mestrado e por muitas vezes se preocupar comigo como se seu filho fosse; A Neri, pelo apoio nas ausências, quando solicitado; A Bel e Carol, minhas parceiras de metas, lutas, choros e carinhos... A jornada ficou mais fácil com o apoio de vocês e isso jamais esquecerei. Obrigado por ouvir minhas lamúrias, minhas reclamações e por extenuar meu cansaço em risadas, afetos e amor. Vocês são partes integrantes de cada capítulo dessa dissertação. Meu MUITO OBRIGADO mesmo! Aos colegas da Empresarial Jardins pelo ambiente acolhedor: Queria agradecer a Josué, cara de extrema sensibilidade, que desde o primeiro dia me apoiou

no que foi necessário, incluídas aí as faltas e as horas abonadas para qualificar. A Cássio, pelo apoio para a defesa. Ao meu amigo Serginho do Escritório Private, pela confiança.

Aos meus colegas da primeira Turma de Gestão do Esporte, especialmente aos colegas da Linhas de Estratégia e Governança. A Cris, japonesa guerreira, inteligente, a quem aprendi a admirar, agradeço pelas conversas na madrugada, pelo apoio nas horas de dificuldade e por sempre me lembrar que “é tudo nosso”! A Flávio, pelo carinho, cervejas na sexta e pelo aprendizado compartilhado. A Rui, Fábio, Carlos, Clarice, Luciana, Dirceu, Eron, Ana Mota e demais colegas, meu obrigado pelo conhecimento compartilhado!

Aos meus familiares, pelo apoio, mesmo de longe, especialmente a Mainha, mulher guerreira, que gentilmente aceitou que o lugar de seus filhos é no mundo; A Eurico, meu irmão, pela paciência e tolerância; a Tia Diva, baixinha arretada, pelo carinho e orações; a Tia Lena, Tia Dadi; às primas Juliana, Rosangela e Patrícia, pela responsabilidade compartilhada com as coroas. A Tio Chuá, meu referencial de Pai, e inspiração para estudar, pelo apoio e incentivo, por sempre me lembrar que o mundo é meu espaço e dele não posso fugir. A Gutermberg, primo mais velho, pelo incentivo e pelo carinho e a Felipe, seu filho e meu afilhado, exemplo de menino-homem batalhador e estudioso!

Aos irmão de vida: Rafael Laranjeira, Igor Laytynher, pelo riso solto e pelo carinho – vocês fazem tudo ficar mais leve. A João Rodrigo e Marcos Rodrigo, pela paciência nesses dois anos, especialmente, agradeço por tolerarem e entenderem minhas ausências. Nossa amizade saiu mais fortalecida depois desse tempo, tenho/am certeza disso. A Renato Rodrigues, pequeno grande homem, exemplo de busca pela felicidade e grande incentivador nas horas de aperto. A Babi e Matheus, meus compadres, pelo carinho e suportar, também, a minha ausência enquanto em São Paulo residiram. A Marcos Barbosa, pelas incansáveis horas de discussão e apoio quando dividimos o teto em São Paulo. A Rafael Rossi, pelas felizes surpresas das chegadas inesperadas para me levar para espairar a mente, dando uma voltinha no seu possante. A Tio Douglas, pelo apoio e encorajamento .

Um especial agradecimento a Marcio Lima, quem a vida gentilmente me deu de presente. Obrigado por acreditar em mim, quando a semente de vir para São Paulo estava lá em 2011. A Luciene, minha eterna coordenatriz, pelo carinho, ternura e generosidade nas palavras. A Flávia, mulher das letras, pelas correções ortográficas realizadas na dissertação.

Ao meu eterno (des)Orientador e guru da vida acadêmica, José Renato, meu muito obrigado. Seu incentivo e os grifos em vermelho serão levados para a vida. Obrigado mesmo! A Nelson e Claudinha pelo apoio nos dados em painel. Quero agradecer também a Sinthia, Renata, Verena e Edilza parceiras da Graduação na UEFS, que mesmo de longe, sempre estão

de prontidão, me apoiando no necessário. A Juliano, primeiro na condição de professor na graduação de Contábeis na UEFS e depois na de amigo, pelo incentivo e presteza de sempre.

Para finalizar, agradeço a Deus, autor da vida e minha maior fonte de inspiração, por nunca me deixar fraquejar e sempre me lembrar que eu sou seu instrumento de ação na vida das outras pessoas, que minha história de vida é inspiração para muitos outros jovens.

Enfim, as lágrimas, as noites perdidas e as dificuldades de conciliar a carreira de Gerente em uma empresa como o BB e um Mestrado, valeram, faria tudo de novo, pois esse momento é parte de um grande sonho, gestado quando criança. Vamos avante, é apenas o começo!

O sertanejo é, antes de tudo, um forte.

Lima Barreto

RESUMO

Este trabalho teve como objetivo investigar a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o custo de capital de terceiros dos clubes de futebol no Brasil. Como fundamentação teórica, foi utilizada a Teoria da Divulgação estudada por Verrechia (2001), tratando-se o presente estudo de uma pesquisa baseada em Eficiência, além de serem demonstrados os cálculos dos custos de capital, como a apresentação de pesquisas nacionais e internacionais sobre o assunto. Com relação à metodologia, a amostra foi formada por conveniência, totalizando 20 clubes estudados no decorrer de 2008 a 2012, para o nível de *disclosure* e as variáveis de controle, e de 2009 a 2013, para o custo de capital de terceiros. A análise do *disclosure* bem como os cálculos do custo de capital de terceiros, liquidez, obtenção da receita bruta e informações sobre auditoria foram obtidas a partir das DFPs (Demonstrações Financeiras Padronizadas) e quando possível extrapolada para outras demonstrações publicadas pelos clubes. Foi feita uma adaptação à métrica de *disclosure* voluntário de Murcia (2009), que originalmente possuía 93 itens e no final, para adequação à realidade do esporte ficaram 73, divididos em três grupos: econômico (33), social (14) e ambiental (34). Foi realizada análise do *disclosure* por clube, que originou o *ranking* geral e por grupo. O cálculo do custo de capital foi realizada por clube e em seguida foi feito um *ranking* geral dos clubes com esta variável. A ferramenta estatística utilizada foi a análise de dados em painel, que de acordo testes realizados, indicou a regressão nos efeitos fixos na *cross-section*, com um poder de explicação das variáveis de 16,62%. A hipótese de pesquisa não pode ser comprovada por conta da insignificância estatística das variáveis, embora indicando que existe uma relação inversa com o custo de capital. Como limitação do estudo, foi verificada a falta de padronização nas DFPs por parte dos clubes, dificultando muitas vezes a obtenção dos dados para análise e a técnica de dados em painel é indicada para séries de tempo mais longas, sendo indicado que sejam feitos novos estudos com séries maiores.

Palavras-chave: Teoria da Divulgação. *Disclosure*. Custo de capital de terceiros. Clubes de futebol. Gestão esportiva.

ABSTRACT

This study aimed to investigate the relationship between the level of voluntary disclosure and the cost of debt of soccer clubs in Brazil. As theoretical basis, we used the Theory of Disclosure studied by Verrecchia (2001), in the case of the present study Efficiency-based research, as well as being shown the calculations of capital costs, such as presentation of national and international research the subject. Regarding the methodology, the sample was formed by convenience, totaling 20 clubs studied during 2008-2012, to the level of disclosure and the control variables, and from 2009 to 2013, for the cost of debt. The analysis of disclosure and the calculations of the cost of debt, liquidity, obtaining gross revenue and auditing information were obtained from the DFP (Financial Statements) and when possible extrapolated to other statements published by the clubs. Was made an adaptation to the metric of voluntary disclosure of Murcia (2009), which originally had 93 items and in the end, for adaptation to the reality of sport were 73, divided into three groups: economic (33), social (14) and environmental (34). Analysis was made of the disclosure by the club, which gave the overall ranking and group. Calculating the cost of capital was carried out by club and then was made a general ranking of clubs with this variable. The statistical tool used was the panel data analysis, which according tests indicated the regression in fixed effects in cross-section, with an explanatory power of the variables of 16.62%. The research hypothesis can not be proven because of the statistical insignificance of the variables, while indicating that there is an inverse relationship to the cost of capital. As study limitation, the lack of standardization was checked in DFP by the clubs, often making it difficult to obtain the data for analysis and panel data technique is indicated for longer time series and is indicated to be made new studies with larger series.

Keywords: Theory of disclosure. Disclosure. Debt of cost. Soccer clubs. Sports Management.

LISTA DE ABREVIACÕES

APM: *Arbitrage Pricing Model*

BDO: Binder, Dijker and Otte

BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo
BP: Balanço Patrimonial
CAPM: *Capital Asset Pricing Model*
CBF: Confederação Brasileira de Futebol
CFC: Conselho Federal de Contabilidade
CMV: Comissão de Valores Mobiliários
CPC: Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CPV: Custo dos Produtos Vendidos
DECONT: Departamento de Controle da Qualidade Ambiental
DFC: Demonstração do Fluxo de Caixa
DFP: Demonstrações Financeiras Padronizadas
DLPA: Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados
DMPL: Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido
DRE: Demonstração dos Resultados de Exercício
DVA: Demonstração do Valor Adicionado
EBITDA: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*
FIFA: *Fédération Internationale de Football Association*
GRI: *Global Reporting Initiative*
IASB: *International Accounting Standards Board*
IESFB: Instituições e Ensino Superior Filantrópicas do Brasil
IFRS: *International Financial Reporting Standards*
ISE: Índice de Sustentabilidade Ambiental
ISO: *International Organization for Standardization*
Ka: custo de capital de terceiros depois dos efeitos tributários
Kd: custo do capital de terceiros antes dos efeitos tributários
KPMG: Klynveld, Peat, Marwick and Goerdeler
LAJIDA: Lucros Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
LM: *Lagrange Multiplier*
NBC: Normas Brasileiras de Contabilidade
NE: Nota Explicativa
NTC: Norma Técnica Contábil
OJ: Ohlson – Jeuttner
ON: ações ordinárias
PC: Passivo Circulante

PIN: *Probability of Informed Trading*

PELP: Passivo Exequível a Longo Prazo

PL: Patrimônio Líquido

PN: ações preferenciais

POLS: *Pooled Ordinary Least Squares*

ROA: *Return On Asset*

ROE: *Return On Equity*

RSA: Responsabilidade Socioambiental

US GAAP: *United States Generally Accepted Accounting Principles*

LISTA DE FIGURAS E ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Decisões de investimentos.....	43
Figura 2 – Modelo Esquemático das Variáveis e suas influências.....	69
Quadro 1 – Categorias da Pesquisa em Divulgação.....	32
Quadro 2 – Características da Divulgação.....	34
Quadro 3 – Sistematização dos Estudos Acadêmicos em <i>Disclosure</i> no Brasil.....	36
Quadro 4 – Diferenças entre Capital de Terceiros e o Capital Próprio.....	44
Quadro 5 – Modelos de Custo de Capital Próprio.....	46
Quadro 6 – Contas Integrantes do Passivo Circulante.....	54
Quadro 7 - Detalhamento da conta Empréstimos e Financiamentos.....	55
Quadro 8 - Detalhamento das Contas de Resultados Financeiros Líquidos.....	55
Quadro 9 – Anos que foram disponibilizadas as DFPs e/ou outros documentos.....	58
Quadro 10 – Métrica para Análise do <i>Disclosure</i> Voluntário – Informações Econômicas.....	62
Quadro 11 – Métrica para Análise do <i>Disclosure</i> Voluntário – Informações Sociais.....	63
Quadro 12 – Métrica para Análise do <i>Disclosure</i> Voluntário – Informações Ambientais.....	64
Quadro 13 – Testes de Hipóteses de Dados em Painel.....	74

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Informações sobre o Ambiente de Negócios.....	76
Tabela 2 – Informações sobre a Atividade Operacional.....	78
Tabela 3 – Informações sobre Aspectos Estratégicos.....	78
Tabela 4 – Informações Financeiras.....	79
Tabela 5 – Índices Financeiros.....	79
Tabela 6 – Informações sobre Governança Corporativa.....	80
Tabela 7 – Informações Financeiras Sociais.....	81
Tabela 8 – Informações sobre Colaboradores.....	82
Tabela 9 – Políticas Ambientais.....	83
Tabela 10 - Gestão e Auditoria Ambiental.....	84
Tabela 11 - Impacto das Atividades do Clube ao Meio Ambiente.....	84
Tabela 12 – Energia.....	84
Tabela 13 - Informações Financeiras Ambientais.....	85
Tabela 14 – Educação e Pesquisa Ambiental.....	86
Tabela 15 – Outras Informações Ambientais.....	86
Tabela 16 – <i>Ranking</i> Geral do Disclosure Voluntário dos Clubes de Futebol.....	87
Tabela 17 – Resultados do custo de capital de terceiros.....	88
Tabela 18 – <i>Output</i> da Regressão Agrupada – <i>Pooling</i>	90
Tabela 19 – <i>Output</i> da Regressão Efeitos Fixos.....	91
Tabela 20 - Teste de Chow.....	92
Tabela 21 – Regressão considerando apenas os efeitos.....	92
Tabela 22 – <i>Output</i> Modelos de Efeitos Aleatórios.....	92
Tabela 23 – Teste de Breusch Pagan.....	95

SUMÁRIO

1 - INTRODUÇÃO	18
1.1 Contextualização.....	18
1.2 Justificativa e Relevância.....	22
1.3 Pergunta de Pesquisa.....	24
1.4 Objetivos.....	24
1.5 Hipótese.....	24
1.6 Estrutura do Trabalho.....	25
2 - REFERENCIAL TEÓRICO	25
2.1 Disclosure.....	26
2.1.1 <i>Disclosure</i> Voluntário.....	29
2.1.2 Teoria da Divulgação.....	31
2.2 Custo de Capital.....	42
2.2.1 Custo de capital próprio.....	44
2.2.2 Custo de capital de terceiros.....	50
2.3 Demonstrações Financeiras.....	52
3 - METODOLOGIA	56
3.1 Tipologia do estudo.....	57
3.2 Seleção da amostra e período de estudo.....	57
3.3 Definição das variáveis.....	61
3.3.1 Métrica para análise do <i>disclosure</i> voluntário.....	61
3.3.2 Métrica de cálculo do custo de capital de terceiros.....	66
3.3.3 Receita Operacional Bruta.....	67
3.3.4 Liquidez Corrente.....	68
3.3.5 Análise das DFPS por Big Four + BDO.....	68
3.3.6 Modelo esquemático das variáveis.....	69
3.4 Técnica de coleta de dados e etapas da pesquisa.....	70
3.5 Técnicas de Análise dos Dados.....	72
3.5.1 Análise de Dados em Painel.....	72
4 – ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	76
4.1 Análise do disclosure voluntário.....	76
4.1.1 <i>Disclosure</i> Econômico.....	76
4.1.2 <i>Disclosure</i> Social.....	80
4.1.3 <i>Disclosure</i> Ambiental.....	82
4.2 Ranking geral do disclosure dos clubes.....	86

4.3 Resultados do custo de capital de terceiros	88
4.4 Análise de regressão com dados em painel	89
4.4.1 Regressão Agrupada – <i>Pooling</i>	90
4.4.2 Modelo dos Efeitos Fixos	91
4.4.3 Modelos de Efeitos Aleatórios	93
4.4.4 Teste de Breusch-Pagan	94
4.4.5 Resumo dos Dados em Painel	95
5 - CONSIDERAÇÕES FINAIS	96
5.1 Considerações Finais	96
5.2 Limitações do Estudo	102
REFERÊNCIAS	
APÊNDICE	

1 – INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

O futebol é um dos esportes mais praticados e profissionalizados no mundo (REZENDE, 2012). Isso se comprova por meio dos números publicados pela BDO RCS Auditores Independentes - BDO em 2013, que indicam que a *Fédération Internationale de Football Association* - FIFA é composta por 208 federações, presentes em 35 países e possui 310 colaboradores. Seu objetivo é a melhora contínua do futebol mundial, tendo por base seus estatutos. Como resultado dessa penetração nos mais diversos países, a FIFA, entre os anos de 2003 e 2013, acumulou lucro líquido de U\$\$ 1,42 bilhão (BDO, 2013).

No Brasil, a Confederação Brasileira de Futebol – CBF é a entidade máxima que organiza o futebol no país. Não diferente da FIFA, ela também vem observando um crescimento financeiro, especialmente de 2009 a 2012, logrando um incremento de 59% em suas receitas totais (BDO, 2013). É mister que nos anos de 2011 e 2012 seu volume de receitas anuais passou de R\$ 300,6 milhões para R\$ 360,1 milhões, representando aumento de quase 20% de um ano a outro, principalmente pelo incremento das receitas de televisão e patrocinadores (BDO, 2013).

Os clubes de futebol brasileiros ao longo dos anos passaram por mudanças que acabaram permitindo que novos *players* integrassem os negócios do futebol, tais como empresas de marketing, instituições financeiras e organizações privadas com interesse em associarem-se aos clubes, no intuito de obter retorno comercial (CARVALHO; GONÇALVES, 2006). Diante do cenário apresentado, é justificável a atenção que os times e clubes têm dispensado na gestão, procurando torná-la mais eficiente, atraindo a atenção de investidores para suas organizações de futebol (DANTAS *et al.*, 2009). Nesse sentido, o futebol deixou de ser tratado apenas como uma forma de entretenimento e tornou-se um lucrativo negócio (SILVA; TEIXEIRA; NIYAMA, 2009).

A principal aposta dos gestores de clubes para a lucratividade do futebol, como negócio, provém de suas torcidas e torcedores, que são potenciais clientes desse mercado consumidor (MARQUES; COSTA, 2009). No mercado do futebol existem diversas oportunidades de

negócio, as quais originam um portfólio de produtos e serviços a partir do momento em que o futebol é tratado como produto principal do clube (BASTOS; PEREIRA; TOSTES, 2007). No entanto, esse negócio possui aspectos que os diferencia dos demais segmentos; em especial, o aspecto psicológico-emocional, que tende a ser mais acentuado, principalmente no que tange aos gestores, ao tomarem decisões de cunho emocional em relação ao racional (PEREIRA *et al.*, 2004). Isso pode interferir nas normas convencionais da governança corporativa, limitando o controle e monitoramento das atividades da organização (MARQUES; COSTA, 2009). Diante do exposto, apontam-se, então, algumas particularidades da gestão esportiva no Brasil.

Com todos os aspectos inerentes à gestão do futebol no Brasil, tais como suas mudanças e evolução nos últimos anos, emergiu a inevitável demanda por um maior conhecimento das finanças dos clubes do país (DANTAS; BOENTE, 2011). Diante disso, na tentativa de aumentar a transparência na gestão dos clubes, foram criados dispositivos legais para tornar obrigatória a publicação de demonstrações contábeis pelos clubes de futebol e entidades desportivas em geral no Brasil (REZENDE, 2012).

Em 2004 foi emitida pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC) a Resolução nº 1.005 CFC, que apresentou a Norma Brasileira de Contabilidade (NBC) - NBC T 10.13, padronizando os balanços contábeis das entidades desportivas no Brasil. De acordo com tal norma, os clubes devem publicar suas demonstrações contábeis obrigatórias até o terceiro mês do ano seguinte ao exercício financeiro, em meios de comunicação de grande circulação, tornando, assim, públicas as suas informações financeiras e contábeis aos seus *stakeholders*.

Como principais *stakeholders* podemos citar os patrocinadores, diretores eleitos, os torcedores, as torcidas organizadas, a comunidade em seu entorno bem como as instituições financeiras (MICHIE; OUGHTON, 2005). Com a publicação dessas normas procurou-se aumentar o *disclosure*, reduzindo assim a assimetria informacional nas demonstrações publicadas anualmente (MALAQUIAS; LEMES, 2013). A procura pela simetria gera um aumento da eficiência do mercado no que diz respeito à captação de informação, pois os usuários passam a ter informações de qualidade, colaborando na redução dos riscos à medida que o grau de incerteza tende a ser menor (INGRID *et al.*, 2012).

A fim de evitar essa assimetria de informações, uma das ferramentas existentes na Contabilidade é o *disclosure* das informações contábeis. O *disclosure* é um princípio da

Governança Corporativa e pode ser realizado de forma compulsória ou voluntária, sendo de cunho quantitativo ou qualitativo (LIMA, 2007). As obrigações compulsórias do *disclosure* são aquelas normatizadas. Já as voluntárias visam ampliar e contribuir no conhecimento da organização por parte dos interessados (LIMA, 2007; MURCIA, 2009; ROVER, 2013; KAVESKI; CARPES; SCARPIN, 2013). No presente trabalho foi dada ênfase ao *disclosure* voluntário e sua influência no custo de capital de terceiros.

Estudos sobre *disclosure* têm sido realizados em várias partes do mundo, iniciando-se na década de 80, com destaque para os estudos seminais de Verrechia (1983) e Dye (1985), que o sustentam por meio da Teoria da Divulgação (RIBEIRO; CUNHA, 2008). Esta pode ser entendida como uma linha de pesquisa que pretende explicar o fenômeno da divulgação das informações financeiras (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005; LIMA, 2007; LIMA, 2009; MURCIA, 2009; ROVER, 2013). O principal foco dessa linha de estudo é a divulgação de informações financeiras, por meio de variadas perspectivas como, por exemplo, apontar quais as explicações para que uma informação seja divulgada em detrimento de outra de forma voluntária (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005).

Subsequentemente, no ano de 2001, ocorreu a publicação do estudo de Verrechia sob o título “*Essays on Disclosure*”, que fez um vasto estudo sobre o estado da arte da Teoria da Divulgação. No mesmo ano, Dye publicou o “*An Evaluation of ‘Essays on Disclosure’ and the Disclosure Literature in Accounting*”, cuja função foi tecer críticas sobre o artigo de Verrechia; ambos publicados no *Journal of Accounting and Economics*.

Dye (2001) entende que existe uma Teoria de divulgação, mas voluntária, que seria um caso especial visto sob a perspectiva da Teoria dos Jogos. Parte-se da premissa que a entidade irá divulgar informações que sejam favoráveis a ela e não as divulgará se forem desfavoráveis. Levando em conta a existência de uma teoria, Verrecchia (2001) vai de encontro a Dye (2001), defendendo que não há uma teoria unificada e abrangente de divulgação, existindo uma grande diversidade de conhecimentos e que os mesmos estão fragmentados nas diversas áreas do conhecimento.

Entender essa evolução do pensamento sobre a Teoria da Divulgação foi importante para se culminar nas três categorias de classificações de *disclosure* propostas por Verrechia (2001): divulgação baseada em associação (*association-based disclosure*); divulgação baseada em

juízo ou discricionariedade (*discretionary-based disclosure*); e divulgação baseada em eficiência (*efficiency-based disclosure*).

Considerando essa categorização proposta, o presente estudo é classificado como uma pesquisa sobre “Divulgação Baseada em Eficiência”. Nessa linha podem ser enquadradas as pesquisas que indicam a informação como redutor de assimetria e verificam sua relação com o desempenho econômico das empresas (LIMA, 2007); estuda a preferência incondicional por arranjos eficientes no *disclosure* (VERRECHIA, 2001). A associação estuda a relação entre os efeitos do *disclosure* nos agentes durante o evento do *disclosure*; o juízo analisa a discricionariedade que os gestores exercitam com relação às decisões de *disclosure* (VERRECHIA, 2001).

No universo dos estudos sobre *disclosure*, pesquisas apontam que umas das principais influências que ele ocasiona é a redução do custo de capital (SENGUPTA, 1998; LIMA, 2007; ROVER, 2013). O custo de capital “é a remuneração esperada por investidores e credores pelo custo de oportunidade do investimento de seus recursos em uma determinada empresa em vez de outra de risco semelhante” (LIMA, 2007, p. 16).

Os recursos que vão compor o capital da organização podem ser obtidos por meio de financiamentos, empréstimos, retenção de lucros, emissão de ações e outros títulos; de acordo com a origem do recurso, o capital pode ser considerado Capital Próprio ou Capital de Terceiros (LIMA, 2007; ROVER, 2013; BORGES; ALVES, 2013). O somatório do capital próprio ao de terceiro forma a estrutura de capital da organização (GITMAN, 2013; ASSAF NETO, 2012; DAMODARAN, 2002).

O capital próprio é assim considerado, quando tais recursos forem oriundos dos lucros obtidos pela organização, por suas reservas e pelo capital social, que compõem o seu patrimônio líquido (QUEIROZ, 2008); o capital de terceiros, representado pelos passivos onerosos, que estão nos empréstimos e financiamentos obtidos pela organização (ASSAF NETO, 2012); os passivos financeiros são encontrados na Demonstração do Resultado do Exercício – DRE e refletem as despesas apuradas em cada exercício e o custo de capital de terceiros usados em dado período (QUEIROZ, 2008).

O custo de capital de terceiro é menos difícil de observar e mede o custo corrente para a organização ao tomar dinheiro emprestado no mercado, com o intuito de financiar seus projetos (DAMODARAN, 2002). O custo de capital de terceiros será determinado pelo nível corrente das taxas de juros, o risco de inadimplência e os ganhos tributários relacionados com a dívida (GARBRECHT; SOARES, 2012). Diante do exposto, é importante entender quanto o nível de *disclosure* praticado por organizações esportivas influencia no custo de capital geral dessas organizações.

1.2 Justificativa e Relevância

O presente trabalho possui justificativa e relevância para os acadêmicos e os gestores da área em geral. Primeiramente porque a falta de *disclosure* já se demonstrou como elemento desencadeador de crises financeiras em clubes de futebol (ANDREFF, 2007). Considerando então esse risco eminente que a falta de *disclosure* pode trazer às organizações esportivas, em especial, aos times de futebol, tem-se que quanto maior *disclosure* por parte dos clubes, menor é a assimetria informacional junto aos seus *stakeholders* (LIMA, 2007; ROVER, 2013).

Outro aspecto a ser discutido diz respeito ao fato do *disclosure* possibilitar aos gestores uma melhor prestação de contas da gestão dos clubes no Brasil, ao passo que tornam públicas as informações de suas demonstrações financeiras. Um melhor *disclosure* pode significar menor risco do investimento para os credores e um menor custo de capital de terceiros para os clubes (KOTHARI; LI; SHORT, 2009; ROVER, 2013). Pode representar um aumento de receitas aos clubes, ao passo que ao solicitarem empréstimos juntos aos bancos, o custo de capital pode ser menor aos que divulgam suas informações voluntariamente.

Por isso, é necessário entender se o *disclosure* melhora ou agrava o custo de capital, que é resultante da existência de informação assimétrica nos mercados. Assim, deve ser de interesse para a academia, ao passo que permite se criar uma base econômica para avaliar os custos e benefícios da informação contábil (VERRECCHIA, 1999). No caso do Brasil, o custo de capital de terceiros pode ter uma relação direta com o endividamento dos clubes que, entre 2008 e 2012, teve um aumento de 74%, conforme relatório BDO 2013 sobre finanças dos clubes.

Nos cenários nacional e internacional não foram encontrados estudos que relacionam custo de capital de terceiros e endividamento dos clubes de futebol. Contudo, o *disclosure* e a divulgação das informações financeiras dos clubes têm sido objetos de estudos por parte dos estudiosos, principalmente de fora do domínio subjetivo do esporte (BASTOS; PEREIRA; TOSTES, 2007; REZENDE; FACURE; DALMÁCIO, 2008; MARQUES; COSTA, 2009; CUSTÓDIO; REZENDE, 2009; REZENDE, 2012; INGRID *et al.*, 2013). Vale ressaltar que o custo de capital de terceiros tem um impacto direto sobre o endividamento dos clubes, por significar o percentual de juros que os mesmos pagam aos bancos ao contraírem empréstimos; sendo assim, encontrar formas para reduzir esse custo é uma das justificativas desse trabalho.

Outro aspecto a ser observado é que existe uma necessidade da melhoria da informação contábil, especialmente por parte dos clubes de futebol, que não as divulgam de forma comparável, embora exista normatização com o intuito de padronizar tais demonstrações (HOLANDA *et al.*, 2012). A falta de comparabilidade entre as demonstrações contábeis dos clubes de futebol acaba dificultando analisar os clubes de uma maneira uniforme e padronizada, tendo em vista DPFs serem divulgadas cada uma de uma forma e a critério dos clubes.

No contexto dos clubes brasileiros, o aumento no nível de evidenciação é primordial para criar condições favoráveis ao ingresso de investidores privados e à transição para o regime empresarial (CUSTÓDIO; REZENDE, 2009). Justifica-se também, tendo em vista que o ingresso dos capitais privados pode ajudar na profissionalização dos clubes melhorando sua eficiência financeira, podendo gerar melhores resultados dentro de campo.

Outro aspecto que justifica o presente estudo é a incipiente literatura sobre o futebol, considerando sua importância social, cultural e econômica (GIOVANNETTI *et al.*, 2006). As demonstrações financeiras refletem a situação dos clubes, servindo para os bancos analisarem sua situação financeira antes de conceder um empréstimo, bem como calcular os juros cobrados na operação. Todavia, pouco se tem de sustentação acadêmica para reflexões que possam resultados em apoio para as ações e tomadas de decisões dos dirigentes esportivos. Diante disso, pretende-se como contribuição gerencial oferecer orientações sobre como incrementar as demonstrações contábeis no intuito de reduzir os custos de capital das organizações do esporte.

Academicamente, pode ser considerada uma contribuição o avanço na Teoria da Divulgação, que já está sedimentada como variável de estudo em grandes organizações (LIMA, 2007;

MURCIA, 2009; ROVER, 2013). Caso a hipótese de pesquisa se confirme, a teoria avançará como integrante da construção do conhecimento, especificamente colaborando na gestão do esporte.

1.3 Pergunta de Pesquisa

Diante das justificativas apresentadas, surge o problema de pesquisa: **qual a influência do nível de *disclosure* voluntário no custo de capital de terceiros dos clubes de futebol no Brasil?**

1.4 Objetivos

Para responder ao problema de pesquisa proposto, o objetivo geral do trabalho foi **investigar a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o custo de capital de terceiros dos clubes de futebol no Brasil.**

Para atingir o objetivo geral do trabalho, propõem-se os seguintes objetivos específicos:

- (1) Calcular o *disclosure* voluntário dos clubes individualmente e das informações econômicas, sociais e ambientais da amostra por categoria;
- (2) Estabelecer um *ranking* de *disclosure* geral realizado pelos clubes no período de 2008 a 2012;
- (3) Calcular o custo de capital de terceiros dos clubes da amostra anual;
- (4) Elaborar um *ranking* relativo ao custo de capital de terceiros médio dos clubes no período de 2009 a 2013;

1.5 Hipótese

Após a formulação do problema de pesquisa e delimitação dos objetivos, buscou-se estabelecer a hipótese metodológica que norteará o trabalho:

H1: Quanto maior o *disclosure* dos clubes de futebol no Brasil, menor o custo de capital de terceiros.

1.6 Estrutura do Trabalho

O presente trabalho está organizado em cinco grande seções. O primeiro e presente capítulo encarrega-se de introduzir o leitor ao assunto discutido. O segundo capítulo apresenta o Referencial Teórico que norteia o trabalho na construção de suas variáveis de estudo. Nele será discutido *Disclosure* com seus subtópicos tratando do *Disclosure* Voluntário, a Teoria da Divulgação; será discutido, também, o Custo de Capital de maneira geral, com recorte no custo de Terceiros; o terceiro subtópico versará sobre as Demonstrações Financeiras e sua importância para evidenciação.

No capítulo seguinte é apresentada a Metodologia seguida pelo autor para atingir os objetivos propostos, e será delineada pela tipologia do estudo, seleção da amostra e do período, definição das variáveis, documentos para análise, técnica de coleta de dados e análise de dados em painel

No capítulo subsequente são apresentados a os dados de forma descritiva e a Análise e Discussão dos Resultados; na seção seguinte são tecidas as Considerações Finais do estudo com base das reflexões que puderam ser feitas a partir do estudo empírico e, por fim, apresenta-se também as Limitações do Estudo. São ainda apresentados ao final as referências utilizadas no trabalho, além dos anexos e apêndices.

2 - REFERENCIAL TEÓRICO

Esse capítulo aborda a revisão teórica que sustenta o presente estudo. Em síntese, os dois grandes construtos teóricos que se relacionam na proposta da pesquisa são abordados: *disclosure*; custo de capital.

2.1 Disclosure

Esta seção do trabalho tratará sobre o *disclosure*, apresentando as principais conceituações, os fatores que influenciam a prática do *disclosure* e os motivos para o não *disclosure*.

Inicialmente, o entendimento das palavras divulgação ou evidenciação tem sua origem no inglês, por meio do termo *disclosure* (AVELINO, 2013). Pode ser compreendido como antagônico a opacidade, significando a abertura da organização, por meio da divulgação de informações, garantindo a transparência organizacional diante do público e dos participantes de mercado (GOULART, 2003).

Em sentido geral, divulgação quer dizer veiculação da informação e geralmente é utilizado pelos profissionais contábeis como veiculação da informação das finanças da empresa, dentro do relatório financeiro, normalmente o anual, como pode ser visto em (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p. 512):

No sentido mais amplo da palavra, divulgação simplesmente quer dizer veiculação de informação. Os contadores tendem a utilizar essa palavra num sentido ligeiramente mais restrito, tratando da veiculação de informação financeira a respeito de uma empresa dentro de um relatório financeiro, geralmente o relatório anual. Às vezes, o termo é limitado ainda mais, referindo-se a informações não contidas nas próprias demonstrações financeiras. As questões relativas à veiculação de informação no balanço, na demonstração de resultado e na demonstração do fluxo de caixa são classificadas como questões de reconhecimento e mensuração. A divulgação, em seu sentido mais estrito, cobre coisas como a discussão e análise pela administração, as notas explicativas e as demonstrações complementares.

Dessa forma, neste estudo, os termos divulgação, evidenciação e *disclosure* serão tratados como semelhantes.

A divulgação corporativa representa a imagem mais holística da prestação de informações pelas empresas para o mundo externo (ALBERTI-ALHTAYBAT; HUTAIBAT; AL-HTAYBAT, 2012; VERRECCHIA, 2001). Pode ser considerado também um assunto bastante eclético, ao passo que transita pela Economia, Finanças e Contabilidade (VERRECCHIA, 2001).

Neste contexto estão incluídas as informações financeiras, as demonstrações obrigatórias, que são exigidas pela lei e normas de contabilidade e informações compartilhadas voluntariamente, seja por pressões externas ou por decisão interna (GUAY; VERRECCHIA, 2007; LO, 2010). Assim, a divulgação da organização abrange uma grande variedade de informações e aborda várias razões e dinâmicas para a prestação de tais informações (ALBERTI-ALHTAYBAT; HUTAIBAT; AL-HTAYBAT, 2012).

É comum encontrar na literatura uma confusão entre os conceitos de *disclosure*, entendido como divulgação pública de informações e transparência, que são tratados como sinônimos (CARNEIRO, 2008). Nesse sentido, transparência refere-se ao princípio de formar um meio em que as informações relacionadas às condições existentes, tomada de decisões e atos da organização estão acessíveis, visíveis e compreensíveis pelo mercado que a empresa atua bem como aos seus participantes; a divulgação tem relação com os processos e metodologias para o fornecimento das informações (GREUNING; BRATANOVIC, 2003). Ou seja, o *disclosure* é um dos meios para se chegar à transparência, que é um fim.

Para que exista o *disclosure*, é preciso que as organizações divulguem tanto informações de cunho positivo em relação à sua operação e imagem, quanto negativas, permitindo que o mercado as conheça, desde que tenha um fundamento técnico (GOULART, 2003; LIMA, 2007). Dessa forma, o *disclosure* assentirá aos *stakeholders* que tirem suas conclusões sem que existam influências, levando em consideração que as informações apresentadas não são tendenciosas (LIMA, 2007).

Outro aspecto a ser levado em consideração é a relevância da informação (BARTH; KONCHITCHK; LANDSMAN, 2013). Ela será relevante, quando tiver a capacidade de influenciar as decisões da organização no campo econômico, tanto ao avaliar os acontecimentos passados, quanto as perspectivas futuras; essas capacidades estão inter-relacionadas de modo que sejam preventivas e confirmatórias (CARNEIRO, 2008).

A divulgação completa, incluídos os itens de divulgação da obrigação legal e os de divulgação voluntária, propiciam conhecimento aos usuários e não são incorridos gastos significativos com tal ato, o gestor obtém a maximização do valor da organização (ARCAÏ; VÁZQUEZ, 2005; LANGBERG; SIVARAMAKRISHNAN, 2010). Sendo assim, o processo de decisão pode ser

afetado em momentos diferentes, a saber: análise de crédito por parte dos credores, controle e planejamento estratégico dos gestores, redução da assimetria da informação entre os *stakeholders* e demais assuntos que tangem a administração dos recursos da organização (REIS, 2014).

Dois trabalhos se destacaram como sendo os que apresentam os fatores que influenciam o *disclosure* nas organizações. O primeiro de Gray (1988), *Towards a theory of cultural influence on the development of accounting systems internationally* e o outro de Roberts (1992) *Determinants of corporate social responsibility disclosure: an application of stakeholder theory*. Em 2012, Alberti-Alhtaybat, Hutaibat e Al-Htaybat, publicaram o *Mapping corporate disclosure theories*, utilizando-se dos trabalhos anteriores para apresentar um *framework* com os fatores que influenciam o *disclosure*. Dessa forma, entende-se que tanto os fatores endógenos quanto os exógenos interagem uns com os outros para influenciar o processo de divulgação corporativa em um país, direta e indiretamente (GRAY, 1988; ROBERTS, 1992; ALBERTI-ALHTAYBAT; HUTAIBAT; AL-HTAYBAT, 2012).

Três questões podem ser relacionadas para a não divulgação de uma determinada informação: o gestor não tem conhecimento a cerca de uma informação; não há informação a ser divulgada, ou a informação não é passível de verificação; o gestor tem conhecimento acerca da informação, mas possui incentivos para não divulgá-la (DOBLER, 2005; LEVER, 2006; LUNDHOLM; WINKLE, 2006).

Quando o gestor não tem conhecimento da informação não há coerente certeza se o mesmo é informado ou não (DOBLER, 2005). Nesse aspecto, é difícil supor se a informação não foi divulgada porque os gestores estão sem a informação (Verrecchia, 2001), podendo isto acontecer quando ele não sabe quais são as exigências ou quando algo é conhecido, mas possuem certezas legais, que não permitem sua divulgação (LEVER, 2006; LUNDHOLM; WINKLE, 2006). Grande parte das pesquisas pressupõe que, se a informação existe, os gestores (ou os acionistas controladores) detém o conhecimento sobre a mesma (MURCIA, 2009). Essa argumentação dá sustentação à não divulgação da informação (Avelino, 2013) como escolha do gestor.

Não ter informação a ser divulgada ou a mesma não ser passível de verificação, ocorre, por exemplo, quando a organização não divulgou os impactos negativos de sua atividade ao meio

ambiente, não contabilizando no seu passivo ambiental das suas demonstrações. Isso se justificaria porque o evento não ocorreu e a premissa racional por parte dos *stakeholders* é que houve uma decisão da não evidenciação pela organização (MURCIA, 2009).

Quando o gestor tem conhecimento da informação, mas possui incentivos para não divulgá-la pode surgir, por exemplo, aumento nos custos de criar e disseminar uma divulgação credível e suspeita-se que outras partes interessadas à divulgação podem usar a informação em detrimento da empresa que a divulgue (LEVER, 2006; LUNDHOLM; WINKLE, 2006). O raciocínio é que, se os investidores sabem que o gestor possui determinada informação e não a divulgou, eles racionalmente admitirão que a informação seja negativa (LEVER, 2006). Parece, também, ser aceitável, que os gestores considerem as consequências que o *disclosure* venha a ocasionar no mercado, influenciando em suas decisões de divulgar ou não dada informação (AVELINO, 2013; MURCIA, 2009).

Os gestores irão agir, estrategicamente, de acordo com sua conveniência e, na maior parte das vezes, a escolha é pela divulgação de informações positivas sobre a organização e não divulgação de informações negativas (GUAY; VERRECCHIA, 2007). Ainda que as empresas de uma maneira geral divulgam informações obrigatórias, aquelas que são exigidas pela legislação, deve-se ressaltar que elas podem também divulgar informações úteis que auxiliam os *stakeholders* nas tomadas de decisões (DANTAS *et al.*, 2005). “A divulgação das informações, positivas e negativas, evidencia o nível de *accountability* pública para com os usuários da informação” (LIMA, 2009, p. 23).

Dessa forma, pode-se entender que caso o gestor creia que a informação possa ser usada contra ele, os incentivos para que a divulgação não seja feita aumentam (LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2007). Leva-se em consideração que, economicamente, os gestores possuem um viés racional e que quando o *disclosure* não é obrigatório, não ocorre a divulgação de informações que venham a prejudicá-los ou mesmo prejudicar a organização (VERRECCHIA, 2001).

2.1.1 *Disclosure* Voluntário

A evidenciação voluntária relaciona-se com determinadas informações divulgadas pela organização e que não são de cunho obrigatório (AVELINO, 2013). Ao fazer a divulgação voluntária, as organizações cumprem com seu papel ético junto aos seus *stakeholders*, tendo em vista a importância cada vez mais acentuada em divulgar suas informações (BOFF, 2007).

São consideradas divulgações voluntárias as informações que excedem ao que é exigido pelas leis, normas e regulamentos, o que tem sido uma área de interesse para os pesquisadores (WATSON; MARSTON, 2002). Contudo, esse *disclosure* não é suficiente para mitigar os riscos inerentes à tomada de decisão por parte dos *stakeholders*, especialmente os investidores. Sua eficácia depende do grau de credibilidade e qualidade da informação que origina o *disclosure* (DANTAS *et al.*, 2005).

Embora não seja o foco da presente pesquisa, é observável que os requisitos de divulgação obrigatórios estão aumentando e a motivação para tal comportamento tem sido foco de muita atenção, além do fato que não apenas a sua presença está sendo analisada, mas também o modo como está sendo feita (WATSON; MARSTON, 2002). Dessa forma, se a divulgação financeira voluntária é fundamentalmente impulsionada por ganhos de qualidade, de forma complementar ou de forma substitutiva, poderá ter um efeito de primeira ordem sobre o custo de capital (FRANCIS; NANDA; OLSSON, 2008).

Outra característica do *disclosure* voluntário é a sua endogeneidade (FRANCIS; NANDA; OLSSON, 2008; GAO, 2008; GIETZMANN; TROMBETTA, 2003; GUIDRY; PATTEN, 2012; VERRECCHIA, 1990). A endogeneidade pode ser entendida como um processo no qual é feita a escolha das informações a serem divulgadas bem como os incentivos que os gestores possuem para divulgarem as informações conhecidas por eles (VERRECCHIA, 2001). Levando em consideração tal característica do *disclosure* voluntário, outro aspecto que acompanha a endogeneidade é a assimetria da informação e pode ser considerada um elemento crítico do *disclosure* como um todo (FRANCIS; NANDA; OLSSON, 2008; GUAY; VERRECCHIA, 2007; LEUZ; VERRECCHIA, 2013; MURCIA, 2009; ROVER, 2013; VERRECCHIA, 2001).

As organizações podem optar por ambos os *disclosures*, o obrigatório e o voluntário; embora o voluntário afete – positivamente ou negativamente – as organizações com políticas contábeis mais agressivas (FRANCIS; NANDA; OLSSON, 2008). Uma questão separada, mas relacionada é se as divulgações voluntárias resultam em um aumento ou diminuição do custo

global do capital para a empresa (COLLETT; HRASKY, 2005). A principal linha de pensamento da área entende que uma maior divulgação voluntária deve reduzir a assimetria de informação e, portanto, reduzir o custo de capital (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991). Outras pesquisas discutem, no entanto, os efeitos do aumento do custo de capital que podem ocorrer se as divulgações são feitas em um ambiente de informação mais assimétrica do que existiria na sua ausência (KIM; VERRECCHIA, 2001; ZHANG; KONG, 2001).

A possibilidade de que a qualidade da informação é uma resposta à divulgação voluntária que não pode ser descartada, embora nenhum estudo teórico caracterize a divulgação voluntária como a construção primordial (FRANCIS; NANDA; OLSSON, 2008). Mais plausivelmente, um mecanismo de *feedback* pode existir através do qual as divulgações voluntárias (feitas em resposta à qualidade da informação) têm um efeito posterior sobre a qualidade da informação (LANGBERG; SIVARAMAKRISHNAN, 2010).

Os trabalhos acadêmicos que versam sobre divulgações são embasados na Teoria da Divulgação, tal como proposto por Verrecchia (2001). Essa linha de estudo procura explicar os efeitos da divulgação voluntária das informações financeiras no mercado acionário, bem como tentar entender os motivos para que determinada informação seja divulgada voluntariamente e quais os benefícios para os *stakeholders* e a própria organização bem como os custos envolvidos no processo de divulgação voluntária (GABRIEL; PIMENTEL; MARTINS, 2009).

2.1.2 Teoria da Divulgação

Na tentativa de formular uma base teórica abrangente de relatórios financeiros das empresas, estudiosos de contabilidade desenvolveram diferentes teorias de divulgação, cada qual explica os diferentes sub-pontos de divulgação financeira (ALBERTI-ALHTAYBAT; HUTAIBAT; AL-HTAYBAT, 2012). Teorias como a teoria da legitimidade, teoria da agência, teoria dos *stakeholders* e outras foram utilizadas para justificar e embasar a divulgação de informações (HACKSTON; MILNE, 1996).

A abordagem de pesquisa para integrar as teorias existentes de divulgação é dedutiva e indutiva ao mesmo tempo (ALBERTI-ALHTAYBAT; HUTAIBAT; AL-HTAYBAT, 2012). O reconhecimento da lacuna dos aspectos dedutivos e identificação do problema é feito através

da identificação de lacunas aparentes na literatura (NIELSEN, 2009). A revisão da literatura denota o aspecto dedutivo de um estudo, uma vez que serve para identificar as lacunas aparentes (ALBERTI-ALHTAYBAT; HUTAIBAT; AL-HTAYBAT, 2012). Uma vez que a diferença tenha sido identificada, a abordagem indutiva assume, observando um fenômeno particular (CARLILE; CHRISTENSEN, 2004). No caso em estudo, a literatura existente sobre divulgação corporativa, busca categorizar com base em classificações existentes e estabelecer relações entre si (ALBERTI-ALHTAYBAT; HUTAIBAT; AL-HTAYBAT, 2012).

No presente trabalho, a abordagem teórica utilizada é a da teoria da divulgação proposta por Verrechia (2001). As pesquisas que têm por base a divulgação podem ser divididas em três categorias, conforme pode ser verificado em Verrechia (2001, p. 98) em seu trabalho *Essays on disclosure*, que teve por objetivo analisar os vários modelos de *disclosure* existentes na literatura e podem ser observadas no quadro 1, a seguir, elaborado por Goldner (2006), com base em Verrechia (2001):

Quadro 1 – Categorias da Pesquisa em Divulgação

Categoria de Pesquisa	Características da Divulgação
Divulgação Baseada em Associação (association-based <i>disclosure</i>)	Investigação da divulgação como um processo exógeno, e sua relação entre a divulgação com as mudanças no comportamento dos investidores. Estudo dos efeitos da divulgação nas mudanças das ações dos investidores através dos preços e do volume de negociação dos ativos.
Divulgação Baseada em Julgamento (discretionary-based <i>disclosure</i>)	Investigação da divulgação como um processo endógeno, através das decisões dos gestores em divulgar determinadas informações, considerando determinados incentivos para isso. Assim sendo, o mercado de capitais nesta categoria de pesquisa é o único consumidor das informações produzidas e divulgadas pelas empresas.
Divulgação Baseada em Eficiência (efficiency-based <i>disclosure</i>)	Investigação de informações que ainda não ocorreram ou ex ante. Discussão acerca dos tipos de divulgação mais eficientes, ou os mais preferidos pelas empresas, considerando que essas ações são endógenas.

Fonte: Goldner (2006, p. 23)

Embora não exista uma teoria abrangente sobre a divulgação, a categorização dos estudos apresenta-se como uma organização didática dos estudos sobre o tema (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005; VERRECCHIA, 2001). Nesse sentido, *O Journal of Accounting and Economics* de dezembro de 2001 publicou, também, um ensaio de Dye sobre o estudo de Verrecchia, no qual ele aceita que os estudos sobre o *disclosure* obrigatório não estão desenvolvidos o suficiente para terem o status de teoria (DYE, 2001).

A divulgação voluntária merece um status de teoria e pode ser considerada como um caso especial da teoria dos jogos, com a premissa de que a organização divulgará publicamente apenas as informações que são benéficas para a mesma (DYE, 2001). A Teoria da Divulgação Voluntária trata do desenvolvimento da Teoria da Divulgação, considerando a divulgação como um processo endógeno, ou seja, são considerados os incentivos que os gestores e/ou as empresas têm para divulgar as informações (SALOTTI ; YAMAMOTO, 2008). Esta teoria é mais interessante no enfoque que ela lança sobre como interpretar o silêncio ou, mais geralmente, menos do que a divulgação completa (OLIVEIRA, 2012).

No Brasil, o trabalho de Salotti e Yamamoto (2005) fazem uma sistematização das características das categorias das pesquisas em divulgação, seguindo os parâmetros sugeridos por Verrecchia 2001 e resumidos no Quadro 2.

Quadro 2 – Características da Divulgação

Categorias de Pesquisa	Características da Divulgação	
	Momento de Ocorrência da Divulgação	Processo de Divulgação
Associação	<i>ex post</i>	exógeno
Julgamento	<i>ex post</i>	endógeno
Eficiência	<i>ex ante</i>	não aplicável

Fonte: Salotti e Yamamoto (2005, p. 56)

A divulgação baseada em associação possui como principal preocupação a forma como a divulgação exógena está associada ou relacionada a mudança ou interrupção nas atividades de investidores que competem entre si, como agentes maximizadores do lucro individual e ocorre *ex post*; isto é, já ocorreu (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005; VERRECCHIA, 2001). De um modo geral, pode-se levar em consideração que essas pesquisas têm tido sucesso e os modelos explicativos podem ser considerados robustos, além de discutirem uma variedade de

caracterizações relevantes (SILVA, 2009). Nessa categoria não são levados em consideração os motivos da divulgação na organização (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005).

A divulgação baseada em julgamento ou discricionariedade leva em consideração os trabalhos que estudam a forma como os gestores ou as organizações fazem escolhas de informações que ele tenham conhecimento e as divulgam, ocorrendo de forma *ex post* (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005; VERRECCHIA, 2001). Nesta categoria, a divulgação é vista como um processo endógeno e leva em conta os incentivos que os gestores e/ou as organizações recebem para divulgar as informações; é questionado também em quais condições haverá ou não a divulgação (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005). Outro aspecto decorrente dessa teoria é o problema da seleção adversa, que é entendida como o fato no qual a ausência de uma informação é interpretada como uma informação negativa, que foi suprimida pelo gestor ou organização (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005; SILVA, 2009; VERRECCHIA, 2001).

A divulgação baseada na eficiência é encontrada nos trabalhos que discutem os arranjos preferidos da divulgação na ausência de conhecimento prévio da informação, *ex ante* (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005; VERRECCHIA, 2001). Os trabalhos classificados de acordo essa taxonomia discutem quais são as divulgações mais eficientes, ou seja, aquelas incondicionalmente preferidas pelos gestores/organizações (VERRECCHIA, 2001). Outro aspecto a ser observado nessa linha é que a divulgação é um processo endógeno, levando em consideração os incentivos que existem para ser feita a divulgação (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005). Como acontece com qualquer taxonomia, há um elemento de discricionariedade para a categorização de alguns papéis (VERRECCHIA, 2001).

A divulgação de relatórios por parte dos gestores e/ou organizações com algum critério ao transmitir informações privadas para os investidores gera um aumento na quantidade de informações que podem ser percebidos nos preços dos ativos da organização (HEALY; PALEPU, 2001; SANKAR; SUBRAMAN, 2001). Quando o gestor pode gerenciar a divulgação financeira privada da empresa, ele se torna preso a um equilíbrio indesejável, ao passo que ele pode ser obrigado a manipular o relatório com algum custo, com o intuito de dar o viés desejado ao seu relatório (STOCKEN; VERRECCHIA, 2004).

Na tentativa de reduzir custos, o gestor tende a escolher um sistema de informação impreciso quando a informação financeira não é útil para os investidores do que quando é útil; quando a

assimetria da informação entre os *stakeholders* é baixa, ocorre uma redução na eficiência abaixo do esperado, quando o gestor se compromete a não manipular as informações (STOCKEN; VERRECCHIA, 2004).

No Brasil, após o estudo de Salotti (2005), outros pesquisadores passaram a utilizar a Teoria da Divulgação como plataforma teórica em seus estudos acadêmicos. O quadro 3 faz uma sistematização de tais estudos bem como apresenta os principais aspectos discutidos pelos mesmos.

Quadro 3 – Sistematização dos estudos acadêmicos em *Disclosure* no Brasil

Ano	Autor	Título	Aspectos Abordados
2005	Bruno Meirelles Salotti	Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro	Esse trabalho avaliou os motivos da divulgação voluntária da DFC, Demonstração dos Fluxos de Caixa, pelas empresas do mercado de capitais brasileiro. Para tal, utiliza o referencial teórico da Teoria da Divulgação Voluntária. A partir do modelo proposto por Verrecchia (2001), são elaboradas cinco hipóteses relacionando a divulgação voluntária da DFC a outras variáveis. Essas hipóteses são testadas a partir dos dados das companhias abertas com ações listadas na BOVESPA, Bolsa de Valores de São Paulo, as quais divulgaram voluntariamente a DFC no período de 2000 a 2004. Evidências sugerem que a obrigatoriedade da divulgação da DFC poderia contribuir para a melhoria do conteúdo informativo da contabilidade e também para a redução dos níveis de assimetria informacional observados no mercado de capitais.
2007	Gerlando Augusto Franco de Lima	Sampaio Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de <i>disclosure</i> com o custo da dívida das empresas brasileiras	Este trabalho teve como objetivo investigar a relação entre o nível de <i>disclosure</i> voluntário e o custo de capital de terceiros. Verificou-se que o aumento do <i>disclosure</i> pelas empresas resulta na diminuição da assimetria de informação, diminuindo o risco oferecido aos financiadores da empresa, resulte, também, no aumento da visibilidade e negociabilidade de seus papéis, bem como na quantidade de informação divulgada aos seus <i>stakeholders</i> de uma forma geral. Isso resulta em uma diminuição do custo de capital de terceiros. Como plataforma teórica, foi utilizada a Teoria da Divulgação estudada por Verrecchia (2001), mais explicitamente a pesquisa baseada em Eficiência, além de serem demonstrados os cálculos dos custos de capital, como a apresentação de pesquisas nacionais e internacionais sobre o assunto.

2008	Kelly Teixeira Rodrigues Farias	A relação entre divulgação ambiental, desempenho ambiental e desempenho econômico nas empresas brasileiras de capital aberto: uma pesquisa utilizando equações simultâneas	Este estudo teve como objetivo investigar a inter-relação entre a divulgação ambiental, o desempenho ambiental e o desempenho econômico das empresas brasileiras de capital aberto. A pesquisa fundamentou-se na Teoria da Legitimidade e na Teoria da Divulgação, no que tange a divulgação de informações como uma resposta a pressões sociais e as necessidades dos <i>stakeholders</i> . Os resultados do modelo sugerem que não há inter-relação significativa entre as variáveis, de acordo com as características da amostra e dos indicadores utilizados, pois se observou que a divulgação ambiental é influenciada pelo desempenho ambiental, que o desempenho econômico afeta o desempenho ambiental, mas que a divulgação ambiental não é afetada pelo desempenho econômico.
2009	Emanoel Marcos Lima	Análise comparativa entre o índice de <i>disclosure</i> e a importância atribuída por <i>stakeholders</i> a informações consideradas relevantes para fins de divulgação em instituições de ensino superior filantrópicas do Brasil: uma abordagem da teoria da divulgação	O objetivo da tese foi de realizar uma análise comparativa, sob a abordagem da teoria da divulgação, entre o índice de <i>disclosure</i> e a importância atribuída por <i>stakeholders</i> a informações consideradas relevantes para fins de divulgação em Instituições e Ensino Superior Filantrópicas do Brasil – IESFB. Os resultados apontaram que as IESFB fazem em sua maioria apenas o <i>disclosure</i> obrigatório.
2009	Suliani Rover	<i>Disclosure</i> ambiental de empresas potencialmente poluidoras: características da informação ambiental e explicações para a divulgação voluntária no Brasil	A presente dissertação tem como objetivo identificar as características da informação ambiental e os fatores que determinam sua divulgação voluntária pelas empresas brasileiras potencialmente poluidoras. Conclui-se que os achados da pesquisa corroboram com a Teoria da Divulgação Voluntária, na medida em que as empresas divulgaram voluntariamente poucas informações negativas a respeito de suas práticas ambientais. Da mesma forma, os resultados da análise

			explicativa mostram grande aderência com a Teoria Positiva da Contabilidade, e parcialmente com a Teoria da Legitimidade.
2009	Ricardo Luiz Menezes da Silva	Divulgação de informações e liquidez de ações: evidências do setor de Siderurgia e Metalurgia do Brasil	No contexto da Teoria da Divulgação, que estuda os fenômenos relacionados à divulgação da informação, este estudo teve como objetivo estudar a relação entre liquidez das ações e o nível de divulgação das empresas brasileiras de capital aberto do setor de Siderurgia e Metalurgia no período de 1998 a 2007. Para mensurar o conceito de liquidez de ações adotou-se diversas métricas nessa pesquisa, como também o uso de metodologia desenvolvida por Lima (2007) para calcular o índice de divulgação.
2009	Michael Dias Corrêa	Relação entre o nível de divulgação ambiental e o desempenho ambiental das empresas componentes do índice Bovespa	Evidências empíricas anteriores fornecem resultados contraditórios entre o desempenho ambiental e o nível de divulgação ambiental das empresas. Esta relação é revista neste estudo baseando-se na Teoria da Divulgação Voluntária e na Teoria da Legitimidade. Os resultados desta pesquisa, os quais indicaram a existência de uma relação positiva entre o desempenho ambiental e o nível de divulgação ambiental das empresas e possuem ligações com as previsões da Teoria da Divulgação. No entanto, a legitimação dos dados analisados não pode ser explicada pela Teoria da Divulgação.
2010	Régis César Cunha	Fatores determinantes do nível de <i>disclosure</i> das empresas de energia elétrica brasileiras: um estudo com dados em painel	Este trabalho teve como objetivo avaliar os motivos que levam à divulgação de informações pelas empresas de energia elétrica brasileiras. Para tal, utilizaram-se os estudos foram utilizados de Verrecchia (2001), Dye (2001), Healy e Papely (2001) e Core (2001) como base do referencial teórico.
2011	Alexandre Franco de Godoi	Contabilidade ambiental: um estudo do <i>disclosure</i> de informações ambientais, das empresas dos setores de alto impacto ambiental,	Esta pesquisa objetivou analisar as características do <i>disclosure</i> ambiental nas demonstrações financeiras de uma amostra de empresas integrantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo

		integrantes do ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial	(BOVESPA) e pertencentes aos setores econômicos de alto impacto ambiental. Para atingir o objetivo foi realizada uma pesquisa descritiva, apoiando-se na pesquisa bibliográfica para fundamentação teórica, que teve a Teoria da Divulgação como suporte e na análise de conteúdo para analisar o <i>disclosure</i> ambiental nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP's), referentes ao exercício social de 2009.
2012	Dilcileria da Rosa de Oliveira	Determinantes da divulgação voluntária do balanço social no Brasil	O objetivo deste estudo foi identificar os fatores determinantes para divulgação voluntária do balanço social no Brasil. Foram verificadas as variáveis: preocupação com a imagem, tamanho, setor, porte da empresa de auditoria, lucratividade e Internacionalização. Para esse estudo realizou-se um referencial teórico baseado na teoria do julgamento (Verrecchia 2001), assim, a divulgação do balanço social é tida como endógeno e os incentivos que os gerentes e ou a empresa têm para divulgar a informação.
2012	Fabio Ricardo dos Santos Calhau	Estudo da assimetria da informação e seus impactos no custo de capital das empresas brasileiras negociadas em bolsa	O objetivo principal deste trabalho foi analisar o efeito da assimetria da informação no custo de capital próprio das empresas negociadas em bolsa de valores no Brasil. Para fundamentar o trabalho, foi utilizada a Teoria da Divulgação para justificar o estudo da assimetria da informação, que foi estimada através da <i>Probability of informed trading</i> (PIN), mensurando de forma direta a existência de negociações com informação privilegiada para a confrontação com custo de capital das empresas brasileiras.
2013	Enrico Dalla Riva	Adoção do padrão contábil internacional nas pequenas e médias empresas e seus efeitos na concessão de crédito	A literatura teórica discute a regulação contábil como resposta à existência de ambientes com assimetria informacional, e a Teoria da Divulgação estuda o fenômeno da evidenciação contábil, sob o ponto de vista de suas causas e efeitos.

2013	Suliani Rover	<i>Disclosure</i> socioambiental e custo de capital próprio de companhias abertas no Brasil	O trabalho investigou a relação entre o <i>disclosure</i> voluntário socioambiental e o custo de capital próprio de companhias abertas no Brasil. Com base na Teoria da Divulgação Voluntária, espera-se uma relação negativa entre o <i>disclosure</i> socioambiental e o custo de capital próprio, que foi confirmada pelos resultados obtidos.
2013	Bruna Camargos Avelino	Características explicativas do nível de <i>disclosure</i> voluntário de municípios do estado de Minas Gerais: uma abordagem sob a ótica da teoria da divulgação	O propósito desta pesquisa foi identificar as características explicativas do nível de <i>disclosure</i> voluntário de municípios do Estado de Minas Gerais em seus portais eletrônicos. A principal teoria utilizada para sustentar os achados quanto ao nível de <i>disclosure</i> voluntário foi a Teoria da Divulgação, aqui entendida como uma resposta aos conflitos tratados pela Teoria da Agência.
2013	Júlia Alves e Souza	Informações sobre segmentos operacionais no Brasil: práticas e determinantes de divulgação	O estudo objetivou identificar os fatores que influenciam o nível de divulgação de informações sobre segmentos operacionais de empresas brasileiras. Acessoriamente, objetiva apresentar quais as práticas de divulgação de informações sobre segmentos operacionais apresentadas por essas empresas. A pesquisa, de caráter exploratório e explicativo, desenvolve-se inicialmente a partir da análise das demonstrações contábeis das empresas, tendo como referência os requisitos constantes no CPC 22 e como plataforma teórica a Teoria da Divulgação.
2014	Claudia Marchioli Nicolau dos Reis	Métrica de desempenho operacional: um estudo do EBITDA no gerenciamento de segmentos	Estudou a prática da divulgação do EBDITA das empresas por segmento da Bolsa de Valores, analisando as Notas Explicativas, tendo como uma das plataformas teóricas a ótica da Teoria da Divulgação.

Fonte: Elaborado pelo Autor

Como pode ser observado, os estudos sobre a Teoria da divulgação no meio acadêmico no Brasil passaram a ser realizados a partir do ano 2005, com o trabalho de Salotti (2005), que tratou das demonstrações de Fluxo de Caixa, quando ainda era demonstrações voluntárias. O trabalho de 2007 tratou da relação entre o *disclosure* e o custo de capital de terceiros utilizando-se da Teoria da Divulgação como plataforma teórica e foi realizado por Lima (2007). A partir de 2008 a tônica da divulgação ambiental passou a entrar em voga com o trabalho de Farias (2008), que relacionou a divulgação ambiental, desempenho ambiental e desempenho econômico nas empresas brasileiras de capital aberto, utilizando equações simultâneas.

Em 2009 foram realizados quatro trabalhos tendo a Teoria da Divulgação como plataforma teórica. Rover e Corrêa discutiram a divulgação ambiental; uma tratou do *disclosure* ambiental de empresas potencialmente poluidoras, procurando caracterizar a informação ambiental e explicações para a divulgação voluntária dessas empresas no Brasil e concluiu que as organizações divulgam apenas o que lhes são de interesse, corroborando com a Teoria da Divulgação; o outro discutiu a relação entre o nível de divulgação ambiental e o desempenho ambiental das empresas componentes do índice Bovespa, embora tenha utilizado a Teoria da Divulgação como suporte teórico, o mesmo não conseguiu legitimar seus dados sob a luz da mesma.

Uma análise comparativa entre o índice de *disclosure* e a importância atribuída por *stakeholders* a informações consideradas relevantes para fins de divulgação em instituições de ensino superior filantrópicas do Brasil foi discutido por Lima (2009), que teve como plataforma teórica a Teoria da Divulgação e teve como principal conclusão que as IESFB fazem apenas o *disclosure* obrigatório. A divulgação no setor siderúrgico e sua relação com a liquidez das ações das organizações de tal setor foi discutida por Silva (2009), que para calcular o nível de *disclosure*, utilizou-se do índice proposto por Lima (2007), o mesmo a ser utilizado pelo presente trabalho para medir o nível de *disclosure* dos clubes de futebol.

Os fatores determinantes do nível de *disclosure* das empresas de energia elétrica brasileiras foi o assunto tratado por Cunha (2010), que avaliou os motivos que levam à divulgação das informações nesse setor, tendo como base teórica os estudos de Verrecchia (2001), Dye (2001), Healy e Papely (2001) e Core (2001); a metodologia empregada foi a análise de dados em painel. Os estudos de divulgação ambiental voltaram em 2011 com o trabalho de Godoi (2011), que tratou do *disclosure* de informações ambientais de organizações de alto impacto ambiental

e que integravam o ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial da BOVESPA – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. Foi utilizada a Teoria da Divulgação para analisar o *disclosure* ambiental das DFP's – Demonstrações Financeiras Padronizadas do exercício social de 2009. O balanço social e os fatores determinantes para sua divulgação voluntária no país foi discutido por Oliveira (2012), que valeu-se dos estudos de Verrechia (2001) na categoria de divulgação baseada em julgamento.

A adoção do padrão internacional contábil nas pequenas e médias empresas bem como os seus efeitos na concessão do crédito foi discutido por Riva (2013), que utilizou a Teoria da Divulgação analisando evidenciação sob o ponto de vista de suas causas e efeitos. Como tratado em seu trabalho anterior, de mestrado, Rover (2013) volta a falar do *disclosure* ambiental, porém no presente trabalho, trata da relação do mesmo com o custo de capital próprio nas companhias abertas no Brasil; sua hipótese, da relação negativa entre *disclosure* socioambiental e custo de capital próprio foi confirmada com os resultados obtidos.

As características explicativas para o *disclosure* voluntário dos municípios mineiros, sob a ótica da Teoria da Divulgação como uma resposta aos conflitos de agência foi discutido por Avelino (2013). As práticas e os determinantes da divulgação por segmentos operacionais no Brasil foi discutido por Souza (2013) que além da Teoria da Divulgação, utilizou-se do CPC 22 – Comitê de Pronunciamentos Contábeis 22. A prática da divulgação do EBITDA - Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização das empresas - por segmento da Bolsa de Valores, tendo por base as Notas Explicativas para análise sustentada na Teoria da Divulgação, foi um estudo realizado por Reis (2014).

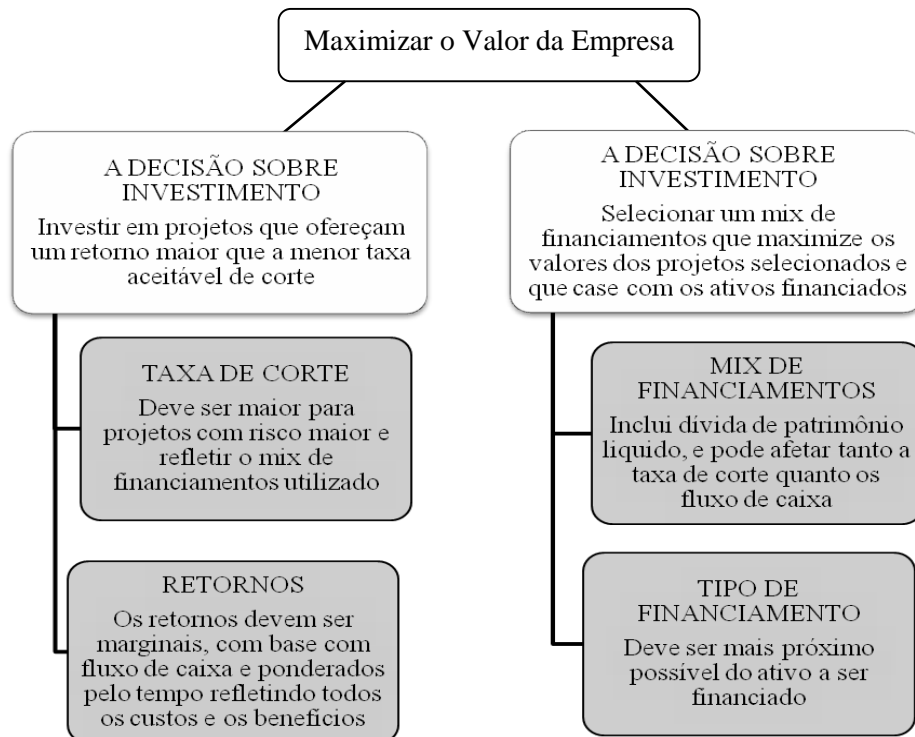
2.2 Custo de Capital

Esta subseção do trabalho apresenta o custo de capital com seus conceitos principais, o próprio e o de terceiros.

No dia a dia de uma organização os gestores precisam tomar diversas decisões que alteram a sua rentabilidade e podem ser classificadas como decisões de investimentos e decisões de financiamento (QUEIROZ, 2008). As decisões de investimento e financiamento possuem o

objetivo de maximizar o valor da organização (GITMAN, 2013; DAMODARAN, 2002), conforme o Figura 1, adaptado de Damodaran (2002).

Figura 1 – Decisões de Investimentos



Fonte: Adaptado de Damodaran (2002)

As decisões de investimentos geram valor para organização e, dessa forma, são atraentes quando o retorno esperado da alternativa exceder a taxa de capital exigida pelos proprietários do capital; as decisões de financiamentos incumbem-se de escolher as melhores ofertas de recursos e o percentual mais adequado entre o capital de terceiro e o próprio (ASSAF NETO, 2012).

O termo capital pode ser entendido como os valores de longo prazo de uma empresa (GITMAN, 2013). É o percentual de uma organização deve vender a fim de levantar uma quantia fixa de capital (VERRECHIA, 2001). Pode ser definido ainda como o retorno esperado do estoque de uma empresa (LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2007). Representa a remuneração esperada por acionistas e credores pelo custo de oportunidade do investimento em uma dada organização em detrimento de outra com as mesmas características (LIMA, 2007).

O custo de capital reflete a remuneração mínima que é exigida pelo proprietários de suas fontes de recursos (ASSAF NETO, 2012). Pode ser considerada, ainda, a taxa de retorno exigida pelos fornecedores de capital no mercado, para que seus fundos sejam atraídos (GITMANN, 2013).

Quando falamos do custo de capital pela ótica do retorno, é a taxa que uma organização deve obter nos projetos em que investe, para manter seu valor de mercado e atrair fundos (GITMANN, 2013). Reflete a taxa mínima de atratividade das decisões de investimentos, indicando criação de riqueza econômica, quando o retorno operacional auferido superar a taxa requerida de retorno determinada pela alocação de capital (ASSAF-NETO, 2012).

Para a obtenção das fontes de financiamento, existem custos específicos de cada uma delas, que são calculados após o imposto de renda (GITMAN, 2013). As fontes de capital de longo prazo proporcionam o financiamento permanente das organizações (ASSAF NETO, 2012). O quadro 4 mostra a diferença entre o capital próprio e o de terceiros.

Quadro 4 – Diferenças entre capital de terceiros e o capital próprio

Características	Tipos de Capital	
	Capital de Terceiros	Capital Próprio
Influências nas decisões da administração	Não	Sim
Direitos sobre resultados e ativos	Preferencial em relação ao capital próprio	Subordinado ao capital de terceiros
Prazo de vencimento	Determinado	Indeterminado
Tratamento fiscal	Dedução de juros	Não há dedução

Fonte: Gitman (2013, p. 278).

Uma organização pode obter recursos para financiar suas atividades através de três maneiras: i) por meio da integralização do capital dos proprietários ou pela emissão de ações; ii) pela utilização dos lucros auferidos; iii) através de recursos de terceiros, oriundos de empréstimos (MAZER, 2007). Para obter esses recursos, a organização possui um custo e o somatório do custo total de capital de uma organização e é formado pelo custo de capital próprio e o de terceiros (ASSAF NETO, 2003).

2.2.1 Custo de capital próprio

Existem algumas conceituações para os custos de capital disponíveis na literatura sobre assunto. O capital próprio “é taxa de retorno que os investidores exigem para fazer um investimento em capital de risco na organização” (DAMODARAN, 2002, p. 84). Pode ser considerado o patrimônio líquido e é formado por fundos de longo prazo oferecidos pelos donos da organização (GITMAN, 2012).

Mesmo tendo a conceituação do custo de capital próprio já difundida, o mesmo possui aspectos subjetivos, tendo em vista sua impossibilidade de ser diretamente observada (LIMA, 2007). Outro aspecto levantado é que a informação assimétrica, um integrante do custo de capital, é a diferença entre custo de capital, tendo ou não, o problema da seleção adversa, oriunda da assimetria da informação (VERRECHIA, 2001).

Diversos estudos têm sido realizados, relacionando o custo de capital próprio com o *disclosure*. A relação entre a assimetria e o custo de capital (HUGHES; LIU, 2007; ARMSTRONG *et al.*, 2011); a forma como os investidores reagem ao serem divulgadas informações consideradas relevantes e irrelevantes e de que forma afeta o custo de capital (BLOOMFIELD; FISCHER, 2011); manipulação de resultados e custo de capital (BERTOMEU, 2013; STROBL, 2013); redução do custo de capital com o aumento das informações, dando mais objetividade às informações divulgadas (EASLEY; HARA, 2004); a ocorrência de diminuição no custo de capital após o lançamento de informações é exatamente compensada por um aumento no custo de capital antes da divulgação de informações – desde que efeitos de divulgação indiretos sejam ignorados (CHRISTENSEN; DE LA ROSA; FELTHAM, 2010); a qualidade da informação pode ter impacto sobre o custo de capital de uma empresa através de seu efeito sobre as decisões de investimento da empresa (LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2007); a manipulação de ganhos afeta a correlação dos fluxos de caixa entre as empresas e que as distorções dos fluxos de caixa dependem do estado da economia (STROBL, 2013).

A adequada estimação da variável custo de capital torna-se importante, tendo em vista relativa sensibilidade dos modelos de avaliação de empresas às alterações nas taxas de desconto (LIMA, 2007). Vários modelos de estimação do custo de capital próprio estão disponíveis para serem utilizadas. Os modelos apresentados neste estudo são bastante difundidos na literatura de finanças e contabilidade e cada um deles apresenta, evidentemente, vantagens e desvantagens sobre os demais (MARTINS *et al.*, 2006; LIMA, 2007). Vale salientar, que embora não faça parte do presente trabalho a análise do custo de capital próprio, entendemos ser importante

situar o leitor sobre os modelos mais utilizados para seu cálculo bem como será mostrado um quadro 5 com o comparativo entre as metodologias.

Como principais modelos de cálculo do custo de capital próprio, temos: *Gordon*; *CAPM – Capital Asset Pricing Model*; *APM – Arbitrage Pricing Model* e *Ohlson – Jeuttner* (LIMA, 2007; MARTINS *et al*, 2006). Os modelos estão apresentados no quadro 5 com as respectivas vantagens e desvantagens de cada um deles.

Quadro 5 – Modelos de Custo de Capital Próprio

Modelo	Vantagens	Desvantagens
Gordon	1. Facilidade de entendimento e implementação (modelo simples).	1. Premissa de uma taxa de crescimento de dividendos fixa (modelo simples) tem pouca correspondência na prática (BOTOSAN e PLUMLEE, 2000, p. 13). 2. Premissa de que a expectativa de retorno dos acionistas após o período de crescimento anormal (modelo estendido) será sempre equivalente ao retorno, e sobre o patrimônio também nem sempre se verifica na prática (BOTOSAN e PLUMLEE, 2000, p. 13). 3. Hipóteses bastante simplificadas com relação ao comportamento futuro das empresas (LOPO <i>et al</i> , 2001, p. 212). 4. Como este modelo (ampliado) foi desenvolvido de forma <i>ex post</i> , sem formulação analítica e sem resposta fechada, deve-se resolver por método numérico (BOTOSAN e PLUMLEE, 2000, p. 13).
CAPM	1. Modelo mais difundido no mercado. 2. Tem forte fundamentação econômica.	1. Há incapacidade no modelo de ser testado empiricamente, pois não é possível o conhecimento do retorno esperado da carteira de mercado, que deve representar todos ativos da economia. Schor, Bonomo e Pereira (2004, p. 55) argumentam sobre a “impossibilidade de se observar o portfólio de mercado e a crítica de que a real hipótese verificada nos testes propostos para o CAPM não é a hipótese de Sharpe”.

APM	<ol style="list-style-type: none"> 1. Adição de mais fatores que influenciam o retorno dos ativos que o CAPM. 2. Intuição do modelo semelhante à do CAPM. 3. Não necessita de hipóteses sobre a distribuição dos retornos dos ativos nem sobre a estrutura de preferências dos indivíduos (SCHOR, BONOMO e PEREIRA, 2004). 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Não existe uma teoria econômica que diga quais fatores se podem correlacionar na equação observada e verifica-se que aquela equação realmente identifica os fatores desejáveis.
<hr/>		
OJ	<ol style="list-style-type: none"> 1. Desenvolvimento analítico do modelo. (OHLSON e JUETTNER-NAUROTH, 2005). 2. Depende de menos premissas de que os outros modelos. Utiliza variáveis contábeis em sua formulação. (LOPES e MARTINS, 2006). 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Depende das expectativas, e para isso utiliza como <i>proxy</i> as projeções dos analistas do mercado. 2. Por utilizar projeções de analistas, que são comprovadamente otimistas, pode-se ter um viés no resultado encontrado.

Fonte: Lima (2007, p. 29); Martins *et al.* (2006, p. 145)

O modelo de Gordon, proposto em 1962 é difundido na literatura como desconto dos fluxos de dividendos (GITMAN, 2013). Este modelo propõe que o retorno esperado de uma ação é dado pela taxa de desconto que iguala o preço corrente da ação com um fluxo futuro de dividendos esperados (MARTINS *et al.*, 2006; LIMA, 2007). Para sua obtenção, é necessário que se conheça tanto o comportamento *ex-post*, que são encontrados nas demonstrações financeiras como também das expectativas dos agentes para a organização investida (GARBRECHT, 2013).

Como premissa para funcionamento do modelo, quando ocorre um aumento dos lucros auferidos, os dividendos também seguem na mesma linha dos lucros. Dessa forma, é proposto que o crescimento esperado dos dividendos seja substituído pelo crescimento dos lucros, baseado na premissa dada pela relação dividendo-preço constante ao longo do tempo (SILVA, 2009).

Uma grande vantagem do Modelo de Gordon é a sua facilidade de aplicação (MARTINS *et al.*, 2006; LIMA, 2007). A principal questão problemática do Modelo de Gordon é a hipótese de

crescimento constante dos dividendos e o relacionamento direto entre o crescimento dos dividendos e o lucro (DAMODARAN, 2002; MARTINS *et al.*, 2006; LIMA, 2007).

O CAPM - *Capital Asset Pricing Model* foi elaborado para simplificar a teoria de carteiras desenvolvida por Markowitz em 1959 (SALMASI, 2007). Os trabalhos desenvolvidos por Markowitz (1952) serviram de base para que Sharpe (1964), Litner (1965) e Black (1972) e deram origem ao método de precificação de ativos mais testado, debatido e criticado nos últimos tempos, o CAPM (CALDAS, 2011). Esse modelo admite que os investidores são aversos a risco e quando escolhem entre carteiras, se preocupam com a média e a variância do retorno dos seus investimentos (ROSA, 2011; SALMASI, 2007).

O CAPM admite ser aplicado para medir o retorno esperado (custo de capital) de um ativo de forma individual e para uma carteira de investimentos se for levado em conta que como presunção básica que o pagamento do prêmio ao investido seja dado pelo risco sistêmico, que é medido pelo coeficiente beta (LIMA, 2007).

A hipótese da eficiência do mercado tem sua origem no modelo CAPM, oportunizando estimar os integrantes de retorno da empresa (ROSA, 2011). Em conjunto com a Teoria da Divulgação, o CAPM ajudar a explicar e prever as práticas contábeis e sua relação no valor da empresa quando negociada em bolsa (VERRECCHIA, 2001). Ainda é o modelo pelo qual os demais modelos para risco e retorno são medidos, sendo utilizado em *Wall Street* e para gerar políticas corporativas, sendo alvo de muitas críticas, algumas coerentes, outras não (DAMODARAN, 2002).

As principais críticas apresentadas por esse modelo são os problemas apresentados na modelagem, estabelecimento do risco de mercado e a subordinação aos dados históricos, que não levam em conta as alterações recentes na percepção de risco por parte dos investidores (ROVER, 2013). Outro aspecto criticado no modelo são as proxies (SALMASI, 2007). Além dos citados anteriormente, a medida do prêmio do risco que deve ser utilizada para obter o retorno esperado do índice de mercado e a correta taxa livre de risco para ser usada no CAPM são outros problemas apontados nessa metodologia (DAMODARAN, 2002).

Vale ressaltar que mesmo com todas as críticas ao modelo CAPM escolhe-se seu uso como uma maneira de diminuir possíveis vieses por ocasião das aproximações e suposições de fatores

determinantes ao cálculo do custo de capital, sua fácil aplicabilidade para obter a taxa esperada de retorno do acionista ampla utilização no mercado brasileiro (SALMASI, 2007). Vale lembrar ainda que o fato de os títulos brasileiros não serem tidos no mercado como isentos totalmente de risco, o CAPM, aqui, não pode ser modelado com indicadores totalmente brasileiros (MARTINS *et al.*, 2006; LIMA, 2007).

O APM – *Arbitrage Pricing Model* é observado como uma generalização do CAPM e tem seus pilares no pensamento que o retorno de um ativo é uma função linear de fatores macroeconômicos, a saber: variações de taxas de juros; expectativa de inflação e variações do PIB - Produto Interno Bruto (CUNHA, 2011). Neste modelo, a taxa de retorno dos títulos é constituída pelo retorno normal ou esperado e pelo retorno incerto ou inesperado da ação; a segunda parte do retorno é determinada por informações ou notícias, que são quase imprevisíveis mas fazem parte do processo natural (MARTINS *et al.*, 2006; LIMA, 2007).

Nesse modelo não há oportunidade de arbitragem, portanto o risco de mercado de qualquer ativo deve ser capturado por betas relacionados aos fatores que afetam todos os investimentos (DAMODARAN, 2002) O risco de mercado é igual às exposições ao risco de qualquer ativo aos fatores de mercado (CALDAS, 2011). O modelo aceita múltiplas fontes de risco advindas do mercado, mensurando a sensibilidade dos investidores às modificações ocorridas em cada uma delas (CUNHA, 2011). Essa sensibilidade, ao ser mensurada, toma forma de *beta*, utilizado para calcular o retorno esperado, levando em consideração os betas específicos (DAMODARAN, 2002).

Como desvantagens do modelo APM pode-se observar que não existe uma fundamentação teórica econométrica que apresente quais fatores pode-se correlacionar na equação em voga (MARTINS *et al.*, 2006; LIMA, 2007). Pode ser considerado um modelo mais completo que o CAPM, tendo em vista a manutenção da relação linear entre o retorno esperado e o beta (MINARDI *et al.*, 2007). Também não depende exclusivamente da mensuração do mercado em sua totalidade, como verificado no CAPM (MARTINS *et al.*, 2006; LIMA, 2007)).

O modelo Ohlson-Juettner tem como regra a não dependência do preço atual com as políticas de dividendos da organização, mostrando em seus fundamentos que o preço atual depende do lucro por ação esperado e de seu aumento subsequente, podendo ser obtido por duas métricas de crescimento (MARTINS *et al.*, 2006; LIMA, 2007). Para realização do cálculo da taxa de

retorno, são utilizadas as seguintes variáveis: preço atual da ação; dividendos esperados ao final do período para cada ação; lucratividade de cada ação ao final de um dado período, em relação ao lucro de um segundo período e de uma medida que é a taxa de crescimento constante esperada dos dividendos (SILVA, 2009).

A dependência de expectativas com base nas projeções dos analistas de mercado e o uso dessas projeções, que são na maioria otimistas, podem gerar viés no resultado encontrado (MARTINS *et al.*, 2006; LIMA, 2007; CUNHA, 2011).

2.2.2 Custo de capital de terceiros

O capital de terceiros ou da dívida pode ser entendido como todo capital de longo prazo advindo de empréstimos pela organização, inclusive obrigações (GITMAN, 2013). As principais fontes de capital de terceiros são empréstimos e financiamentos diretos; repasses de recursos internos; repasses de recursos externos; subscrição de debêntures e *leasing* – arrendamento mercantil (ASSAF NETO, 2013).

O custo de capital de terceiros é calculado de acordo o custo atual ou custo corrente, após o imposto de renda, dos empréstimos de longo prazo (GITMAN, 2013). Devem ser levados em consideração os empréstimos de curto prazo, também sendo um erro fazer o cálculo sem sua inclusão (MARQUES, 2009). A remuneração, depois do imposto de renda e a contribuição social sobre o lucro líquido de todos os empréstimos obtidos pela organização e dos títulos de emissão feita por ela. (DAMODARAN, 2002; BRIGHAM; ERHARDT, 2004).

Pode ainda ser “definido de acordo com os passivos onerosos identificados nos empréstimos e financiamentos mantidos pela empresa” (ASSAF NETO, 2013, p. 445). É chamado também de custo da dívida ou apenas juros e define a remuneração do capital obtido externamente (TEIXEIRA, 2010). É o custo dos empréstimos dados às organizações, obtido pelo retorno dos títulos em seu vencimento (LOPO *et al.*, 2001).

Em termos gerais, o custo de capital de terceiros é definido pelas seguintes variáveis como apresenta Damodaran (2002, p.120):

- a) *O nível corrente das taxas de juros:* se o nível das taxas de juros aumenta, o custo da dívida para as empresas também vai aumentar.
- b) *O risco de não pagamento para a empresa:* se o risco de inadimplência de uma empresa aumenta, o custo de tomar emprestados recursos também aumentará.
- c) *A vantagem de imposto de renda associado com a dívida:* tendo em vista que juros são dedutíveis, o custo da dívida após o impacto de renda é uma função da alíquota do imposto de renda. O benefício do imposto de renda que resulta do pagamento de juros torna o custo da dívida após o imposto de renda mais baixo do que o custo antes do mesmo.

De acordo com o exposto, o custo da dívida pode ser representado pela equação:

$$Kd = Ka \times (1 - Air)$$

conforme observado em Assaf Neto (2012, p. 447), Damodaran (2002, p. 120) e Gitman (2013, p. 438), onde *Kd* é o custo de capital de terceiros depois dos efeitos tributários; *Ka* é igual ao custo de capital de terceiros antes dos efeitos dos tributos; *Air* representa a alíquota dos tributos sobre o resultado (LIMA, 2007).

Para fazer o cálculo do *Ka* tem-se a seguinte fórmula:

$$Ka = \text{Despesas Financeiras} / \text{Passivo Financeiro}$$

e esses dados são encontrados no próprio balanço da empresa (LIMA, 2007). As despesas financeiras são encontradas na conta Despesas Financeiras no Balanço Patrimonial (QUEIROZ, 2008). O passivo financeiro médio é representado pelo somatório dos empréstimos e debêntures do Passivo Circulante e Não Circulante (MARQUES, 2009; MARTIN, 2013). O passivo financeiro também pode ser chamado de passivo oneroso e é composto por todas as obrigações onerosas – que geram encargos financeiros (ASSAF NETO, 2013).

No Brasil, os estudos sobre capital de terceiros e seu custo tem sido pouco explorado pela academia como uma variável específica de estudo, tendo destaque os trabalhos de Lima (2007) e o de Queiroz (2008). No primeiro, discutido anteriormente, o autor utiliza a Teoria da Divulgação e custo de capital de terceiros; no segundo, utiliza apenas o custo de capital de terceiros como objeto de estudo, fazendo uma comparação entre formas de calculá-lo, por meio

dos dados exclusivamente das DFPs e com o complemento das notas explicativas. Os demais trabalhos, utilizam a temática para discutir os conceitos de custo médio de capital, estrutura de capital e desempenho empresarial.

Sob a ótica moderna teoria financeira, Calil (2002) estudou a influência da estrutura de capital geral das empresas do setor siderúrgico, com o intuito de verificar se existe relação de criação de valor para os acionistas e os resultados mostraram evidências a favor da relevância da estrutura de capital e da prevalência da teoria da ordem de preferência modificada.

A governança corporativa e seus mecanismos foram estudados por Silveira (2004), especialmente sua influência sobre o valor de mercado e a rentabilidade das companhias abertas no Brasil; os resultados não permitiram indicar uma influência significativa e consistente da qualidade da governança sobre o desempenho das empresas.

A relação entre a transparência e custo de capital próprio das empresas listadas no Ibovespa em 2005 foi objeto de estudo por parte de Mazer (2007) que concluiu não ser possível determinar se a transparência é um componente redutor do custo de capital próprio das empresas estudadas.

A estrutura de capital das empresas não financeiras foi objeto de estudo em Netto (2009), que encontrou como principais variáveis para o endividamento de longo prazo o tamanho das empresas e, principalmente, a composição dos seus ativos (tangibilidade); foi concluído que, quanto menor o tamanho da empresa ou quanto maior a representatividade do ativo permanente no ativo total, maior sua propensão ao endividamento de longo prazo.

2.3 Demonstrações Financeiras

Os acionistas e outros investidores são os usuários da informação oriunda das demonstrações financeiras e utilizam-se dessas para analisar tendências futuras, a variabilidade dos dividendos, bem como associação entre as realidades futuras e o mercado; elas permitem um melhor funcionamento ao mercado (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2011). A diversidade de usuários com distintas exigências sempre permeia as discussões teóricas e as aplicações práticas da Contabilidade em geral e da financeira (CARNEIRO, 2008).

Outro aspecto a ser observado é que as demonstrações quando padronizadas fornecem aos *stakeholders* informações para fazer equiparações entre as organizações (TORRES; PINA, 2003). No âmbito internacional, o IASB - *International Accounting Standards Board* reconhece o atendimento às necessidades dos investidores, atual ou potencial, como um consenso (CARNEIRO, 2008):

Embora todas as necessidades de informação desses usuários não possam ser satisfeitas pelas demonstrações financeiras, existem necessidades comuns a todos os usuários. Como investidores são fornecedores de capital de risco para a entidade, o fornecimento de demonstrações financeiras que satisfaçam suas necessidades irá também satisfazer à maioria das necessidades de outros usuários que as demonstrações financeiras possam atender.

Em 2004 o Conselho Federal de Contabilidade (CFC) emitiu a Resolução CFC nº 1.005, que apresentou a Norma Brasileira de Contabilidade - NBC T 10.13, padronizando as demonstrações financeiras das entidades desportivas no Brasil. Dessa forma, procurou-se reduzir a assimetria da informação, através de uma norma para melhorar a qualidade da informação visando refletir melhor a realidade econômico-financeira das entidades desportivas (REZENDE, 2012).

A NBC T 10.13/2003 procurou especificar qual tratamento seria dado a cada um dos grupos de contas nas demonstrações contábeis, com o intuito de melhorar a evidenciação e reduzir a assimetria da informação. Essa norma regulamentou a forma como as entidades desportivas profissionais deveriam tratar seus balanços, dando uniformidade aos registros contábeis, estruturação das demonstrações contábeis das entidades de futebol profissional e demais práticas desportivas profissionais.

Mesmo que a NTC T 10.13 imponha que a administração dos clubes faça o *disclosure* das informações obrigatórias, da mesma forma que ocorre em outras organizações, pode implicar em julgamento ou discricionariedade, com intenção, ou não, quais informações demonstrarão com o intuito de reduzir a assimetria da informação entre os clubes e seus *stakeholders* (HOLANDA *et al.*, 2012).

Nesse sentido, as demonstrações são extremamente importantes, ao passo que delas são extraídos os dados para obtenção dos índices mais utilizados no mercado financeiro, como é o caso do custo de capital de terceiros. Esses dados podem ser observados nas demonstrações financeiras das organizações.

O capital de terceiros total é constituído do passivo oneroso e não oneroso (ASSAF NETO, 2013). Um plano de contas com os elementos que compõem o passivo circulante e não circulante é apresentado no quadro 6, onde são discriminadas as contas integrantes do Balanço, de onde serão extraídas as informações para o cálculo.

Quadro 6 – Contas integrantes do passivo circulante

Passivo Circulante
1. Empréstimos e financiamentos
2. Debêntures
3. Fornecedores
4. Obrigações fiscais
5. Outras obrigações fiscais
6. Imposto sobre a renda e contribuição social a pagar
7. Provisões
Passivo Não Circulante
1. Empréstimos e financiamentos
2. Debêntures
3. Retenções contratuais
4. IR e CS diferidos
5. Resgate de partes beneficiárias
6. Provisão para riscos fiscais e outros passivos contingentes
7. Provisão para benefícios a empregados
8. Refis

Fonte: Adaptado de Iudicibus *et al.*, 2010

No Quadro 6, podemos verificar que o passivo oneroso é composto pelo grupo de contas (1) Empréstimos e Financiamentos, e (2) Debêntures. A conta empréstimos e financiamentos está detalhada no quadro 7, abaixo:

Quadro 7 - Detalhamento da conta Empréstimos e Financiamentos

NO PASSIVO CIRCULANTE	NO PASSIVO NÃO CIRCULANTE
Parcela a curto prazo dos empréstimos e financiamentos	Empréstimos e financiamentos a longo prazo:
Credores por financiamentos	- Em moeda nacional
Títulos a pagar	- Em moeda estrangeira
	Credores por financiamentos
	Títulos a pagar
NO PASSIVO CIRCULANTE	NO PASSIVO NÃO CIRCULANTE
Custos a amortizar (conta devedora)	Custos a amortizar (conta devedora)
Encargos financeiros a transcorrer (conta devedora)	Encargos financeiros a transcorrer (conta devedora)
Juros a pagar de empréstimos e financiamentos	Juros a pagar de empréstimos e financiamentos

Fonte: Iudicibus *et al.* (2010, p. 300)

A emissão de debêntures é outra forma de financiamento de longo prazo à disposição das empresas, sendo um papel que paga juros periódicos aos credores e um reembolso especificado do principal na data do vencimento (GITMAN, 2013). Podem ser lançadas com cláusula optativa de conversibilidade em ações, podendo ser utilizadas pelo emitente para financiar projetos, reestruturação de dívidas e reforço no capital de giro (ASSAF NETO, 2013). Os donos das debêntures ficam à frente dos acionistas no direito de recebimento, porém, atrás dos credores garantidos (GITMAN, 2013).

As despesas financeiras não estão bem detalhadas de que forma devem ser evidenciadas na Lei das Sociedades por ações em seu artigo 187, apenas informam que devem ser deduzidas das receitas financeiras (QUEIROZ; BONÍZIO; BARBOSA, 2010). A NBC T 10 13 também não menciona de que forma as mesmas devem ser tratadas. O quadro 8 apresenta um plano de contas que integra as despesas financeiras.

Quadro 8 - Detalhamento das contas de Resultados Financeiros Líquidos

RESULTADOS FINANCEIROS LÍQUIDOS
1. RECEITAS E DESPESAS FINANCEIRAS
a. DESPESAS FINANCEIRAS
Juros pagos ou incorridos
Descontos concedidos
Comissões e despesas bancárias
Variação monetária prefixada de obrigações
b. RECEITAS FINANCEIRAS
Descontos obtidos
Juros recebidos ou auferidos

Receitas de títulos vinculados ao mercado aberto
Receita sobre outros investimentos temporários
Prêmio de resgate de títulos e debêntures
c. RESULTADO FINANCEIRO COMERCIAL
Receita financeira comercial
Despesa financeira comercial
2. VARIAÇÕES MONETÁRIAS DE OBRIGAÇÕES E CRÉDITOS
a. VARIAÇÕES DE OBRIGAÇÕES
Variação cambial Variação monetária passiva, exceto prefixada
b. VARIAÇÕES DE CRÉDITOS
Variação cambial Variação monetária ativa
3. PIS SOBRE RECEITAS FINANCEIRAS
4. COFINS SOBRE RECEITAS FINANCEIRAS

Fonte: Iudícibus *et al.* (2010, p. 514-515).

Como pode ser observado no quadro 9, ele é composto por todos os elementos que compõem as despesas financeiras e todo o grupo denominado resultados financeiros líquidos. Para obtenção dos valores para cálculo do Ka , levaremos em consideração o grupo a, das despesas financeiras, formado pelos juros pagos ou incorridos, descontos concedidos, comissões e despesas bancárias, e variação monetária prefixada de obrigações (MARTIN, 2013).

3 - METODOLOGIA

Os procedimentos metodológicos que foram utilizados para atingir os objetivos propostos estão descritos nos subitens que se seguem: (i) tipologia do estudo; (ii) seleção da mostra e período de estudo; (iii) definição das variáveis; (iv) documentos para análise; (v) técnica de coleta de dados; (vi) técnica de análise de dados e; (vii) restrições.

3.1 Tipologia do estudo

O presente estudo se caracteriza como uma pesquisa descritiva. Esse tipo de trabalho possui como objetivo principal a descrição de características relacionadas a uma determinada população ou fenômeno, podendo, também, estabelecer relações entre variáveis (GIL, 2002).

Pode ser considerado, ainda, empírico-analítico. Nessa modalidade ocorre uma predição pelos estudos de campo, valendo-se das técnicas de coleta, tratamento e análise de dados essencialmente quantitativas, tendo uma forte preocupação com a relação de causa entre as variáveis de estudo (MARTINS; THEOPHILO, 2013). Dessa forma, o presente trabalho é quantitativo, baseado em dados secundários.

Os dados numéricos são sistematizados e tabulados, ocorrendo muitas vezes uma indexação com o intuito de acompanhar o crescimento ou decréscimo num espaço temporal (MARCONI; LAKATOS, 2006). Dessa forma, os dados foram tabulados e analisados a fim de compor as variáveis dependente, independente e de controle.

3.2 Seleção da amostra e período de estudo

A seleção da amostra que compõe o estudo foi realizada de acordo com o relatório da consultoria Pluri (2014), intitulado *Relatório das Maiores Torcidas do Brasil 2013*. Nesse relatório são apresentados números sobre 42 clubes do Brasil, com as maiores torcidas no Brasil e a lista dos clubes e o número de torcedores, estimado pelo estudo encontra-se no Apêndice 1.

Flamengo	x	x	x	x	x	x	Conveniente
Fluminense	x	x	x	x	x	x	Conveniente
Fortaleza					x	x	
Goiás	x	x	x	x	x	x	Conveniente
Grêmio	x	x	x	x	x	x	Conveniente
Guarani	x	x	x	x	x	x	Conveniente
Internacional	x	x	x	x	x	x	Conveniente
Joinville			x	x	x	x	
Juventude	x	x	x	x	x	x	Conveniente
Náutico			x	x	x	x	
Palmeiras	x	x	x	x	x	x	Conveniente
Paraná	x	x	x	x	x	x	Conveniente
Ponte Preta	x	x	x	x	x	x	Conveniente
Portuguesa			x	x	x	x	
Santa Cruz			x	x		x	
Santos	x	x	x	x	x	x	Conveniente
São Paulo	x	x	x	x	x	x	Conveniente
Sport		x	x	x	x	x	
Vasco	x	x	x	x	x	x	Conveniente
Vila Nova			x		x	x	
Vitória			x	x	x	x	

Fonte: Elaborado pelo Autor

Adicionalmente, foram utilizados outros documentos publicados pelos clubes que pudessem ajudar a estudar as variáveis, merecendo destaque o Relatório de Sustentabilidade e o Relatório Anual. O período de busca das DFPs abrangeu os anos de 2008 a 2013 e o contato com os clubes foi realizado entre os meses de setembro e outubro de 2014.

Para a variável *Disclosure*, foram analisados os anos de 2008 a 2012 e para a variável Custo de Capital de Terceiros o ano de 2009 a 2013. Essa análise justifica-se pelo fato da variável *Disclosure* impactar a variável Custo de Capital de Terceiros em D+1. Para as variáveis de controle, foram utilizadas em D+0, no mesmo molde da variável *Disclosure* (LIMA, 2007; ROVER, 2013).

Inicialmente, para seleção da amostra, foi realizada uma busca nos *sites* dos clubes, a fim de verificar a disponibilidade das Demonstrações Financeiras, em ordem alfabética dos clubes que compunham a amostra. Após o esgotamento do levantamento nos *websites* oficiais de cada um dos clubes, as DFPs que não estavam disponíveis, passaram ser procuradas no buscador Google,

utilizando-se o nome do clube, a expressão “Balanço Patrimonial” e o ano de busca, de forma crescente. Quando não eram encontradas pela expressão anterior, alternativamente, foram utilizadas as expressões “Demonstrações Financeiras”, “Relatório de Sustentabilidade”, “Relatório Anual” após o nome do clube sucedido do ano de busca. Quando encontrados, os documentos foram baixados e salvos para análise. Nestes casos, os dados foram coletados de diários oficiais municipais ou estaduais e também em jornais do município onde o clube está instalado.

Após a busca na rede de computadores e esgotadas as possibilidades, o pesquisador passou a utilizar outras estratégias para encontrar os documentos. Nos clubes que não foram encontrados as DFPs em seus sites, nem no Google, foram enviadas mensagem padrão (apresentada no Apêndice 2), por meio do *link* de contatos, quando o mesmo estava disponível na página do clube. Foram enviados e-mails aos clubes que disponibilizavam o endereço em seus sites, utilizando-se a mesma mensagem padrão endereçada ao contato obtido. Por fim, buscando incrementar ainda mais a amostra, contatos telefônicos com departamentos financeiros e contábeis dos clubes de futebol com dados faltantes foram realizados buscando completar as informações necessárias para se conduzir a pesquisa.

O pesquisador solicitou também aos seus contatos pessoais que possuíssem relações com clubes de futebol, que estavam no *ranking* das Maiores Torcidas, que o auxiliasse, conseguindo contato dos mesmos. Foi feito também o envio de e-mails a outros pesquisadores que já tinham estudado a temática do futebol brasileiro. Adicionalmente, o pesquisador usou o seu *network* com a perspectiva de encontrar os documentos que ainda faltavam, solicitando a colaboração de colegas de classe e professores da Programa de Pós Graduação em Administração – Gestão do Esporte a fim de aumentar o número de documentos para análise, bem como do orientador da presente dissertação. Esgotadas as possibilidades, a amostra foi fechada em 20 clubes que possuíam disponibilidade dos documentos procurados e que estão apresentados no Quadro 9, anteriormente, considerados os clubes convenientes.

Em comparação com trabalhos pioneiros, a amostra obtida torna-se relevante, tendo como parâmetro as pesquisas de Botosan (1997) que utilizou 122 empresas, 103 na de Leuz (2000), Labelle (2002) que utilizou 157 e 126 empresas nos anos de 1996 e 1997, respectivamente, Yamamoto (2005) pesquisou 93 empresas, Lima (2007) com 23 empresas e Murcia (2009) com 100 empresas. Vale ressaltar, que os trabalhos citados foram realizados com empresas que em

sua maioria possuem ações negociadas em bolsa de valores, o que torna obrigatório a divulgação de pelo menos as DFPs. Adicionalmente, existe uma maior tabulação de dados das empresas de capital aberto e com ações em bolsa de valores em sites e programas específicos, tal como *Economática*, *Bloomberg* e outros. Como foi utilizada a “Análise de Dados em Painel”, a amostra sobe de 20 para um $n = 100$ (20 X 5), número indicado por Hair (2009), que entende $n=100$, como número ideal para a maioria das situações de pesquisas que utilizam-se da regressão múltipla.

Vale ressaltar, que os trabalhos citados foram realizados com empresas que em sua maioria possuem ações negociadas em bolsa de valores, o que torna obrigatório a divulgação de pelo menos as DFPs. Adicionalmente, existe uma maior tabulação de dados das empresas de capital aberto e com ações em bolsa de valores em sites e programas específicos, tal como *Economática*, *Bloomberg* e outros.

Dessa forma, entendemos, que diante das dificuldades enfrentadas para encontrar as demonstrações dos clubes de futebol no Brasil, a amostra possui representatividade, mas apresenta a limitação de não ser possível a generalização dos resultados obtidos a todos os clubes do Brasil.

3.3 Definição das variáveis

3.3.1 Métrica para análise do *disclosure* voluntário

A métrica utilizada para estudar a variável *disclosure* voluntário teve como base a proposta por Murcia (2009), que analisou 92 itens, divididos em três grandes grupos: Informações Econômicas (43), Sociais (15) e Ambientais (34) e encontra-se no Anexo 1.

Para adequação e aproximação à realidade da Gestão do Esporte, o *check list* original sofreu adaptações. Inicialmente, foram mantidos os três grandes grupos: Informações Econômicas (33), Sociais (14) e Ambientais (26), originado um instrumento de análise de *disclosure* voluntário com 73 itens. Adicionalmente, foram feitos ajustes na nomenclatura de itens e

subitens, bem como a exclusão de alguns itens, dando origem ao instrumento adaptado e utilizado para a análise do *disclosure* voluntário. A fim de validar as alterações, foi enviado para um especialista, que analisou o instrumento adaptado.

O primeiro grupo é formado pelas Informações Econômicas. Nesse grupo foram mantidos as 6 categorias do grupo proposto por Murcia (2009). As subcategorias resultantes da adequação à realidade do esporte resultaram em 33 subcategorias. Na categoria Ambiente de Negócios foram mantidas as 8 subcategorias; na Atividade Operacional, foram excluídas 5, a se saber: Aspectos tecnológicos, Informações por segmento do negócio, Utilização da capacidade produtiva, Quantidades produzidas e/ou serviços prestados, e Unidades vendidas, resultando em 3 subcategorias finais; na categoria Aspectos Estratégicos, foram excluídas: Pesquisa e desenvolvimento, Discussão da qualidade de produtos e serviços e Preço dos produtos e serviços da empresa, resultando em 5 subcategorias finais; na categoria Informações Financeiras, foi excluída Preço ou valorização das ações do tipo (ON, PN), resultando em 6 subcategorias a serem utilizadas; na categoria Índices Financeiros foram mantidas as 4 subcategorias; e na categoria Governança Corporativa foi excluída Principais acionistas, resultando em 7 subcategorias a serem estudadas. O Quadro 10 apresenta as categorias e as subcategorias das informações econômicas.

Quadro 10 – Métrica para Análise do *Disclosure* Voluntário – Informações Econômicas

Categoria	Subcategoria
Ambiente de Negócios	Efeitos dos eventos econômicos no clube (taxa de juros, inflação, crises, guerra) Discussão do setor em que o clube atua Discussão da concorrência entre clubes Relacionamento com fornecedores Satisfação dos torcedores <i>Market share</i> Identificação dos riscos do negócio Exposição cambial
Atividade Operacional	Narrativa da história do clube Estrutura organizacional Indicadores de eficiência
Aspectos Estratégicos	Objetivos, planos e metas futuras do clube Perspectiva de novos investimentos Principais mercados de atuação Perspectivas de novos mercados que o clube pretende atuar Política de reinvestimento dos lucros
Informações Financeiras	Correção monetária Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) Informações contábeis em US GAAP ou IFRS

	Informações detalhada sobre despesas e custos operacionais do clube – Equivalente ao CMV ou CPV Valor de mercado Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)
Índices Financeiros	Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA) Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca) Indicadores de endividamento (PL - Passivo, PC-PELP) EBITDA
Governança Corporativa	Principais práticas de governança corporativa Composição do conselho fiscal Composição do conselho de administração Identificação dos principais administradores Remuneração dos administradores Remuneração dos auditores Relacionamento com os investidores

Fonte: Adaptado de Murcia (2009).

O segundo grupo é composto pelas Informações Sociais e está dividido em 2 categorias e 14 subcategorias: Informações Financeiras Sociais (4) e Colaboradores – Não Administradores (10). Para adequação à realidade do esporte, foi excluída a categoria Produtos/Serviços e suas 2 subcategorias. Vale ressaltar, que na categoria Colaboradores – Não Administradores, foi incluída a subcategoria Remuneração dos atletas. O Quadro 11 apresenta as categorias e as subcategorias do grupo de informações sociais.

Quadro 11 – Métrica para Análise do *Disclosure* Voluntário – Informações Sociais

Categoria	Subcategoria
Informações Financeiras Sociais	Demonstração do Valor Adicionado (DVA)
	Menções ao valor adicionado ou distribuído
	Investimentos de caráter social
	Gastos em projetos sociais
Colaboradores (Não Administradores)	Número de funcionários
	Remuneração dos atletas
	Remuneração dos funcionários
	Benefícios aos funcionários
	Satisfação dos funcionários
	Informação sobre minorias na força de trabalho
	Educação e treinamento dos funcionários
	Segurança no local de trabalho
	Dados sobre acidentes de trabalho
	Relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe

Fonte: Adaptado de Murcia (2009).

O terceiro grupo é formado pelas informações de caráter ambiental e está dividido em 7 categorias. Para compor esse terceiro grupo, foi excluída a categoria Mercado de Créditos de

Carbono do instrumento original. O resultado final foi o total de 26 subcategorias, divididas em Políticas Ambientais, sem alterações do instrumento original, mantidas as 7 subcategorias; Gestão e Auditoria ambiental, foram mantidas as 3 subcategorias; a categoria Impacto dos Produtos e Processos no Meio Ambiente resultou na nova categoria Impacto das Atividades do Clube no Meio Ambiente, sendo excluídas a subcategoria Processo de acondicionamento (embalagem) e Desenvolvimento de produtos ecológicos, resultando em 5 subcategorias; na categoria Energia foram excluídas Utilização de materiais desperdiçados na produção da energia e Desenvolvimento ou exploração de novas fontes de energia, resultando em uma subcategoria; na categoria Informações Financeiras Ambientais não foram feitas alterações, sendo mantidas as 6 subcategorias; Educação e Pesquisa Ambiental e Outras Informações Ambientais também não sofreram alterações, sendo mantidas as 4 subcategorias. O Quadro 12 evidencia as categorias e subcategorias do grupo de informações ambientais.

Quadro 12 – Métrica para Análise do *Disclosure* Voluntário – Informações Ambientais

Categoria	Subcategoria
Políticas Ambientais	Declaração das políticas, práticas e ações atuais Estabelecimento de metas e objetivos ambientais <i>Compliance</i> com a legislação ambiental Parcerias, conselhos, fóruns ambientais Prêmios e participações em índices ambientais
Gestão e Auditoria Ambiental	Gestão ambiental ISOs 9000 Auditoria Ambiental
Impacto das Atividades do Clube no Meio Ambiente	Desperdícios e resíduos Reciclagem Uso eficiente e/ou reutilização da água Impacto no meio ambiente (vazamentos, derramamentos, terra utilizada) Reparos aos danos ambientais
Energia	Conservação e/ou utilização mais eficiente nas operações
Informações Financeiras Ambientais	Investimentos ambientais Custos e/ou despesas ambientais Passivos ambientais Práticas contábeis de itens ambientais Seguro ambiental Ativos ambientais intangíveis
Educação e Pesquisa Ambiental	Educação ambiental (internamente e/ou comunidade) Pesquisas relacionadas ao meio ambiente
Outras Informações Ambientais	Menção relativa à sustentabilidade ou desenvolvimento sustentável Gerenciamento de florestas e/ou reflorestamento Conservação da biodiversidade Relacionamento ambiental com <i>stakeholders</i>

Fonte: Adaptado de Murcia (2009).

Após o ajuste do *check list* de *disclosure* voluntário à realidade da Gestão do Esporte, procurou-se definir o critério para a análise das informações. O nível de *disclosure* possui aspectos que relacionam quantidade e qualidade da informação (ALENCAR, 2007). Sendo assim, nota-se uma restrição com esses tipos de pesquisas, pois os trabalhos, em sua maioria, busca julgar a qualidade do *disclosure* quando em essência, as métricas compostas por um grande contingente de itens, acaba por avaliar a quantidade do *disclosure* (MURCIA, 2009).

Optou-se por levar em consideração que a quantidade de *disclosure* é uma *proxy* válida para a qualidade devido dificuldades à acessibilidade direta da qualidade do *disclosure* (BEATTIE; McINNES; FEARNLEY, 2004). Dessa forma, a quantidade e a qualidade do *disclosure* foram assumidas como correlacionadas positivamente (BOTOSAN, 1997). As pesquisas empíricas tem concordado que o número de informações apresentadas pelas empresas e medidas com *check list* é uma mensuração adequada da qualidade do *disclosure* das corporações (BERETTA; BOZZOLAN, 2007).

Partindo-se do pressuposto que as demonstrações contábeis possuem vários usuários (MURCIA, 2009) e os clubes de futebol possuem diversos usuários das demonstrações financeiras, todas as informações são igualmente relevantes (AKHTARUDDIN, 2005). Adicionalmente, o presente estudo não possui como objetivo um usuário em particular, e sim todos os *stakeholders*, escolheu-se não atribuir pesos diferenciados aos itens do *check list* (LIMA, 2007; ROVER, 2009; MURCIA, 2009; ROVER, 2013). No estudo em questão, entende-se que os principais usuários da informação contábil são os bancos, responsáveis por injetar capital de terceiros nos clubes, entendido como principais credores dos clubes.

Entende-se que a não atribuição de pesos permite tratar todos os usuários igualmente em importância, procurando reduzir o viés da atribuição de pesos incorretos a um dado grupo de informações em detrimento de outro (RAFFOUNIER, 1995). Com a atribuição de pesos iguais para cada item do modelo, procura-se refletir a percepção de todos os usuários em conjunto, sem preterir um grupo em detrimento de outro (COOKE, 1989; WALLACE; NASSER, 1995). Outro ponto a ser observado na escolha do pesos iguais é que estudos empíricos indicam que tanto a atribuição quanto a não atribuição de pesos apresentam os mesmos resultados quando utilizado grande número de itens (BEATTIE; McINNES; FEARNLEY, 2004), como no presente estudo.

Optou-se por analisar as informações de forma binária, dando 1 (um) ponto para cada item de *disclosure* que o clube possui e 0 (zero) para o elemento que o clube não possui, respeitando-se assim a maneira de mensurar o *disclosure* conforme estudos prévios que sustentam o presente trabalho (e.g. LIMA, 2007; MURCIA, 2009, ALENCAR, 2007). Ainda vale ressaltar, que a métrica utilizada no presente trabalho, possui caráter quantitativo, pois analisa apenas a presença ou ausência de uma dada informação (MURCIA, 2009).

Estabelecido o critério, o nível de *disclosure* voluntário foi dado pela relação entre o número de subitens que foram evidenciados pelo número total de subitens do *check list*, que foi de 73. Adicionalmente, foi encontrado o nível de *disclosure* dos três grandes grupos: Econômico, Social e Ambiental, por categoria; foi possível, também, calcular o *disclosure* dos clubes por ano, após a realização do *check list* em cada um dos clubes, o que gerou o ranking geral de *disclosure* da amostra no período estudado. Para formação do *ranking* feita a média aritmética do *disclosure* dos clubes e transformado em porcentual.

Para preenchimento do *checklist*, por clube e ano a ano, foram utilizadas as DFPs e quando possível e necessário, extrapolado para outros documentos publicados pelos clubes, tais como Balanço de Sustentabilidade e Relatórios Anuais. Outro aspecto a ser observado, é que apenas o pesquisador analisou as informações, a fim de reduzir o subjetivismo incorporado pelo mesmo e evitar diferentes interpretações e aumentar, assim, a limitação desse tipo de análise (LIMA, 2007).

3.3.2 Métrica de cálculo do custo de capital de terceiros

Para obter a variável custo de capital de terceiros K_d , foi utilizada a formulação amplamente divulgada na literatura sobre o assunto, conforme apresentando no Referencial Teórico, a se saber:

$$K_d = K_a \times (1 - A_{ir})$$

$$K_a = \text{Despesas Financeiras} / \text{Passivo Financeiro}$$

As despesas financeiras foram encontradas na DRE, na conta Despesas Financeiras e o passivo financeiro no BP e quando necessário extrapolando para as demais integrantes da DFPs, como é o caso das NEs e do Parecer da Auditoria (LIMA, 2007; QUEIROZ, 2008).

O passivo financeiro compreende o resultado das médias do ano estudado, incluídos aí o de curto e o de longo prazo, obtido com a soma dos valores iniciais e finais do ano estudado, dividido por dois (BONIZIO, 2005). Dessa forma, o cálculo foi realizado com a média do ano estudado (LIMA, 2007). Estudos como o de Lima (2007) e o de Queiroz (2008), fizeram tal cálculo com base nos demonstrativos financeiros trimestrais, o que não foi possível no presente estudo, tendo vista a não divulgação dessa forma por parte dos clubes.

Para obtenção do Passivo Financeiro, os valores foram extraídos no Passivo Circulante e Não Circulante, da conta Passivo Financeiro dos anos de estudo, somados e calculada a média aritmética entre o valor do ano de estudo e o ano anterior. Por exemplo, para o cálculo do ano de 2009, foram somados os saldos da conta Passivo Financeiro Circulante do ano de ano de 2008 e 2009 e obtida a média; foi feito o mesmo procedimento com o Passivo Financeiro Não Circulante e após o resultado, as médias foram somadas e o resultado é valor a ser utilizado como Passivo Financeiro. Calculou-se, então, o passivo financeiros do 20 clubes que integram a amostra e em seguida o Custo do Capital de Terceiros. Os dados obtidos foram tabulados anualmente para cada clube e em seguida foi gerando um ranking geral com os juros médios, pagos pelos clubes no período de 5 anos.

3.3.3 Receita Operacional Bruta

Trabalhos como os de Caldeira (2008), Murcia (2009) e Riva (2013) utilizaram-se da receita bruta como um componente a ser analisado para definir o porte das organizações que foram seus objetos de estudo. Outros trabalhos como Lima (2007) e Mazer (2007) utilizaram o cálculo do logaritmo da receita bruta como variável de controle de empresas que possuíam ações negociadas na Bovespa.

Parte-se da expectativa de que organizações que possuem um *disclosure* de melhor qualidade, tenham mais receitas, pois os seus benefícios tendem a ser maiores (DIAMOND, 1985; DIAMOND e VERRECHIA, 1991). A melhoria no *disclosure* tenderia a atrair

investidores maiores que, habitualmente, estão associados a empresas de maior porte (GHOSE, 2006).

No presente trabalho será utilizada a Receita Operacional Bruta como *proxy* da variável de controle, extraída diretamente da DRE, pelo fato dos clubes não terem uma classificação por porte, como nos primeiros trabalhos e não serem sociedades de capital aberto com ações negociadas na bolsa de valores. Os valores encontrados estão no Apêndice 3. Essa variável de controle se faz necessária tendo em vista a literatura aponta que organizações de maior porte (faturamento) tendem a captar recursos com custo menor (MAZER, 2007; RIVA, 2013).

3.3.4 Liquidez Corrente

A liquidez corrente foi outra variável de controle utilizado tendo em vista que tal medida em uma empresa indica a capacidade de pagar as suas contas de curto prazo, sem maiores dificuldades. Dessa forma, representa a situação dos ativos e passivos circulantes das firmas. (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2000; ASSAF NETO, 2003).

A variável liquidez, apesar de pouco utilizada em trabalhos empíricos, torna-se importante, tendo em vista que empresas menos líquidas são as mais endividadas (MACHADO; TEMOCHE; MACHADO, 2004). Essa variável também foi utilizada como variável de controle por Nakamura *et al.* (2007). Como *proxy* para o endividamento dos clubes será a utilizada a relação entre o Ativo Circulante e Passivo Circulante (ASSAF NETO, 2003). Os dados utilizados para o cálculo, estão no Apêndice 4.

3.3.5 Análise das DFPS por Big Four + BDO

Como variável binária (*dummy*) será utilizada a análise das DFPS por auditores independentes do chamado grupo das *Big Four*. Essa *proxy* foi utilizada por Riva (2013). Outros trabalhos como o Frost, Gordon e Pownall (2008) indicam que a análise das demonstrações financeiras por auditores independentes externos conhecidos como *Big Four* (nome genérico dado às grandes empresas de auditorias *Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young, KPMG, e*

PriceWaterhouse Coopers) em organizações, se relaciona com a minimização de riscos para os investidores e credores, pois tendem a divulgar mais informações.

Adicionalmente, foi incluída a *BDO RCS Auditores Independentes* no grupo das auditorias, tendo em vista sua relevante atuação no segmento esportivo nacional, especialmente com a publicação de relatórios anuais sobre a situação financeira dos clubes de futebol brasileiros, bem como seu braço de auditoria, que tem um foco especial nos clubes nacionais.

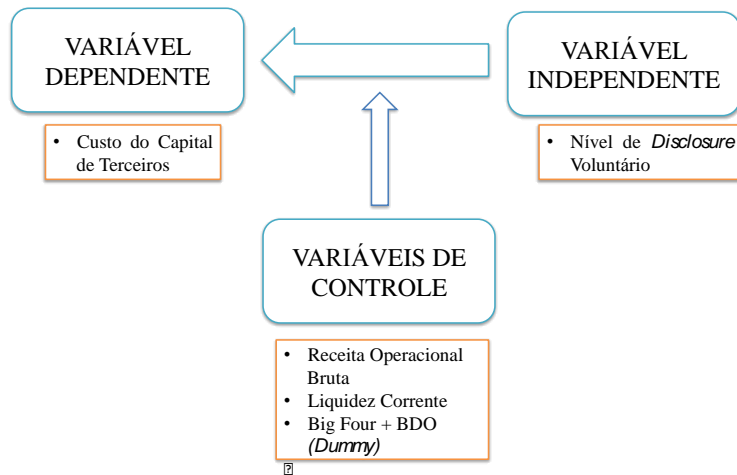
A *dummy* assumirá valor 1, caso o clube tenha evidenciado a realização dos trabalhos de auditoria nas NEs de suas demonstrações, e valor 0, caso contrário. A escolha dessa variável está amparada no trabalho de Hope *et al.* (2010) que entendem ser coerente a verificação das demonstrações financeiras das organizações por auditores independentes mitiga riscos de restrições de capitais de terceiros.

É esperado que quanto mais revisadas as demonstrações contábeis dos clubes, menor seja o custo do capital de terceiros, ao passo que informações confiáveis se traduziriam, em tese, em menor risco para os credores.

3.3.6 Modelo esquemático das variáveis

Em suma, a partir das variáveis e construtos apresentados, um modelo esquemático com as variáveis dependente, independente e de controle pode ser encontrado na Figura 2, a seguir:

Figura 2 - Modelo esquemático das variáveis e suas influências



Fonte: Elaborado pelo Autor

As variáveis de controle auxiliam a evitar possíveis problemas de endogeneidade e variáveis omitidas nos estudos empíricos (GUJARATI, 2011). Dessa forma, tais variáveis ajudaram o presente estudo a explicar a hipótese de estudo

3.4 Técnica de coleta de dados e etapas da pesquisa

Quanto à técnica de coleta de dados, o estudo baseou-se em dados secundários, oriundas das DFPs dos clubes estudados e, dessa forma, enquadrou-se, também, em uma pesquisa documental (GIL, 2002). A pesquisa documental utiliza-se diretamente dos documentos como fonte de dados (MARTINS; THEÓPHILO, 2013).

Para atender aos objetivos desta pesquisa, foi utilizado, também, como método a análise de conteúdo. A análise de conteúdo representa um conjunto de técnicas utilizadas para o estudo das comunicações e visa obter, através de procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, indicadores quantitativos ou não, que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção e recepção dessas mensagens (BARDIN, 2010). Essa técnica foi utilizada para estabelecer o *score* do *disclosure*, classificando as informações coletadas dentro de categorias, *conforme* unidades de análise pré-definidas pela

literatura. Trata-se, portanto, de uma análise de conteúdo de grade fechada, tal como propõe Vergara (2012).

A pesquisa presente se desenvolveu de acordo as seguintes etapas:

I – Levantamento das variáveis dependente e independente

DISCLOSURE – realizado por meio da análise de conteúdo das DFPs, a fim de responder o *checklist* adaptado de Murcia (2009) e definir os *escores* de *disclosure* por categoria e subcategorias e dos clubes, ano a ano;

CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS – cálculo custo de capital de terceiros (*Ka*) com informações obtidas no BP e na DRE.

II – Levantamento das variáveis de controle

RECEITA OPERACIONAL BRUTA – obtida diretamente na DRE do clube estudado;

LIQUIDEZ CORRENTE – obtida no BP e operacionalizada pela relação entre o ativo circulante e passivo circulante do clube estudado;

ANÁLISE DAS DFPS POR *BIG FOUR* + BDO – observou-se se as DFS do clube analisado foram auditadas por uma *Big Four* (*Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst&Young, KPMG e PricewaterhouseCoopers*) ou por outras empresas de auditoria com *know-how* da área esportiva (BDO).

III – Aplicação das ferramentas estatísticas

ANÁLISE DESCRITIVA – explorou os dados obtidos pelas variáveis. Essa abordagem é importante também à área do conhecimento da Gestão do Esporte quando se pretende descrever e sumarizar os dados a amostra (ANDREW *et al.*, 2011);

ANÁLISE DE DADOS EM PAINEL – sustentou a análise longitudinal de cinco anos proposta na presente pesquisa. Essa técnica já foi utilizada em outros estudos voltados à Gestão

do Esporte, em especial, em trabalhos realizados em clubes de futebol brasileiros (e.g. MADALOZZO; VILLAR, 2009).

3.5 Técnicas de Análise dos Dados

Inicialmente foi feita a estatística descritiva das variáveis dependentes e independentes estudadas, em seguida foi utilizada a técnicas de Análise de Dados em Painel, com o intuito de testar a hipótese do presente estudo. Os softwares estatísticos utilizado foram o *EViews* e o *Gretl*.

3.5.1 Análise de Dados em Painel

A escolha do método de análise de dados em painel reside essencialmente na escolha da amostra e do período de tempo a ser estudado. Pode ser entendida como “um conjunto de dados de painel (ou dados longitudinais) e consiste em uma série de tempo para cada membro do corte transversal do conjunto de dados” (WOOLDRIDGE, 2006, p.10). É um tipo especial de dados combinados, nos quais a mesma unidade de corte transversal é analisada ao longo do tempo (GUJARATI, 2011).

A amostra foi formada por dados de séries temporais – foram estudados de 2008 a 2012 o *disclosure* e custo de capital de terceiros – e com dados em corte transversal – foram analisados 20 clubes – que foram estudados de forma combinada, o que justifica a utilização da técnica, pois a mesma permite obter “dados mais informativos, menos variabilidade e menos colineariedade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência” (GUJARATI, 2011, p. 515). Os dados em painel permitem reconhecer e quantificar os efeitos que não são exclusivamente detectáveis em estudos puramente seccionais ou temporais, bem como fazer e testar modelos (MARQUES, 2000).

Em termos de abordagem, a análise de dados em painel possui três mais utilizadas: POLS (*pooled ordinary least squares*), efeitos fixos e efeitos aleatórios.

O POLS, por não considerar a natureza de cada corte transversal estudado no tempo, é tido como um modelo de mínimos quadrados empilhados, que está representado no modelo:

$$Y = \alpha + \beta \cdot X + \mu$$

Nesse modelo, como as observações estão empilhadas, é calculada uma grande regressão (GUJARATI, 2011). Tanto o intercepto α , quanto a inclinação ou coeficiente angular β da reta regressão servem para todas as organizações em todo período de tempo, pressupondo que os coeficientes da variável explicativa são os mesmos para todos os clubes (LIMA, 2007).

O modelo dos efeitos fixos leva em conta a natureza específica das organizações (LIMA, 2007). Neste modelo, a heterogeneidade dos indivíduos é considerada, permitindo que cada um tenha seu intercepto e constante os coeficientes angulares ao longo do tempo (GUJARATI, 2011). Sua equação pode ser escrita da seguinte forma:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 \cdot X_{it} + \mu_{it}$$

A inclusão do i sobrescrito no termo do intercepto indica que os interceptos das organizações podem ser diferentes em decorrência das características especiais de cada organização (LIMA, 2007). Para permitir que o intercepto seja variável entre as organizações, pode ser incluídas variáveis *dummy* de intercepto diferencial (GUJARATI, 2011). A nova equação decorrente da inclusão da *dummy* é escrita conforme abaixo:

$$Y_{it} = \alpha D_i + \beta_1 \cdot X_{it} + \mu_{it}$$

em que o intercepto de cada observação corresponderá à sua *dummy* D_i (FAVERO *et al.*, 2013).

A abordagem de efeitos aleatórios acrescenta na abordagem de efeitos fixos um termo de perturbação por conta de eventual falta de informação; pode ser aplicado também no intuito de minimizar o efeito da inclusão de variáveis binárias (GUJARATI, 2011). O modelo pode ser escrito como:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 \cdot X_{it} + w_{it}$$

em que, $w_{it} = \epsilon_i + \mu_{it}$ (FÁVERO, 2009, p. 382).

Quadro 13 – Testes de Hipóteses de Dados em Painel

Objetivo	Teste e Características	Hipóteses
Comparar os modelos <i>pooling</i> e efeitos fixos; caso se rejeite a hipótese nula, utiliza-se o modelo de efeitos fixos.	Teste de Chow: teste F, que pode ser usado a fim de verificar se a função de regressão múltipla é diferente entre dois grupos (WOOLDRIDGE, 2011).	H0: O intercepto é o mesmo para todas as empresas (<i>pooling</i>) H1: O intercepto é diferente para todas as empresas (efeitos fixos)
Também é utilizado para comparar os modelos <i>pooling</i> e efeitos aleatórios; caso se rejeite a hipótese nula, utiliza-se o modelo de efeitos aleatórios.	Este teste verifica as mudanças no intercepto ao longo do tempo (WOOLDRIDGE, 2011).	H0: O intercepto é o mesmo para todas as empresas (<i>pooling</i>) H1: O intercepto é diferente para todas as empresas (efeitos aleatórios)
Comparar os modelos <i>pooling</i> e efeitos aleatórios, caso se rejeite a hipótese nula utiliza-se o modelo de efeitos aleatórios.	Teste LM (Lagrange multiplier) de Breusch-Pagan: compara o modelo <i>pooling</i> com o de efeitos aleatórios ao verificar a adequação dos parâmetros da regressão para o efeito aleatório (LIMA, 2007). Se utiliza de uma estatística de distribuição Qui-quadrado com 1 grau de liberdade (FAVERO <i>et al.</i> , 2013)	H0: A variância dos resíduos que reflete diferenças individuais é igual a zero (<i>pooling</i>) H1: A variância dos resíduos que reflete diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)
Comparar os modelos de efeitos fixos e aleatórios, caso se rejeite a hipótese nula, o modelo de efeitos aleatórios não é adequado, sendo preferível a utilização do modelo de efeitos fixos.	Teste de Hausman: teste estatístico desenvolvido por Hausman (1978) para verificar se os estimadores dos modelos de efeitos fixos e aleatórios não diferem substancialmente (GUJARATI, 2011). Permite a escolha entre modelos de efeitos fixos e aleatórios, através de uma estatística com distribuição Qui-quadrado com número de graus de liberdade igual ao dimensionamento dos parâmetros (betas) (FAVERO <i>et al.</i> , 2013).	H0: Modelo de correção de erros (efeitos aleatórios) é adequado. H1: Modelo de efeitos fixos é adequado.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Gujarati (2006), Wooldridge (2006), Lima (2007), Murcia (2009) e Fávero (2013).

Para identificar o melhor modelo a ser aplicado alguns testes foram aplicados. Eles estão sintetizados no quadro 13, apresentado anteriormente. A realização dos testes descritos acima, serve para orientar o pesquisador no modelo que melhor explica a amostra estudada. Dessa forma, é feito a escolha do tipo de regressão será utilizada para análise dos dados.

4 – ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A análise dos resultados do estudo está dividido em quatro partes. A seção 4.1 apresenta a análise do *disclosure* voluntário; a seção 4.2, apresenta o *ranking* geral do *disclosure*; a 4.3 apresenta os resultados do custo de capital terceiros; e na seção 4.4, a regressão de dados em painel é apresentada e discutida.

4.1 Análise do *disclosure* voluntário

Esta seção apresenta o *disclosure* voluntário dos clubes analisados e está dividida em quatro partes: informações econômicas, informações sociais, informações ambientais e o ranking geral de *disclosure* voluntário dos clubes. As informações são apresentadas em percentuais, a fim permitir a análise e comparação entre os anos. Para obter as porcentagens, foi feita a divisão do número de clubes que divulgaram a informação, pelo total de clubes da amostra.

4.1.1 *Disclosure* Econômico

O *disclosure* econômico dos clubes foi analisado de acordo seis categorias: ambiente de negócios, atividade operacional, aspectos estratégicos, informações financeiras, índices financeiros e governança corporativa.

A primeira categoria trata do ambiente de negócios no qual os clubes estão inseridos, e possui informações sobre o setor de atuação, efeito de crises, torcedores, etc. A Tabela 1 apresenta os percentuais que os clubes evidenciaram por ano referentes ao ambiente de negócios no qual estão inseridos.

Tabela 1 – Informações sobre o Ambiente de Negócios

Ambiente de negócios	2008	2009	2010	2011	2012
Efeitos dos eventos econômicos no clube (taxa de juros, inflação, crises)	30%	25%	35%	35%	25%
Discussão do setor em que o clube atua	20%	20%	20%	20%	20%

Discussão da concorrência entre clubes	10%	5%	15%	10%	5%
Relacionamento com fornecedores	20%	15%	20%	10%	20%
Satisfação dos torcedores	10%	5%	15%	10%	15%
<i>Market share</i>	-	5%	5%	10%	-
Identificação dos riscos do negócio	25%	15%	20%	25%	25%
Exposição cambial	20%	20%	30%	15%	20%

Fonte: Elaborada pelo Autor

Constata-se que os itens mais evidenciados nos exercícios analisados, tratam dos efeitos dos eventos econômicos nos clubes, identificação dos riscos do negócio e da exposição cambial. Para ilustrar o exposto, o São Paulo, por exemplo, apresenta nas suas demonstrações do ano de 2008, informações sobre os aspectos relacionados à crise de 2008, conhecida como a crise do *Subprime* Americano, justificando que embora os mercados mundiais tivessem ocorrido uma retração generalizada, o clube manteve suas receitas, por conta de ajustes ocorridos desde o ano de 2002, especialmente com investimentos em modernização de suas instalações.

O Figueirense, nos anos de 2010, 2011 e 2012, faz um apanhado de todos os riscos possível de serem incorridos ao clubes, destacando, principalmente o risco de mercado, risco de crédito, risco da taxa de juros de valor justo e de fluxo de caixa. O clube, nas notas explicativas, entende que estes são os principais riscos oriundos de sua atividade e procura explicá-los e quando possível, apresenta números para comprovar o que está escrito.

O Internacional, em todos os anos analisados, em suas Notas Explicativas, discrimina como estão suas operações em moeda estrangeira, tanto em dólar, quanto em euro, apresentando as negociações, tanto de venda, quanto de aquisição de atletas. Merece destacar que o clube não faz operações de *swap*, a fim de se proteger do risco cambial das operações. Dessa forma, o clubes fica exposto a riscos de câmbio, aumentando, assim, sua exposição às variações em moeda estrangeira.

A segunda categoria do grupo do *disclosure* econômico, trata da atividade operacional dos clubes e incluiu a narrativa da história do clube, sua estrutura organizacional e os indicadores de eficiência. O item indicadores de eficiência foi o que menos apareceu na amostra. Pode-se perceber com isso, que os clubes não dão muita importância a esse aspecto, que para uma análise da situação financeira dos clubes, torna-se importante. A Tabela 2 apresenta os resultados da análise da atividade operacional dos clubes.

Tabela 2 – Informações sobre a Atividade Operacional

Atividade Operacional	2008	2009	2010	2011	2012
Narrativa da estória do clube	75%	60%	60%	60%	70%
Estrutura organizacional	20%	15%	15%	15%	20%
Indicadores de eficiência	5%	10%	5%	5%	5%

Fonte: Elaborado pelo Autor

Outro aspecto a ser observado é que poucos clubes apresentaram sua estrutura organizacional ou fizeram menção sobre ela. Esse resultado é similar ao encontrado em Murcia (2009), que em sua análise foi o item de menor evidenciação. A maior parte dos clubes apresentam a narrativa de sua estória, apresentando dados como data de fundação, títulos conquistados nos campeonatos disputados, forma de organização civil e enquadramento na lei que os regem.

As demonstrações financeiras dos clubes possuem informações estratégicas dos clubes, como é o caso da perspectiva de novos investimentos, mercados de atuação, novos mercados que o clube pretende atuar e até mesmo metas futuras. A Tabela 3 apresenta os resultados da subcategoria em questão.

Tabela 3 – Informações sobre Aspectos Estratégicos

Aspectos Estratégicos	2008	2009	2010	2011	2012
Objetivos, planos e metas futuras do clube	70%	70%	75%	50%	70%
Perspectiva de novos investimentos	40%	40%	35%	35%	35%
Principais mercados de atuação	15%	20%	30%	30%	15%
Perspectivas de novos mercados que o clube pretende atuar	10%	15%	20%	10%	20%
Política de reinvestimento dos lucros	10%	10%	5%	5%	5%

Fonte: Elaborado pelo Autor

O item que teve mais evidenciação no presente trabalho, conforme a Tabela 3, foi o que trata dos objetivos, planos e metas futuras dos clubes. Na maior parte dos clubes é apresentado o que pretendem fazer no futuro, especialmente na área de investimento em suas estruturas. Dessa forma, os clubes demonstram aos *stakeholders* de que forma foram investidos as receitas que o clube obteve no exercício encerrado. Isso foi bem evidente em clubes que receberam jogos da Copa do Mundo da Fifa em 2014, em seus estádios, como foi caso do Corinthians, que ergueu um estádio para tal fim. Outro aspecto que foi observado diz respeito às perspectivas de aumento de receita, especialmente com a receita de televisão e as renovações de contratos futuros.

Embora não seja item obrigatório, de acordo a NBC T 10.13, a demonstração de fluxo de caixa é uma demonstração apresentada por quase todos os clubes. Trabalhos como de Cunha (2010), Almeida (2011), Ribeiro (2012) e Martin (2013), ressaltam a importância da DFC, pois permite

aos analistas verificar como está a capacidade de geração de fluxo de caixa dos clubes. Os resultados obtidos no grupo de informações financeiras estão na Tabela 4, a seguir.

Tabela 4 – Informações Financeiras

Informações Financeiras	2008	2009	2010	2011	2012
Correção Monetária	15%	25%	30%	15%	30%
Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)	95%	100%	100%	100%	100%
Informações detalhada sobre despesas e custos operacionais do clube - Equivalente ao CMV e CPV	100%	100%	100%	100%	100%
Valor de mercado	5%	5%	5%	5%	5%
Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)	5%	-	-	-	5%

Fonte: Elaborada pelo Autor

Adicionalmente, os clubes não apresentam as projeções do fluxo de caixa, vendas e lucros e tal ação é feita apenas por dois clubes, o Palmeiras em 2008 e o Atlético Paranaense em 2012. A Demonstração do Resultado é uma demonstração obrigatória para os clubes de futebol, contudo, seu detalhamento, especificando cada uma dos seus itens, não. Na amostra analisada, outro resultado encontrado é que os clubes detalham o resultado do exercício, suas receitas e despesas. Quando tal ação não foi realizada no corpo da própria DRE, foi feita nas Notas Explicativas, fato encontrado nos estudos de Lima (2007) e Murcia (2009). Dessa forma, pode-se verificar, que os clubes procuram detalhar suas fontes de receitas e despesas.

Embora os clubes se preocupem com a DFC, de modo geral, não existe a preocupação com os índices financeiros, como pode ser verificado na Tabela 5. Somente o Corinthians divulgou os indicadores de liquidez em 2010, fato observado pelo Flamengo em 2011. Na amostra analisada, o Corinthians foi o único clube que apresentou o índice de endividamento no ano de 2012.

Tabela 5 – Índices Financeiros

Índices Financeiros	2008	2009	2010	2011	2012
Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA)	-	-	-	-	-
Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca)	-	-	5%	5%	-
Indicadores de endividamento (PL - Passivo, PC-PELP)	-	-	-	-	5%
EBITDA	-	-	10%	10%	20%

Fonte: Elaborado pelo Autor

O EBITDA, conhecido como LAJIDA no cenário nacional, é equivalente ao Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização, foi realizado em 2010 e 2011 pelo Internacional e Corinthians, em 2012 Corinthians, Coritiba, Internacional e Paraná. Nenhum dos clubes apresentaram a forma como o indicador foi computado, não permitindo a quem analisa suas demonstrações fazer algum tipo de comparação entre os clubes. Esse resultado é mesmo

encontrado no estudo de Reis (2014), que analisou organizações de diversos segmentos nos anos de 2010, 2011 e 2012 e encontrou baixos índices de divulgação do EBTIDA na sua amostra analisada. Parece ser então uma tendência geral nas organizações nacionais que se repete também nos clubes de futebol do país.

O último aspecto analisado na amostra é a governança corporativa dos clubes e os resultados estão apresentados na Tabela 6. Os clubes Atlético de Minas Gerais e o Paraná em nenhum dos anos analisados fizeram menção aos aspectos de Governança Corporativa. Os demais clubes, de modo geral, apresentavam alguns aspectos pontuais em anos aleatórios, sem apresentar uma sequência.

Tabela 6 – Informações sobre Governança Corporativa

Governança Corporativa	2008	2009	2010	2011	2012
Principais práticas de governança corporativa	10%	5%	5%	5%	10%
Composição do Conselho Fiscal	55%	45%	45%	30%	30%
Composição do Conselho de Administração	30%	35%	40%	25%	45%
Identificação dos principais administradores	65%	60%	55%	50%	50%
Remuneração dos auditores	-	-	-	-	-
Relacionamento com os investidores	15%	5%	5%	5%	5%

Fonte: Elaborado pelo Autor

O Corinthians, Juventude e o São Paulo foram os clubes que mais divulgaram informações sobre a composição do Conselho Fiscal, de Administração e identificaram os principais administradores, sendo apresentado em todos os anos tais informações. O Internacional divulgou a composição do Conselho de Administração e os principais administradores em todos os anos analisados. Um aspecto observado é que nenhum dos clubes divulgou a remuneração dos auditores para fazer a auditoria independente das demonstrações financeiras em nenhum dos anos, limitando-se em alguns casos, apenas divulgar que existe independência no serviço de auditoria.

4.1.2 *Disclosure* Social

Esta seção apresenta os resultados do *disclosure* social realizado pelos clubes e foi analisado em dois blocos: informações financeiras sociais e colaboradores (não administradores).

As informações financeiras sociais não foram apresentadas em nenhum ano por 45% dos clubes que formaram a amostra: Atlético Mineiro, Botafogo, Cruzeiro, Figueirense, Goiás, Grêmio, Guarani, Internacional, Juventude e Paraná. A DVA – Demonstração de Valor Adicionado não é uma demonstração obrigatória, mas clubes como Atlético Paranaense, Corinthians, Palmeiras, Santos e São Paulo divulgaram essa demonstração. Corinthians e São Paulo fizeram a divulgação da DVA em todos os anos analisados, enquanto o Atlético Paranaense deixou de divulgar no ano de 2008.

Os resultados encontrados na amostra analisada, são superiores a valores encontrados em trabalhos como de Rover (2013). Isso significa que clubes de futebol por um lado apresentam, relativamente, maior proporção de publicação da DVA que organizações de outros setores, no entanto, por se tratar de quantidades relativamente pequenas de clubes que a fazem, essa análise deve ser apresentada com cautela. Estabelecer que os clubes de futebol por si só divulgam mais o DVA porque cinco clubes grandes em algum momento o fizeram é um resultado preliminar que deve ser considerado em estudos posteriores, mais aprofundados. Os dados referentes a informações sociais estão na Tabela 7, abaixo:

Tabela 7 – Informações Financeiras Sociais

Informações Financeiras Sociais	2008	2009	2010	2011	2012
Demonstração do Valor Adicionado (DVA)	15%	20%	15%	15%	20%
Menções ao valor adicionado ou distribuído	15%	15%	15%	15%	20%
Investimentos de caráter social	25%	15%	15%	20%	25%
Gastos em projetos sociais	25%	10%	15%	20%	25%

Fonte: Elaborado pelo Autor

Outro aspecto a ser observado são os gastos em projetos sociais. A grande maioria dos clubes divulgam tais gastos em suas demonstrações financeiras. O Atlético Paranaense é o único clube que divulgou em todos os anos e o Corinthians deixou de divulgar no ano de 2009. Os demais clubes que divulgaram tal informação, a fez de forma espaçada, como é o caso do Vasco, que fez em 2008, 2009 e 2010, o Palmeiras e o Santos, fizeram apenas em 2008. O caso do Santos é pertinente analisar, tendo em vista as informações que constam em seu site informações sobre seus projeto social “Meninos da Vila” e o mesmo não é mencionado em nenhuma de suas demonstrações.

As informações sobre colaboradores foi outro aspecto analisado na amostra e os resultados estão na Tabela 8. Dados sobre satisfação dos funcionários e acidentes de trabalho não foram

encontrados na amostra analisada. Os dados que mais apareceram foram informações sobre a remuneração dos atletas e dos funcionários que prestam serviços aos clubes. Esses dados foram apresentados de forma genérica, sem especificar o quanto é pago em salários por cada atleta ou mesmo aos colaboradores.

Tabela 8 – Informações sobre Colaboradores

Colaboradores (Não administradores)	2008	2009	2010	2011	2012
Número de funcionários	30%	15%	20%	10%	15%
Remuneração dos atletas	55%	50%	60%	50%	50%
Remuneração dos funcionários	50%	50%	60%	50%	50%
Benefícios aos funcionários	20%	25%	25%	20%	20%
Satisfação dos funcionários	-	-	-	-	-
Informação sobre minorias na força de trabalho	5%	10%	10%	10%	10%
Educação e treinamento dos funcionários	10%	5%	10%	10%	5%
Segurança no local de trabalho	10%	5%	10%	10%	15%
Dados sobre acidentes de trabalho	-	-	-	-	-
Relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe	5%	5%	10%	5%	5%

Fonte: Elaborado pelo Autor

O Atlético Paranaense, Corinthians e Vasco foram os únicos clubes que divulgaram informações sobre minorias na força de trabalho. Pode-se entender como minorias, mulheres, idosos e etc. O Atlético Paranaense divulgou os dados de 2010, 2011 e 2012; o Corinthians de 2009, 2011 e 2012; e o Vasco de 2008, 2009 e 2010. O Vasco foi o único clube da amostra a apresentar o Balanço Social em suas demonstrações, fato que foi verificado nos anos de 2008, 2009 e 2010.

4.1.3 *Disclosure* Ambiental

O último grupo de análise do *disclosure* voluntário trata das informações de natureza ambiental e engloba: políticas ambientais, gestão e auditoria ambiental, impacto das atividades do clube no meio ambiente, energia, informações financeiras ambientais, educação e pesquisa ambiental e outras informações ambientais.

Da amostra analisada, 15 clubes não fizeram nenhum tipo de menção ao aspecto ambiental ou mesmo o impacto que a atividade do futebol tem no meio ambiente. Os únicos clubes que trataram do assunto foi o Atlético Paranaense, Corinthians, Fluminense, Internacional e o

Vasco, sendo o Corinthians o clube com maior quantidade de itens no instrumento de pesquisa. Os resultados obtidos da análise da amostra estão nas Tabelas 9, a seguir.

Tabela 9 – Políticas Ambientais

Políticas Ambientais	2008	2009	2010	2011	2012
Declaração das políticas, práticas, ações atuais	-	5%	5%	5%	5%
Estabelecimento de metas e objetivos ambientais	-	5%	5%	5%	5%
<i>Compliance</i> com a legislação ambiental	-	-	5%	-	5%
Parcerias, conselhos, fóruns ambientais	-	5%	5%	5%	5%
Prêmios e participações em índices ambientais	-	5%	5%	5%	5%

Fonte: Elaborado pelo Autor

No item políticas ambientais o Corinthians foi o único que apresentou informações sobre políticas ambientais e desde o ano de 2008, faz Auditoria Ambiental e apresenta o seu Relatório de Sustentabilidade com base no GRI - *Global Reporting Initiative*, que é uma instituição *multistakeholder*, sem fins lucrativos, que desenvolve relatórios de sustentabilidade no mundo inteiro e tem o Corinthians como segmentário. Embora tenha aderido ao GRI em 2008, não foi encontrada nenhuma informação buscada pelo instrumento de análise no Cortinthians.

Adicionalmente, essa preocupação do Corinthians pode ser justificada pelo fato do Clube ter construído seu estádio, a Arena Corinthians, exigindo do clube um maior cuidado com o assunto e por haver fiscalização em sua obras e outros aspectos relacionados ao meio ambiente, que estão relacionados com obras de engenharia civil. Adicionalmente, o clube demonstra ter incorporado de fato a cultura de RSA – Responsabilidade Socioambiental, sendo de fato o único clube a apresentar em suas DPFs tal preocupação e dados a respeito do assunto.

A gestão e a auditoria ambiental é um tema que ainda não entrou em pauta nos clubes de futebol no Brasil, conforme observado na Tabela 10. Apenas o Internacional e o Corinthians tratam do assunto. O Internacional foi o único clube da amostra a possuir o ISO 9000, embora não esteja especificado em suas Notas Explicativas. O Corinthians é o único clube que possui auditoria ambiental, que a realiza e apresentam os dados no Relatório de Sustentabilidade desde o ano de 2008, elaborado de acordo o que preconiza o GRI.

Tabela 10 - Gestão e Auditoria Ambiental

Gestão e Auditoria Ambiental	2008	2009	2010	2011	2012
Gestão ambiental	-	-	-	-	-

ISOs 9000	5%	5%	5%	5%	5%
Auditoria Ambiental	10%	10%	10%	10%	10%

Fonte: Elaborado pelo Autor

O Fluminense apresentou em 2011 e 2012, adicionalmente a suas Demonstrações Financeiras, o Relatório Anual, que mesmo sem ter um direcionamento para o aspecto ambiental, no ano de 2011 apresentou a ação desenvolvida pelo clube para redução de custo, com o uso racional da energia e da água, conforme dados das Tabelas 11 e 12.

Tabela 11 - Impacto das Atividades do Clube ao Meio Ambiente

Impacto das Atividades do Clube ao Meio Ambiente	2008	2009	2010	2011	2012
Desperdícios e resíduos	-	-	-	-	5%
Reciclagem	-	-	-	5%	5%
Uso eficiente e/ou reutilização da água	-	-	5%	10%	5%
Impacto no meio ambiente (vazamentos, derramamentos, etc.)	-	-	-	-	-
Reparos aos danos ambientais	-	-	5%	5%	5%

Fonte: Elaborado pelo Autor

Como exemplo, vale ainda mencionar que no Relatório de Sustentabilidade do Corinthians de 2012 apresentou informações sobre uma multa que o clube levou, em razão de um aterro clandestino em terreno de sua propriedade, como pode ser verificado:

Em 2012, foi efetivada ao Corinthians uma multa em razão da presença de aterro clandestino no terreno do Parque Ecológico do Tietê. O clube não era o responsável pelo depósito de resíduos mas, mesmo após defesa, o Departamento de Controle da Qualidade Ambiental (Decont) da Prefeitura de São Paulo entendeu que o clube era o responsável pela fiscalização do próprio terreno, mesmo não sendo o autor dos depósitos. No início de 2013, o Corinthians solicitou esclarecimentos sobre o depósito clandestino e o encerramento de inquérito policial em trâmite na Delegacia de Polícia de Infrações contra o Meio Ambiente (CORINTHIANS, 2012, p. 80).

A divulgação desse tipo de informação, como foi o caso da multa, levada pelo Corinthians reforça aspectos observados na fundamentação teórica, tais como relevância da informação Carneiro (2008), o *disclosure* como um meio para se chegar à transparência, que é fim Greuning e Bratanovic (2003).

Tabela 12 - Energia

Energia	2008	2009	2010	2011	2012
Conservação e/ou utilização mais eficiente nas operações		-	5%	5%	5%

Fonte: Elaborado pelo Autor

O Fluminense divulgou em Relatório Anual uma ação implementada para reduzir em 50% seus gastos com água e luz e pode ser visto abaixo:

Em Xerém, as ações diminuíram gastos com água, energia e TV em mais de 50%. Nas Laranjeiras, foi promovida uma campanha para reduzir o consumo de água, somada ao conserto de vazamentos na rede. O valor das contas teve uma redução semelhante, da ordem de 50% (FLUMINENSE, 2011, p. 14).

Nas informações financeiras ambientais, apresentadas na Tabela 13, apenas o Corinthians fez algum tipo de divulgação. O clube possui um projeto de reflorestamento, no qual a cada gol que o clube faz, são plantadas 10 mudas de árvores em local pré-determinado pelo Governo do Estado de São Paulo. A seguir, pode-se perceber o comentário do então presidente em 2012, o Sr. André Navarro Sanches, no Relatório de Sustentabilidade, que engloba a preocupação do clubes com os aspectos discutidos:

Do mesmo modo que a construção do novo estádio tem exigido o uso racional dos recursos, a sustentabilidade permeia as nossas decisões. Desde quando assumimos, desenvolvemos mais de dez atividades sociais, com destaque para o Chute Inicial e o Time do Povo, ações destinadas a crianças, que encontram no esporte uma boa ferramenta para a sua socialização. Na área ambiental, o projeto Jogando pelo Meio Ambiente já permitiu o plantio de cerca de 45 mil mudas de árvores, em dois anos de existência, iniciativa que contribuiu para reduzir as emissões de gases poluentes e, com isso, os efeitos do aquecimento global (CORINTHIANS, 2011, p. 9).

Na amostra estudada, o Corinthians foi único clube que tratou das informações financeiras ambientais. O clube mostra em seu Relatório de Sustentabilidade, ainda que forma descontinuada e de forma inconstante ao longo dos anos, dados sobre investimentos ambientais que foram feitos, os custos ambientais, passivos ambientais e práticas contábeis de itens ambientais.

Tabela 13 - Informações Financeiras Ambientais

Informações Financeiras Ambientais	2008	2009	2010	2011	2012
Investimentos ambientais	-	5%	5%	5%	-
Custos e/ou despesas ambientais	-	-	5%	-	-
Passivos ambientais	-	-	-	-	5%
Práticas contábeis de itens ambientais	-	-	-	-	5%
Seguro ambiental	-	-	-	-	-
Ativos ambientais intangíveis	-	-	-	-	-

Fonte: Elaborado pelo Autor

No aspecto educação e pesquisa ambiental apenas o Atlético Paranaense, Corinthians e Vasco evidenciaram dados e os resultados estão na Tabela 14. O Corinthians evidenciou em 2008, 2009, 2010 e 2011; o Vasco evidenciou em 2010 e o Atlético Paranaense em 2012. Apenas o Corinthians apresentou informações sobre pesquisas relacionadas ao meio ambiente.

Tabela 14 – Educação e Pesquisa Ambiental

Educação e Pesquisa Ambiental	2008	2009	2010	2011	2012
Educação ambiental (internamente e/ou comunidade)	5%	5%	10%	5%	5%
Pesquisas relacionadas ao meio ambiente	-	-	5%	-	5%

Fonte: Elaborado pelo Autor

Outras informações ambientais foram pesquisadas nas demonstrações financeiras dos clubes, apresentados os resultados na Tabela 15.

Tabela 15 – Outras Informações Ambientais

Outras Informações Ambientais	2008	2009	2010	2011	2012
Menção relativa à sustentabilidade ou desenvolvimento sustentável	-	5%	10%	5%	5%
Gerenciamento de florestas e/ou reflorestamento	-	5%	5%	5%	5%
Conservação da biodiversidade	-	5%	5%	5%	5%
Relacionamento ambiental com <i>stakeholders</i>	-	5%	5%	5%	5%

Fonte: Elaborado pelo Autor

O Corinthians fez o *disclosure* das informações do item de 2009 a 2012. Em 2011 o clube informou que:

a preocupação com o meio ambiente e com a comunidade local também faz parte do CT Joaquim Grava. Todas as construções utilizam muito vidro para a entrada da luz natural e economia de energia. O prédio onde estão instalados o vestiário, a fisioterapia e a musculação é equipado com aparelhos para captação de energia solar. Os bancos localizados ao lado dos campos de treino são feitos com material reciclado. A água para irrigação de todo o CT vem de poço artesiano, e o projeto de coleta de lixo reciclável deve entrar em ação em 2012 (CORINTHIANS, 2011, p 19).

Dessa forma, o clube procurou demonstrar em seu Relatório de Sustentabilidade sua preocupação com os aspectos ambientais e sustentabilidade.

4.2 Ranking geral do *disclosure* dos clubes

As análises dos resultados, também, permitiram identificar os clubes da amostra com os maiores e os menores níveis de *disclosure* voluntário. No presente trabalho, “maior nível de *disclosure*”

significa divulgar um maior número de informações, em conformidade ao instrumento de coleta apresentado. Tendo em vista esse critério foi possível organizar os clubes. Para fazer tal organização, foi utilizado o percentual médio obtido pelos clubes nos anos de análise, originado pelo somatório dos índices anuais e divididos por cinco, a quantidade de anos estudados. A Tabela 16 a seguir apresenta o *ranking* geral de *disclosure* voluntário dos clubes que formaram a amostra e o *disclosure* anual por clubes está no Apêndice 5.

Tabela16 – Ranking Geral do *Disclosure* Voluntário dos Clubes de Futebol

Ranking	Clube	%	Ranking	Clube	%
1°	Corinthians	54,00	11°	Ponte Preta	11,23
2°	São Paulo	27,12	12°	Goiás	9,86
3°	Vasco	23,84	13°	Guarani	9,86
4°	Atlético-PR	20,82	14°	Grêmio	9,32
5°	Palmeiras	17,81	15°	Paraná	9,04
6°	Internacional	16,98	16°	Figueirense	7,95
7°	Fluminense	15,34	17°	Botafogo	7,40
8°	Santos	14,79	18°	Flamengo	7,40
9°	Cruzeiro	13,15	19°	Atlético-MG	6,85
10°	Juventude	11,23	20°	Coritiba	6,03

Fonte: Elaborado pelo Autor

Como pode ser observado, a diferença entre o Corinthians e o São Paulo é relativamente alta, sendo o nível do Corinthians quase o dobro do segundo colocado e vai aumentado ainda mais em relação aos demais clubes, quando comparado o índice geral de *disclosure*. Esse valor pode ser explicado pela presença do *disclosure* ambiental e social no Corinthians, que apresentou um desempenho superior aos demais, possibilitando que o clube se destacasse.

O São Paulo ocupou o segundo lugar do *ranking* por apresentar uma maior quantidade de informações econômicas a algumas informações sociais ao longo dos anos estudados. O Vasco, preocupou-se com o *disclosure* social nos anos de 2008, 2009 e 2010, o que possibilitou esse percentual geral, dando 3° lugar no *ranking* dos clubes integrantes da amostra. Caso não houvesse essa pontuação adicional, o clube teria uma nota inferior e não ocuparia tal posição. Percebe-se que os elementos que foram determinantes para diferenciar os clubes nesse ranking foi o tratamento e o *disclosure* das informações ambientais. Aponta-se para uma situação na qual parte considerável dos clubes de futebol pouco divulgam suas informações num índice de *disclosure*, em especial, as informações ambientais.

Os clubes que apresentaram valores abaixo de 10% (nove dentre os 20 estudados) foram os que apresentaram informações mínimas em suas demonstrações financeiras nos anos analisados.

Essas informações, na maioria das vezes, estavam restritas às informações obrigatórias, determinadas pela NBC T 10.13.

4.3 Resultados do custo de capital de terceiros

O custo do capital de terceiros foi calculado de acordo com a fórmula apresentada da fundamentação teórica e na metodologia do presente trabalho. Para formulação do *ranking* abaixo, foi calculado os resultados anualmente, após a incidência da alíquota dos tributos, que é de 34%, incluídos o Imposto de Renda e a Contribuição Social. Após o cálculo anual, foi feita média aritmética dos anos analisados cinco, originando o Kd anual e em seguida, o resultado foi dividido por 12, que representa o Kd mensal. Os resultados estão na Tabela 17.

Tabela 17 – Resultados do custo de capital de terceiros

Ranking	Clube	Kd Anual %	Kd Mensal%	Ranking	Clube	Kd Anual%	Kd Mensal%
1°	Atlético - MG	5,29	0,44	11°	Fluminense	28,32	2,36
2°	Santos	5,29	0,44	12°	Corinthians	32,96	2,75
3°	São Paulo	5,29	0,44	13°	Figueirense	33,06	2,76
4°	Vasco	5,29	0,44	14°	Atletico - PR	33,56	2,80
5°	Paraná	12,84	1,07	15°	Goiás	37,59	3,13
6°	Botafogo	15,87	1,32	16°	Ponte Preta	38,03	3,17
7°	Cruzeiro	16,47	1,37	17°	Flamengo	40,95	3,41
8°	Coritiba	19,12	1,59	18°	Grêmio	75,91	6,33
9°	Guarani	26,22	2,18	19°	Juventude	116,09	9,67
10°	Palmeiras	27,42	2,28	20°	Internacional	326,87	27,24

Fonte: Elaborado pelo Autor

Da amostra analisada, o Atlético – MG, o Santos, São Paulo e o Vasco são os clubes que no período analisado obtiveram o menor custo de capital de terceiros na média geral, tendo uma despesa anual de juros de 5,29% e 0,44% mensal. O Internacional apresentou 326,87% de despesa anual de juros e ao mês de 27,24% em decorrência do ano do resultado do Ka de 2012, que circulou na faixa dos 1.139,23%, conforme dados apresentados em seu Balanço. Vale ressaltar, que nas Notas Explicativas, o clube informou que não contraiu nenhum tipo de empréstimos no ano analisado, contudo, sua despesa financeira girou em torno de 18 milhões

de reais no ano de 2011. Os dados da despesa financeira, passivo financeiro médio e o Kd anual, por clube e ano estão no Apêndice 6.

O valor médio dos juros cobrados aos clubes que compõe a amostra gira em torno de 45,12% a.a. e 3,75 a.m., para o período de analisado. Durante o período analisado, Taxa Selic média anual foi em torno de 9,55% a.a. e de 0,8% a.m., conforme informações disponibilizadas pelo Banco Central do Brasil – Bacen, que está no Apêndice 7. Dessa forma, pode-se perceber que os clubes de futebol da amostra, durante o período analisado, captaram recursos junto aos banco credores, analisando pela média, em sua maioria a uma taxa superior à taxa básica da economia. No geral, isso significa 472% superior a taxa Selic, podendo indicar que os clubes podem não estar dando a devida importância na análise do custo de capital de terceiros. Adicionalmente, as instituições podem analisando os clubes com viés de risco maior que os demais setores econômicos encarecendo, assim suas operações. Outro aspecto observado, é que a maior parte do endividamento dos clubes é no curto prazo, o que acaba por encarecer suas operações.

4.4 Análise de regressão com dados em painel

Essa seção apresenta os resultados da análise de regressão com dados em painel que teve como objetivo verificar a influência do *disclosure* voluntário no custo de capital de terceiros dos clubes de futebol no Brasil. As análises foram feitas 6 etapas:

- I. Regressão com dados em painel com o efeito *pooling*;
- II. Regressão com dados em painel com o efeito fixo;
- III. Teste de Chow: para comparar o efeito fixo com o efeito *pooling*;
- IV. Regressão com dados em painel com o efeito aleatório;
- V. Teste de Breusch Pagan: para comparar o efeito aleatório com o efeito \ e
- VI. Teste de Hausman: para comparar o efeito aleatório com o efeito fixo.

Sobre o custo de capital de terceiros, temos a equação abaixo:

$$(Kdt) = f(DISCt-1, \text{variáveis de controle } t-1)$$

em que **Kdt** representa o custo de capital de terceiros no tempo t , **DISCt-1** é o nível de disclosure no tempo $t-1$, além das **variáveis de controle no tempo $t-1$** .

Como variáveis de controle foram utilizadas: liquidez corrente, representada por LIQ_(-1), operacionalizada pela divisão entre o ativo circulante e o passivo circulante; receita operacional bruta, representada por REC_(-1), obtida diretamente nas demonstrações financeiras dos clubes que compuseram a amostra; e Big Four + BDO, representada do BIG_(-1), que serviu como variável *dummy*. Após as variáveis e o sinal “_”, aparece entre parênteses (-1). Isso é justificado para que seja feita o cálculo das regressões levem em conta os efeitos das variáveis independentes sobre o custo de capital de terceiros, tendo em vista as mesmas serem calculadas com D+0 e o Kd em D+1.

4.4.1 Regressão Agrupada – *Pooling*

Com uma probabilidade de 0,672593 no teste F, verifica-se que as variáveis independentes utilizadas não possuem capacidade de explicar o comportamento da variável dependente na regressão agrupada, conforme observado na Tabela 18. O mesmo é confirmado pelo resultado do teste t, também com probabilidade acima de 0,05 para o coeficiente angular das variáveis independentes.

Tabela 18 – Output da Regressão Agrupada – *Pooling*

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Probabilidade
DISC_(-1)	-0,841375	1,253615	-0,671159	0,5037
LIQ_(-1)	0,026814	0,220491	0,121612	0,9035
REC_(-1)	2,84E-09	2,02E-09	1,407193	0,1626
BIG_(-1)	-0,238290	0,415807	-0,573078	0,5679
C	0,333219	0,214187	1,555737	0,1231

R-quadrado	0,024133	Média variável dependente	0,451721
R-quadrado ajustado	-0,016956	S.D. variável dependente	1,179832
S.E. of regression	1,189793	Akaike info criterion	3,234142
Soma dos quadrados dos resíduos	134,4826	Schwarz criterion	3,364400
Estatística F	-0,587325	Hannan-Quinn criter.	3,286860
Prob(F-statistic)	0,672593	Durbin-Watson stat	2,034142

Fonte: Elaborado pelo Autor

Outro aspecto observado na regressão agrupada é que o R Quadrado Ajustado (*adjusted R²*) apresentou um valor negativo, indicando uma não adaptação do modelo, relativo ao número de graus de liberdade. A variável *disclosure*, mesmo não sendo significativa, apareceu com o sinal negativo, e nesse estudo pode ser um indício importante. Pode-se perceber, assim, uma relação inversa entre o custo de capital de terceiros e o *disclosure*, embora não seja possível tirar conclusões concretas.

Em relação a hipótese clássica da autocorrelação serial dos resíduos, percebe-se que a estatística de Durbin-Watson está entre o intervalo [1,8: 2,2], não apresentando problemas quanto a essa premissa, no modelo de regressão agrupada, não havendo autocorrelação dos resíduos.

4.4.2 Modelo dos Efeitos Fixos

Com uma probabilidade 0,031134 no teste F, verifica-se que a variável independente DISC_ possui a capacidade de explicar o comportamento da variável dependente, sendo o mesmo resultado confirmado pelo resultado do teste t, tanto para o coeficiente angular da variáveis independentes, como para o intercepto, logo ambos os valores são estatisticamente diferentes de zero. A Tabela 19, mostra os resultados obtidos com o teste do Modelo dos Efeitos Fixos, que apresentou capacidade explicativa da regressão agrupada (*R²* ajustado) foi de 17,0%.

Tabela 19 – Output da Regressão Efeitos Fixos

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Probabilidade
DISC_(-1)	0,013545	2,332284	0,005808	0,9954
LIQ_(-1)	-0,201192	0,248050	-0,811092	0,4200
REC_(-1)	-1,14E-09	5,06E-09	-0,224351	0,8231
BIG_(-1)	-0,177453	0,496370	-0,357501	0,7218
C	0,649620	0,533512	1,217629	0,2273
R-quadrado	0,396628	Média variável dependente		0,451721
R-quadrado ajustado	0,170363	S.D. variável dependente		1,179832
S.E. of regression	1,074643	Akaike info criterion		3,213350
Soma dos quadrados dos resíduos	83,14973	Schwarz criterion		3,942797
F-statistic	1,752936	Hannan-Quinn criter.		3,508570
Prob(F-statistic)	0,031134	Durbin-Watson stat		3,093434

Fonte: Elaborado pelo Autor

Contudo, para saber se realmente existe o efeito fixo proposto pelo modelo, foi realizado o teste F, conhecido como Teste de Chow, que estão apresentados na Tabela 20. O primeiro teste

F * se relaciona com o efeito grupo (Cross-section F). Com valor da estatística F de 2,125644 e uma probabilidade de 0,0117, implica em não aceitação da hipótese nula, logo existe o efeito grupo.

O segundo teste F ** se relaciona com o efeito tempo (*Period F*). Com valor da estatística F de 1,094469 e uma probabilidade de 0.3659, implica na aceitação da hipótese nula, logo não existe o efeito tempo na amostra analisa.

Tabela 20 - Teste de Chow

Testes	Estatísticas	d.f.	Probabilidade
Cross-section F *	2,125644	(19,72)	0,0117
Cross-section Chi-square	44,528424	19	0,0008
Period F **	1,094469	(4,72)	0,3659
Period Chi-square	5,902696	4	0,2065
Cross-Section/Period F ***	1,932589	(23,72)	0,0182
Cross-Section/Period Chi-square	48,079195	23	0,0016

Fonte: Elaborado pelo Autor

O terceiro teste F **** se relaciona com a existência do efeito grupo e efeito tempo. O valor da estatística F é de 1,932589, com probabilidade de 0,0182. A princípio o resultado levaria a conclusão da existência dos efeitos conjuntos ao mesmo tempo Dessa forma, como não foi possível identificar a existência do efeito do tempo isoladamente, admite-se apenas a existência do efeito grupo.

O resultado da nova regressão, considerando apenas os efeitos fixos na *cross section* está apresentado na Tabela 21, após o teste de Chow indica um valor de 0,023596 no teste F, com R² de 16,62 % de capacidade explicativa da regressão.

Tabela 21 – Regressão considerando apenas os efeitos na *cross-ception*

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Probabilidade
DISC_(-1)	-0,516746	2,285.295	-0,226118	0,8217
LIQ_(-1)	-0,237842	0,245011	-0,970739	0,3348
REC_(-1)	1,61E-09	3,35E-09	0,481503	0,6315
BIG_(-1)	-0,183251	0,483547	-0,378972	0,7058
C	0,494401	0,437238	1.130,737	0,2617
R-quadrado	0,359940	Média variável dependente		0,451721
R-quadrado ajustado	0,166238	S.D. variável dependente		1,179832
S.E. of regression	1,077311	Akaike info criterion		3,192377
Soma dos quadrados dos resíduos	88,20555	Schwarz criterion		3,817618

F-statistic	1,858213	Hannan-Quinn criter.	3,445423
Prob(F-statistic)	0,023596	Durbin-Watson stat	3,093422

Fonte: Elaborado pelo Autor

Estatisticamente, o teste considerando apenas os efeitos fixos pode ser considerado válido, tendo em vista sua significância de 0,023596, e uma capacidade de explicação de 16,62% porém apresentou problemas na autocorrelação dos resíduos, de acordo a estatística Durbin-Watson ficando fora do intervalo [1,8: 2,2].

4.4.3 Modelos de Efeitos Aleatórios

Com uma probabilidade de 0,847727 no teste F, verifica-se que a variáveis independentes utilizadas não possuem capacidade de explicar o comportamento da variável dependente, fato confirmado pelo resultado obtido no teste t. Todavia em razão do nível de significância adotado, a estatística t, com uma probabilidade de 0,0567, mostrou que o intercepto é estatisticamente nulo. A regressão agrupada não possui capacidade explicativa, haja vista o valor do (R^2 ajustado) ser negativo e está representada na Tabela 22.

Tabela 22 – Output Modelos de Efeitos Aleatórios

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Probabilidade
DISC_(-1)	-0,644534	1,442954	-0,446676	0,6561
LIQ_(-1)	-0,099388	0,219301	-0,453203	0,6514
REC_(-1)	2,54E-09	2,32E-09	1,095243	0,2762
BIG_(-1)	-0,197286	0,421777	-0,467749	0,6410
C	0,376792	0,27227	1,383805	0,1697
Especificação dos Efeitos				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0,534756	0,1977
Idiosyncratic random			1,077311	0,8023
R-quadrado	0,014269	Méida variável dependente		0,302361
R-quadrado ajustado	-0,027235	S.D. variável dependente		1,059370
S.E. of regression	1,073699	Sum squared resid		109,5189
F-statistic	0,343803	Durbin-Watson stat		2,492100
Prob(F-statistic)	0,847727			
Unweighted Statistics				

R-squared	0,019944	Mean dependent var	0,451721
Sum squared resid	135,0599	Durbin-Watson stat	2,020822

Fonte: Elaborado pelo Autor

Logo após os resultados dos testes t são apresentadas as especificações dos efeitos, contendo as informações sobre a possível presença do erro composto. O erro associado ao grupo foi de 0,1977 e o erro associado a regressão foi de 0,8023. Contudo, para confirmar a existência de erro composto e se existem diferenças entre o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios foram feitos os testes de Breush-Pagan e o teste de Hausman. O teste de Breush-Pagan foi realizado no programa Gretl, haja vista não haver essa funcionalidade no EViews 8.

4.4.4 Teste de Breusch-Pagan

A interpretação deste teste, para dados em painel, deve ser a seguinte:

- Se o erro é homocedástico, não é possível utilizar o modelo de efeitos aleatórios, logo o resultado do teste F (Chow) ajudará a identificar o melhor modelo a ser utilizado (regressão agrupada ou modelo de efeitos fixos);
- Se o erro é heterocedástico, existirá o erro composto, logo o resultado do teste de Hausman ajudará na identificação do melhor modelo (modelo de efeitos fixos ou modelo de efeitos aleatórios).

O resultado do p-valor no Teste de Breush-Pagan foi de 0,0218047, indicando que o erro analisado é homocedástico. Dessa forma, não foram testadas as hipóteses sobre a existência do efeito grupo e tempo, individual e simultaneamente, através do termo de erro composto. O que foi testado foi se o erro da distribuição é heterocedástico ou homocedástico e os resultados estão na Tabela 23.

Tabela 23 – Teste de Breusch Pagan

Variável	Coefficiente	Erro padrão	razão-t	p-valor
const	0,376792	0,271374	1,388	0,1682
DISC__1	-0,644534	1,43812	-0,4482	0,655
REC__1	2,54E-09	2,31E-09	1,099	0,2746

LIQ__1	-0,0993881	0,218566	-0,4547	0,6503
BIG__1	-0,197286	0,420363	-0,4693	0,6399
Média var. dependente	0,451721	D.P. var. dependente	1,179832	
Soma resíd. quadrados	135,0599	E.P. da regressão	1,186117	
Log da verossimilhança	-156,9213	Critério de Akaike	323,8425	
Critério de Schwarz	336,8684	Critério Hannan-Quinn	329,1143	
Teste de Breusch-Pagan				
Hipótese nula: Variância do erro de unidade-específica = 0				
Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(1) = 5,2613				
com p-valor = 0,0218047				
Teste de Hausman -				
Hipótese nula: As estimativas GLS são consistentes				
Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(4) = 3,69679 com p-valor = 0,448593				

Fonte: Elaborado pelo Autor

Com os resultado obtido no Teste de Breush Pagan, exclui-se o modelo dos efeitos aleatórios como possibilidade de explicação dos dados no presente estudo e comprova os resultados do Teste de Chow, que os efeitos fixos no grupo explicam melhor os dados da amostra analisada.

4.4.5 Resumo dos Dados em Paineis

No que diz respeito aos testes econométricos, dentre os três tipos, após suas realizações, os **efeitos fixos na *Cross-section*** explicaram melhor os dados. Os resultados da regressão estimados pelos modelos de dados em painéis não demonstraram significância estatística para os coeficientes das variáveis explicativas. O sinal encontrado para o coeficiente foi negativo, como esperado pela teoria, mas, como a relação não é estatisticamente significativa, não permite maiores interpretações e não se confirma a hipótese de que um maior *disclosure* resulta num menor custo de capital.

5 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

5.1 Considerações Finais

O presente trabalho teve como objetivo principal mensurar a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o custo de capital de terceiros dos clubes de futebol no Brasil, respondendo a seguinte pergunta de pesquisa: qual a influência do nível de *disclosure* voluntário no custo de capital de terceiros dos clubes de futebol no Brasil?

Para o atingimento do objetivo final, foram propostos objetivos específicos, que foram atingidos sob a seguinte ótica:

I – Investigação das principais abordagens sobre o *disclosure* voluntário e o custo de capital de terceiros na literatura.

O *disclosure* voluntário teve a Teoria da Divulgação como sustentação e foi proposta por Verrechia (2001) e passou a fazer parte dos estudos nacionais em 2005 com o trabalho pioneiro de Salotti e Yamamoto. Esse pioneirismo na abordagem da Teoria da Divulgação para explicar o *disclosure* voluntário, acabou por impulsionar outros estudos, abrindo campo para a discussão da temática no Brasil. Enquanto Teoria, a Divulgação pode ser estudada sob três óticas: por Associação, Discricionariedade e por Eficiência. O presente trabalho pode ser considerado sob a ótica da Eficiência.

O custo de capital de terceiros, representa a porção do capital externo na estrutura de capital das empresas é formado basicamente pelo capital oriundo das ações das empresas, debêntures emitidas e financiamentos obtidos junto aos bancos. No trabalho, foi focado o capital de terceiros como fonte de financiamento dos clubes o capital obtido junto aos bancos, tendo seu custo calculado pela divisão das despesas financeiras líquidas de imposto pelo passivo financeiro médio dos clubes.

Adicionalmente, foram apresentadas algumas abordagens sobre custo de capital próprio, com o intuito de localizar o leitor na estrutura geral de capital dos clubes. Foram discutidos, de forma

sucinta, os modelos de Gordon, APM, Ohlson-Jeutner e o CAPM, que é metodologia mais difundida na academia para realização de estudos empíricos. O *disclosure* voluntário, e o custo de capital de terceiros, foram as principais variáveis estudadas e discutidas.

II – Adaptação da métrica de *disclosure* voluntária proposta por Murcia (2009) à realidade do esporte.

Para cumprir esse objetivo, palavras foram substituídas, subcategorias foram excluídas e a métrica, original, que possuía 93 itens de *disclosure* voluntário, passou a ter 73. Procurou-se manter a essência do trabalho original, mantendo os três grandes grupos de informações: Econômicas, Sociais e Ambientais. Trata-se de uma contribuição que o presente estudo trouxe de realizar a adaptação do modelo de Murcia (2009), já existente, para algo factível dentro do universo dos clubes de futebol no Brasil.

III – Cálculo do *disclosure* voluntário dos clubes individualmente e das informações econômica, sociais e ambientais dos clubes.

Inicialmente foi calculado o *disclosure* dos clubes ano a ano, tendo por base as DFPs e quando foi necessário e estava disponível, extrapolou-se tais documentos e utilizou-se de Relatório de Sustentabilidade, Relatórios da Administração. Foram analisados os 20 clubes, integrantes da amostra, no período de 2008 a 2012, com a métrica adaptada e após isso analisaram-se as categorias: econômica, social e ambiental. Os itens de maior evidência foram os seguintes:

Grupo Econômico: narrativa da história do clube, objetivos, planos e metas futuras dos clubes, perspectiva de novos investimentos, demonstração do fluxo de caixa, informações detalhadas sobre despesas e custos operacionais, composição do conselho de administração, fiscal e identificação dos principais administradores;

Grupo Social: remuneração dos atletas e remuneração dos funcionários;

Grupo Ambiental: no grupo ambiental, apenas o Corinthians apresentou alguma regularidade na apresentação das informações, justificados pelo fato do clube publicar o GRI.

Os itens de menor evidência foram:

Grupo Econômico: Satisfação dos torcedores, *market share*, indicadores de eficiência, política de reinvestimento dos lucros, perspectivas de novos mercados que os clubes pretendem atuar, valor de mercado do clube, projeções e índices financeiros de modo geral, principais práticas de governança corporativa, remuneração dos auditores e relacionamento com os investidores;

Grupo Social: os demais itens do grupo social não passaram de 25% de presença na amostra estudada e dados sobre satisfação dos funcionários e acidentes de trabalho não pontuaram em nenhum dos anos analisados;

Grupo Ambiental: os clubes não citam o *disclosure* ambiental em suas DFPs.

Isso leva a crer que ainda existem elementos de *disclosure* relevantes para a divulgação de informações de organizações esportivas, no caso, de clubes de futebol, que comumente não são realizadas. Alerta-se aqui que para existir maior profissionalização dos gestores financeiros dos clubes esportivos e que eles possam realizar um trabalho de maior transparência e controle, há a necessidade de um maior respaldo financeiro e contábil dos clubes de futebol para com seus *stakeholders*.

IV – *Ranking* do *disclosure* geral dos clubes integrantes da amostra no período estudado.

Para montar o ranking geral, foi feito o cálculo de 2008 a 2012, somado os resultados por clube e obtida a média aritmética, gerando assim, o ranking geral de *disclosure* dos clubes da amostra. No período estudado, o Corinthians foi o clube que apresentou o melhor nível de *disclosure* geral e ao longo dos anos também, conforme observado no Apêndice 5. O diferencial do clube está no fato de mesmo divulgar informações de cunho ambiental, coisa praticamente inexistente nos demais integrantes da amostra.

Os clubes que apresentaram valores inferiores a 10% foram clubes que fizeram apenas itens essenciais, como foi caso do Goiás, Guarani, Grêmio, Paraná, Figueirense, Botafogo, Flamengo, Atlético – MG e Coritiba. Não foi possível ter outro tipo de classificação além do ranqueamento, como por exemplo, por região do País, tendo em vista a amostra não ter integrantes de todos os estados, haja vista a não localização das DFPs necessárias para análise do *disclosure* dos demais clubes que compunham a amostra inicial.

Destaca-se para a elaboração e apresentação desse *ranking* como forma de comparar os clubes dentro dos critérios das variáveis do presente estudo. É importante que exista uma métrica, e seu subsequente *ranking*, capazes de comparar os clubes de futebol no Brasil para que os gestores possam ter critérios para discutir e analisar elementos financeiros de forma pareada, dentro de padrões. São fatores importantes para se avançar na produção de conhecimento e ferramentas para a gestão desses clubes, além de auxiliar tomadas de decisões dos gestores envolvidos quando se coloca a magnitude da comparação entre clubes.

V- Cálculo do custo de capital de terceiros dos clubes da amostra

Para realizar o cálculo do custo de capital, inicialmente foram obtidos os valores das despesas financeiras dos clubes, que foram obtidas na DRE. Em seguida, foi realizado o cálculo do passivo financeiro médio dos clubes, obtido no balanço patrimonial de curto e longo prazo. Em empresas, que fazem publicações trimestrais esse cálculo do passivo financeiro médio pode ser feito com a média alisada, dando uma melhores resultados, contudo, no ambiente futebol, essa prática não é recorrente e só são divulgadas as DFPs anuais.

A divisão entre as despesas financeiras e média do passivo financeiro gerou o K_a , que quando multiplicado pelos impostos, que no Brasil tem a alíquota de 34%, foi gerado o K_d , o custo de capital de terceiros dos clubes de futebol no Brasil.

Assim como o item anterior, aqui se pode estabelecer uma comparação entre os clubes analisados dentro de padrões. Com isso, avança-se novamente na direção de produzir conhecimentos e auxiliar com ferramentas de cunho comparativo entre os times de futebol dentro do cenário nacional.

VI – *Ranking* do custo de capital de terceiros dos clubes de futebol do Brasil de 2009 a 2013

O Atlético – MG, Santos e o São Paulo foram os clubes que captaram no período estudado a uma menor taxa, de 0,44% a.m. O Internacional apresentou o maior valor, de 27,24% a.m., que pode estar distorcido, por conta dos dados do K_a do ano de 2012 e não sendo possível justificar, haja vista ausência de informações nas notas explicativas do ano de 2011 e sobre despesas financeiras e passivo financeiro. Adicionalmente, no relatório da auditoria não foi feita

nenhuma ressalva sobre o assunto.

Os clubes de futebol pagam taxas de juros médias 472% superiores à taxa Selic. Esse valor pode ser um indício que tendo vista os baixos índices de *disclosure*, encontrados na amostra, os próprios clubes podem estar encarecendo seus empréstimos. Adicionalmente, esses valores pagos em juros aos bancos poderia ser revertidos em aumento da eficiência geral, tendo em vista, que redução nos juros pagos poderiam ser revertidos na melhora do elenco, investir mais no atletas da base, melhoras na infraestrutura ou até mesmo na satisfação dos torcedores.

Nesse sentido, tendo em vista os valores pagos pelos clubes às instituições financeiras, sugere-se que os clubes procurem reforçar as garantias oferecidas na realização das operações financeiras. Outra possibilidade, é que os clubes devem melhorar suas demonstrações contábeis, a serem apresentadas nas áreas responsáveis concessão de crédito, a fim de permitir melhores análises por parte dos analistas, refletindo, assim no preço dos empréstimos realizados.

VII – Cálculo de dados em painel.

Essa ação permitiu dar uma provável resposta para a hipótese da hipótese metodológica, apresentada no capítulo anterior, que os clubes que **quanto maior o *disclosure*, menor o custo de capital de terceiros**. No caso do presente estudo, essa hipótese não se confirmou na amostra estudada, embora haja indícios de que o *disclosure* pode influenciar o custo de capital de terceiros, pelo sinal negativo apresentado no coeficiente. Dessa forma, a Teoria da Divulgação como domínio substantivo não avança nos setor esportivo, especificamente no futebol.

O mesmo caso da variável *disclosure* pode ser aplicado nas variáveis Liquidez e *Big Four + BDO*, que apresentaram sinal negativo, passando o indício que possui relação inversa ao custo de capital, mas foi estatisticamente insignificante para afirmar que clubes com maior liquidez e auditam suas DFPs com as *Big Four + BDO* possuem menor custo de capital.

Esse estudo justificou-se ao propor que a melhoria do *disclosure* pelos clubes pode significar um aumento de receitas, ao passo que os empréstimos obtidos nos bancos podem vir com um custo menor aos que divulgam suas informações voluntariamente. A melhoria das informações contábeis pode refletir na redução no endividamento dos clubes, também, fato que assola boa

parte dos clubes integrantes da amostra.

Existe a necessidade da redução da assimetria e melhoria da informação contábil. Os clubes devem se preocupar cada vez mais em padronizar suas DFPs, a fim que seja possível comparar um clube com o outro, bem como entender melhor as mesmas DFPs. Essa ação em si, já significa uma melhoria no *disclosure* voluntário dos clubes. Sendo esta uma indicação contribuição gerencial desse trabalho para os clubes brasileiros. Diante de DFPs padronizadas, tanto os gestores dos clubes de futebol quanto os demais *stakeholders* podem tomar decisões mais acertadas com base em informações mais coerentes com o clube e com um padrão estabelecido capaz de prover comparações de mercado e com outros clubes de futebol.

Diante disso, remete-se a outra discussão que no cenário nacional tem-se debatido muito, que é a profissionalização dos clubes, especialmente com a entrada de investidores privados. Contudo, para que isso de fato aconteça, é preciso que haja por parte dos clubes uma melhoria na administração dos mesmos, o que pode acabar gerando resultados positivos dentro de campo. Deve-se ter ainda um avanço nas finanças e na contabilidade dos clubes de futebol brasileiros para que se possa atrair a atenção de investidores num nível mais elevado, propondo indicadores e índices que oferecem maior controle, transparência e menos risco informacional ao investidor.

O presente trabalho justificou-se pelo pioneirismo no cenário nacional, ao relacionar o *disclosure* voluntário dos clubes de futebol nacionais com custo de capital de terceiros. Destaca-se então essa aplicação da abordagem teórica aqui utilizada para o campo da Gestão do Esporte. No entanto, mesmo que a hipótese de pesquisa não tenha sido comprovada, indo de encontro a literatura nacional e internacional, que associam tais variáveis inversamente, realizar esse tipo de análise é importante para se entender que a sistemática de funcionamento de clubes de futebol no Brasil seguem outras tendências e padrões. Ressalta-se assim a importância que se tem em se conduzir estudos específicos voltados às organizações esportivas.

Adicionalmente, foram utilizadas ferramentas da Econometria, que já estão amplamente difundidas na literatura, mas no domínio da Gestão do Esporte ainda é incipiente, haja vista a produção nacional da área não focar tais técnicas de análise de dados. Destaca-se assim, portanto, que existe também uma contribuição do domínio metodológico para o presente estudo.

5.2 Limitações do Estudo

A falta de padronização nas DFPs por parte dos clubes foi algo que dificultou a obtenção dos dados para análise por algumas vezes. Por isso, elaborar uma análise comparativa com dados não padronizados em termos de metodologia de elaboração pode ser algo limitante. Todavia, essa é a única disponibilidade de dados para que um estudo como esse possa ser conduzido;

A técnica de dados em painel, em essência, é uma técnica indicada para séries de tempo mais longas. Nesse sentido, é necessário que sejam feitos novos estudos com séries maiores para que o método utilizado possa ser perfeitamente aplicado. O seu atual uso não invalida o estudo, mas ele poderia ser aplicado com maior acurácia;

Os clubes, em sua maioria, não disponibilizam as suas DFPs, o que dificulta para a academia realizar estudos mais robustos. Isso causou não somente dificuldades para coleta de informações para a pesquisa como também fez com que a amostragem fosse elaborada por conveniência e não por outros critérios como sua representatividade;

As especificações utilizadas nos modelos podem ter ainda problemas como a falta de variáveis que podem impactar no custo de capital de terceiros. As variáveis de controle utilizadas no modelo têm o intuito de amenizar esse problema, relacionando-se com o custo de capital e constituindo variáveis reportadas na teoria. Diante disso, considera-se que adicionar variáveis ao modelo é uma sugestão para futuras pesquisas, com o intuito de certificar e testar *proxies* complementares e substitutas.

Uma lacuna que se perdura aberta é a necessidade que ao tratar o *disclosure* dos clubes de futebol em estudos futuros. Seria importante que um índice capaz de englobar aspectos peculiares na gestão do futebol fosse elaborado. Tal iniciativa seria uma continuidade do atual estudo e oferecia uma construção de conhecimento da área mais coerente e completa para se entender o fenômeno da divulgação das organizações esportivas, em especial, os clubes de futebol brasileiros.

REFERÊNCIAS

ALBERTI-ALHTAYBAT, L. VON; HUTAIBAT, K.; AL-HTAYBAT, K. Mapping corporate disclosure theories. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 10, n. 1, p. 73–94, 2012.

AKHTARUDDIN, M. Corporate mandatory disclosure practices in Bangladesh. **International Journal of Accounting**, v. 40, n. 4 p. 399-422, 2005.

ALENCAR, R. **Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado brasileiro**. 2007. p.104. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo, 2007.

ANDREFF, W. French Football: A Financial Crisis Rooted in Weak Governance. **Journal of Sports Economics**, v. 8, n. 6, p. 652–661, 2007.

ANDREW, D. P. S.; PEDERSEN, P. M.; MCEVOY, C. D. **Research methods and design in sport management**. Champaign: Human Kinetics, 2011.

ARCAY, M. R. B.; VAZQUEZ, M. F. M. Corporate Characteristics, Governance Rules and the Extent of Voluntary Disclosure in Spain. **Advances in Accounting**, v. 21, n. 5, p. 299–331, 2005.

ARMSTRONG, C. S.; CORE, J. E.; TAYLOR, D. J.; *et al.* When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital? **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 1, p. 1–40, 2011.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2012.

_____. **Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil – uma aplicação prática**. 2003. Tese (Livre-docência em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto. Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.

AVELINO, B. C. **Disclosure voluntário de municípios do estado de Minas Gerais : uma abordagem sob a ótica da teoria disclosure voluntário de municípios do estado de minas gerais : uma abordagem sob a ótica da Teoria da Divulgação**. 2013. 176 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Contabilidade e Controladoria, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2013.

BARDIN, L. **Análise de Conteúdo**. Lisboa, Portugal: Edições 70, 2009.

BARTH, M. E.; KONCHITCHKI, Y.; LANDSMAN, W. R. Cost of capital and earnings transparency. **Journal of Accounting and Economics**, v. 55, n. 2-3, p. 206–224, abr. 2013.

BASTOS, P. S.; PEREIRA, R. M.; TOSTES, F. P. Uma Contribuição Para a Evidenciação do Ativo Intangível – Atletas – dos Clubes de Futebol. **PENSAR CONTÁBIL**, v. 9, n. 36, 2007.

BDO Auditores Independentes. **6º Valor das Marcas dos Clubes Brasileiros - Finanças dos Clubes**, São Paulo, 2013.

BEATTIE, V.; MCINNES, W.; FEARNLEY, S. A methodology for analyzing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. **Accounting Forum**, v. 28, n. 3, p. 205-236, 2004.

BERETTA, S.; BOZZOLAN, S. Quality versus quantity: The case of forward- looking disclosure. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, 2008.

BERTOMEU, J. Discussion of Earnings Manipulation and the Cost of Capital. **Journal of Accounting Research**, v. 51, n. 2, p. n/a–n/a, 7 mar. 2013.

BLOOMFIELD, R.; FISCHER, P. E. Disagreement and the Cost of Capital. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 1, p. 41–68, 2011.

BOFF, M. L. **Estratégias de legitimidade organizacional de Lindblom na evidência ambiental e social em relatórios da administração de empresas familiares**. 2007 160 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2007.

BONIZIO, R. C. **Análise da sensibilidade do valor econômico agregado: um estudo aplicado nas empresas de capital aberto no Brasil**. 2005. 115 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

BORGES, E. J.; ALVES, S. M. G. **Impacto das divulgações voluntárias no custo de capital: Uma revisão da literatura.** In: 14º Congresso de Internacional de Contabilidade e Auditoria. *Anais...* ICSAL, 2013, Lisboa.

BOTOSAN, C. A. Disclosure level and the cost of equity capital. **The Accounting Review.** v. 72, n. 3, p. 323-349, 1997.

BRASIL. Resolução CFC nº 1005, de 17 de setembro de 2004. Aprova a NBC T 10.13 - **Dos Aspectos Contábeis Específicos em Entidades Desportivas Profissionais.** Disponível em: <<http://www.cfc.org.br>>. Acesso em 21/06/2014.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática.** 10º. ed. São Paulo: Thompson, 2004.

CALDAS, A. V. S. **Análise da criação de valor** – um estudo multicaso nas empresas nordestinas listadas na BOVESPA. 2011. 114 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Desenvolvimento Regional e Gestão de Empreendimentos Locais) – Núcleo de Pós Graduação e Pesquisa em Economia, Universidade Federal de Sergipe, Aracaju, 2011.

CALDEIRA, K. S. **Fatores determinantes da estrutura de capital de empresas de médio porte da Região Metropolitana de Salvador.** 2008. 96 f. Dissertação (mestrado profissional) – Universidade Federal da Bahia. Escola de Administração, Salvador, 2008.

CALIL, J. F. **Estrutura de capital, custo de capital e valor de mercado das empresas siderúrgicas brasileiras de capital aberto, no período 1991-2000.** 2002. Tese de Doutorado em Administração de Empresas. FGV /Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo. 2002.

CARLILE, P.; CHRISTENSEN, C. The cycles of theory building in management research. **Work Paper,** 2004. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.136.8158>>.

CARNEIRO, R. B. A. **Divulgação de informações sobre instrumentos financeiros e riscos bancários: uma análise comparativa.** 2008. 87 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

CARVALHO, C.; GONÇALVES, J. A mercantilização do futebol brasileiro: instrumentos, avanços e resistências. **Cadernos EBAPE. BR**, v. 4, n. 6, p. 1–27, 2006.

CHRISTENSEN, P. O.; DE LA ROSA, L. E.; FELTHAM, G. A. Information and the Cost of Capital: An Ex Ante Perspective. **The Accounting Review**, v. 85, n. 3, p. 817–848, 2010.

COLLETT, P.; HRASKY, S. Voluntary Disclosure of Corporate Governance Practices by Listed Australian Companies. **Corporate Governance**, v. 13, n. 2, p. 188–196, 2005.

COOKE, T. E. Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies. **Accounting and Business Research**, v. 19, n. 74, p. 113-124, 1989.

CORRÊA, M. D. **Relação entre o nível de divulgação ambiental e o desempenho ambiental das empresas componentes do Índice BOVESPA.** Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2009.

CUNHA, M. F. **Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista do desempenho econômico-financeiro.** 2011. 170 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

CUNHA, R. C. **Fatores determinantes do nível de disclosure das empresas de energia elétrica brasileiras : um estudo.** 2010. 98 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP , São Paulo, 2010.

CUSTÓDIO, R. DOS S.; REZENDE, A. J. A evidenciação dos direitos federativos nas demonstrações contábeis dos clubes de futebol brasileiros. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9., 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2009

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimento: ferramentas e técnicas para adeterminação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

_____. **Finanças Corporativas Aplicadas: Manual do Usuário**. Porto Alegre: Bookman, 2006.

DANTAS, J. A.; ZENDERSKY, H. C.; SANTOS, S. C.; NIYAMA, J. K. A dualidade entre os benefícios do disclosure ea relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. **E & G Economia e Gestão**, v. 5, n. 11, p. 56–76, 2005.

DANTAS, M. G. S.; BOENTE, D. R. A eficiência financeira e esportiva dos maiores clubes de futebol europeus utilizando a Análise Envoltória de Dados. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 5, n. 13, p. 75-90, 2011.

DANTAS, M. G. S.; SILVA, J.A.; STEPPAN, A. I. B.; OLIVEIRA, R. M. A. O comportamento do preço das ações de clubes mediante a variação de aspectos contábeis: o estudo de caso do Juventus F.C. – Itália. **Revista Ambiente Contábil**, v. 1, n. 2, p 55-67, 2009.

DIAMOND, D.; VERRECCHIA, R. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. **The journal of Finance**, v. 46, n. 4, p. 1325–1359, 1991.

DOBLER, M. How informative is risk reporting? A review of disclosure models. Munich Business Research Working Paper. **Social Science Research Network**. Disponível em: <www.ssrn.com>. Janeiro, 2005.

DYE, R. Disclosure of nonproprietary information. **Journal of Accounting Research**, v. 23, n. 1, p. 123-145, 1985.

_____. An evaluation of ‘essays on disclosure’ and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 181-235, 2001.

EASLEY, D.; HARA, M. O. Information and the Cost of Capital. **The Journal of Finance**. v. 59, n. 4, p. 1553-1558, 2004.

FARIAS, K. T. R. **A relação entre divulgação ambiental, desempenho ambiental e desempenho econômico nas empresas brasileiras de capital aberto: uma pesquisa utilizando equações simultâneas.** 2008. 193 f. Dissertação (Mestrado)- Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.

FAVERO, L. P.; SILVA, F. L.; CHAN, B.; **Análise de Dados - Modelagem multivariada para tomada de decisões.** Campus, 2009.

FRANCIS, J.; NANDA, D.; OLSSON, P. Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 1, p. 53–99, 2008.

FROST, C. A.; GORDON, E. A.; HAYES, A. F. Stock Exchange Disclosure and Market Development: An Analysis of 50 International Exchanges. **Journal of Accounting Research**, v. 44, n. 3, p. 437–483, 2006.

GABRIEL, F.; PIMENTEL, R. C.; MARTINS, G. A. Epistemologia da pesquisa em contabilidade e finanças: análises de plataformas teóricas no Brasil. In: IX Encontro Brasileiro de Finanças, **Anais...** São Leopoldo, BR. 2009.

GAO, P. Keynesian Beauty Contest, Accounting Disclosure, and Market Efficiency. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 4, p. 785–807, 2008.

GARBRECHT, G. T. **Governança corporativa e custo de capital: um estudo em empresas de capital aberto do Brasil.** 2013. 145 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2013.

GARBRECHT, G. T.; SOARES, R. O. Custo de capital na pesquisa em contabilidade: uma análise em 30 anos de periódicos internacionais. In: 6° CONGRESSO ANPCONT, 6., 2012, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2012.

GHOSE, A. Information disclosure and regulatory compliance: Economic issues and research directions. **Social Science Research Network.** Disponível em: <www.ssrn.com>. 2006.

GIETZMANN, M. B.; TROMBETTA, M. Disclosure interactions: accounting policy choice and voluntary disclosure effects on the cost of raising outside capital. **Accounting and Business Research**, v. 33, n. 3, p. 187–205, 2003.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4^a. Ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GIOVANNETTI, B.; ROCHA, B. P.; SANCHES, F. M.; SILVA, J. C. D. Medindo a fidelidade das torcidas brasileiras: uma análise econômica no futebol. **Revista Brasileira de Economia**. v. 60, n.4, p. 389-406, 2006.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 10^a Ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2013.

GODOI, A. F. D. E. **Contabilidade ambiental: um estudo do disclosure de informações ambientais, das empresas dos setores de alto impacto ambiental, integrantes do ISE – Índice de Sustentabilidade Ambiental**. 2011. 182 f. Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Finanças, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2011.

GOLDNER, F. **O disclosure das demonstrações contábeis e financeiras dos maiores bancos brasileiros**. 2006. 105 f. Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós- Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2006.

GOULART, A. M. C. **Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no brasil**. 2003. 202 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

GRAY, S. Towards a theory of cultural influence on the development of accounting systems internationally. **Abacus**, v. 24, n. 1, p. 1–15, 1988.

GREUNING, H.; BRATANOVIC, S. B. **Analyzing and managing banking risk: a framework for assessing corporate governance and financial risk**. 2^a Ed. Washington, 2003.

GUAY, W.; VERRECCHIA, R. Conservative disclosure. **Work Paper**, 2007. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=995562>. Acesso em: 1 maio 2014.

GUIDRY, R. P.; PATTEN, D. M. Voluntary disclosure theory and financial control variables: An assessment of recent environmental disclosure research. **Accounting Forum**, v. 36, n. 2, p. 81–90, 2012.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5^a. ed. Porto Alegre: Bookman, 2011

HAIR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise Multivariada de Dados**. 5^a Ed. Porto Alegre: Bookman, 2005

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405–440, 2001.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

HOLANDA, A. P.; MENESES, A. F.; MAPURUNGA, P. V. R.; LUCA, M. M. M.; COELHO, A. C. D. Determinantes do nível de disclosure em Clubes Brasileiros de Futebol. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 17, n. 1, p. 2-17, 2012

HOPE, O. K.; THOMAS, W. B.; VYAS, D. Transparency, ownership, and financing constraints in private firms. **Working paper**, University of Toronto and University of Oklahoma, 2010. Recuperado em 1º. de julho de 2014,

HUGHES, J.; LIU, J. Information asymmetry, diversification, and cost of capital. **The Accounting Review**, v. 82, n. 3, p. 705–729, 2007.

INGRID, V.; BEATRIZ, A.; RIBEIRO, G.; *et al.* PRÁTICAS DE DISCLOSURE DO ATIVO INTANGÍVEL EM CLUBES DE FUTEBOL. São Paulo **In:** Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2012.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E.; SANTOS, A. **Manual de contabilidade societária.** São Paulo: Atlas, 2010.

DUTRA JUNIOR, D. J. **A utilização do valor econômico adicionado como ferramenta de gestão financeira.** 2001. 84 f. Escola Brasileira de Administração Pública, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2001.

KAVESKI, I. D. S.; CARPES, A. S.; SCARPIN, J. E. Nível de conformidade com as práticas de disclosure contábil: o caso das fundações universidades do Estado de Santa Catarina. **Administração Pública e Gestão Social**, v. 5, n. 4, p. 179-185, 2013.

KIM, O.; VERRECCHIA, R. E. The relation among disclosure, returns, and trading. **The Accounting Review**, v. 76, n. 4, p. 633–654, 2001.

KOTHARI, S. P.; LI, X.; SHORT, J. The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: a study using content analysis. **The Accounting Review**, v. 84, p. 1639-1670, 2009.

LABELLE, R. **The Statement of Corporate Governance Practices (SCGP) – A voluntary disclosure and corporate governance perspective.** In: <http://ssrn.com/abstract=317519>. Junho, 2002.

LAMBERT, R.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. **Journal of Accounting Research**, v. 45, n. 2, p. 385–420, 2007.

LANGBERG, N.; SIVARAMAKRISHNAN, K. Voluntary Disclosures and Analyst Feedback. **Journal of Accounting Research**, v. 48, n. 3, p. 603–646, 2010.

LEUZ, C. The development of voluntary cash flow statements in Germany and the influence of international reporting standards. **Schmalenbach Business Review**. v. 52, n. 2, p. 182-207, 2000.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. The Economic Consequences Increased Disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 38, n. 2000, p. 91–124, 2000.

LEVER, K. Discussion of “Motives for disclosure and non-disclosure: a review of the evidence.” **Accounting and Business Research**, v. 36, n. sup1, p. 49–50, 2006.

LEVIN, J.; FOX, J. A.; FORDE, D. R. **Estatística para Ciências Humanas**. 11^a ed. São Paulo: Pearson, 2013.

LIMA, G. **Utilização da Teoria da Divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileira**. 118 p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

LIMA, E. M. **Análise comparativa entre o índice disclosure e a importância atribuída por stakeholders a informações consideradas relevantes para fins de divulgação em instituições de ensino superior filantrópicas do Brasil: uma abordagem da Teoria da Divulgação**. 2009. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

LO, K. Materiality and voluntary disclosures. **Journal of Accounting and Economics**, v. 49, n. 1-2, p. 133–135, 2010.

LOPO, A., BRITO, L., SILVA, P. R.; MARTINS, E. **Custo de Oportunidade, Custo de Capital, Juros Sobre Capital Próprio, EVA® e MVA®**. São Paulo: Atlas, 2001.

M, E. (Coord.). **Avaliação de Empresas: Da mensuração Contábil à Econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

LUNDHOLM, R.; WINKLE, M. VAN. Motives for disclosure and non-disclosure: a framework and review of the evidence. **Accounting and Business Research**, v. 36, n 1, p. 37–41, 2006.

MACHADO, M. A. V.; TEMOCHE, C. A. R.; MACHADO, M. R. Determinantes da estrutura de capital das pequenas e médias empresas industriais da cidade de João Pessoa/PB. In: ENANPAD, 28,. Curitiba. **Anais...** Curitiba:ANPAD, 2004

MADALOZZO, R.; VILLAR, R. B. Brazilian football: what brings fans to the game? **Journal of Sports Economics**, v. 15, n. 5, p. 451-477, 2009.

MALAQUIAS, R. F.; LEMES, S. Disclosure de instrumentos financeiros segundo as normas internacionais de contabilidade: evidências empíricas de empresas brasileiras. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 3, p. 85-112, 2013.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 4ª Ed. São Paulo: Atlas, 2006.

MARQUES, D. S. P.; COSTA, A. L. Governança em clubes de futebol: um estudo comparativo de três agremiações no estado de São Paulo. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 44, n. 2, p. 118-130, 2009.

MARTIN, R. A. **Concentração acionária e risco de expropriação de riqueza dos credores no Brasil**: um estudo com as empresas listadas na BOVESPA. 2013. 74 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2013.

MARTINS, E.; GALDI, F. C.; LIMA, G. A. S. F. Evidências empíricas de modelos de estimação do custo do capital próprio. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 3, n. 2, p. 137–156, 2006.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2009.

MAZER, L. P. **O impacto do nível de transparência no custo do capital próprio das empresas do Ibovespa**. 2007 111 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

MICHIE, J.; OUGHTON, C. The Corporate Governance of Professional Football Clubs in England. **Corporate Governance: An International Review**, v. 13, n. 4, p. 517–531, jul. 2005.

MILNE, M. J.; HACKSTON, D. Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 9, n. 1, p. 77 – 108. 1996

MINARDI, A.; MAURO, C.; MONTENEGRO, G.; DONATELLI, D. H.; BIGNOTTO, F. G. Estimando custo de capital de companhias fechadas no Brasil para uma melhor gestão estratégica de projetos. **Inspere Working Paper**, 2007.

MURCIA, F. D. R. **Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil**. 2009. 182 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D.; CARVALHO FILHO, A. F.; COSTA, A. C. F.; AMARAL, A. C. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**. São Paulo, v. 18, n. 44, p. 72-85, 2007.

NETTO, R. B. **Determinantes da estrutura de capital de companhias Abertas brasileiras não-financeiras: um estudo empírico com dados em painel**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós - graduação em Administração. Natal, 2009.

NIELSEN, R. P. Practitioner-Based Theory Building in Organizational Ethics. **Journal of Business Ethics**, v. 93, n. 3, p. 401–406, 2009.

OLIVEIRA, D. R. **Determinantes da divulgação voluntária do balanço social no Brasil**. 2012. 50 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2012.

PEREIRA, C. A. ; REZENDE, A. J.; CORRAR, L. J.; LIMA, E. M. **A gestão estratégica de clubes de futebol: uma análise da correlação entre performance esportiva e resultado operacional**. In: 4º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2004, São Paulo. *Anais...* Universidade de São Paulo: USP, 2004.

PLURI. **Relatório das Maiores Torcidas do Brasil 2013**. 2014

QUEIROZ, L. M. **Custo de capital de terceiros em empresas do segmento Novo Mercado de Governança Corporativa da BOVESPA no período de 2001 a 2005**: uma comparação de formas de apuração. 2008. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.

QUEIROZ, L.; BONIZIO, R.; BARBOSA, M. Custo de capital de terceiros em empresas do segmento novo mercado de governança corporativa da Bovespa: uma comparação de formas de apuração. **In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS, XVII, 2010, Belo Horizonte**. Sustentabilidade além da mensuração de custos. Belo Horizonte: Associação Brasileira de Custos, 2010.

RAFFOURNIER, B. The determinants of voluntarily disclosure by Swiss listed companies. **European Accounting Review**, v. 4, p. 261-280, 1995.

REIS, C. M. N. **Métrica de desempenho operacional: um estudo do EBITDA no gerenciamento de segmentos**. 2014. 66 f. Faculdade de Administração e Finanças, Dissertação (Mestrado) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014.

REZENDE, A. J. Uma Análise da Evidenciação dos Direitos Federativos nas Demonstrações Contábeis dos Clubes de Futebol Brasileiros. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 6, n. 3, p. 229–245, 2012.

REZENDE, A. J. Uma análise da evidenciação dos direitos federativos nas demonstrações contábeis dos clubes de futebol brasileiros, **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 6, n. 3, p. 229–245, 2012.

REZENDE, A. J.; FACURE, C. E. F.; DALMÁCIO, F. Z. Práticas de governança corporativa em organizações sem fins lucrativos." **In: Congresso USP Controladoria e Contabilidade**, vol. 9. 2009.

RIBEIRO, M. S.; CUNHA, J. V. A. Divulgação voluntária de informações de natureza social: um estudo nas empresas brasileiras. **RAUSP Eletrônica**, v.1, n.1, art.6, 2008.

RIVA, E. D. **Adoção do padrão contábil internacional nas pequenas e médias empresas e seus efeitos na concessão de crédito**. 2013. 178 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

ROBERTS, R. W. Determinants of corporate social responsibility disclosure: An application of stakeholder theory. **Accounting, Organizations and Society**, v. 17, n. 6, p. 595–612, ago. 1992.

ROSA, M. S. S. **Mercado e desempenho operacional contábil de longo prazo**. 2011. 102 f. Dissertação (mestrado) – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Brasília, 2011.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JORDAN, B. **Princípios da administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2000.

ROVER, S. **Disclosure ambiental de empresas potencialmente poluidoras: características da informação ambiental e explicações para a divulgação voluntária no Brasil**. 2009. 98 f. Dissertação (Mestrado)- Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2009.

ROVER, S. **Disclosure socioambiental e custo de capital próprio de companhias abertas no Brasil**. 2013. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

SALMASI, S. V. **Governança corporativa e custo de capital próprio no brasil**. 2007. 130 f. Dissertação (Mestrado) Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

SALOTTI, B.; YAMAMOTO, M. Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 48, n. 19, p. 37–49, 2008.

SALOTTI, B.; YAMAMOTO, M. Ensaio sobre a teoria da divulgação. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 53–70, 2005.

SALOTTI, B. M. **Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro**. 2005. 118 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

SANKAR, M. R.; SUBRAMANYAM, K. R. Reporting discretion and private information communication through earnings. **Journal of Accounting Research**. v. 39 n. 2, p. 365–386, 2001.

SENGUPTA, P. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The Accounting Review**, v. 73, n. 4, p. 459-474, 1998.

SILVA, C. A. T.; TEIXEIRA, H. M.; NIYAMA, J. K. **Evidenciação Contábil em Entidades Desportivas**. In: 6º Congresso de Iniciação Científica em Contabilidade, 2009, São Paulo. Anais... Universidade de São Paulo: 2009.

SILVA, R. L. M. **Divulgação de informações e liquidez de ações: evidências do setor de Siderurgia e Metalurgia do Brasil**. 2009 Dissertação (Mestrado) Faculdade de Economia,

Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2009.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedades: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo. Originalmente apresentada como tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2004

SOUZA, J. A. E. **Informações sobre segmentos operacionais no Brasil: práticas e determinantes de divulgação**. 2013. 101 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2013.

STOCKEN, P. C.; VERRECCHIA, R. E. Disclosure Management. **The Accounting Review**, v. 79, n. 4, p. 1181–1203, 2004.

STROBL, G. Earnings Manipulation and the Cost of Capital. **Journal of Accounting Research**, v. 51, n. 2, p. 449-473 , 2013.

TEIXEIRA, A. J. **Financial value added – FVA: uma nova ferramenta para a medição do desempenho financeiro das empresas**. 2010. 160 f. Dissertação (Mestrado – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Estadual do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.

TORRES, L.; PINA, V. Accounting for accountability and management in NPOs. A comparative study of four countries: Canada, the United Kingdom, the USA and Spain. **Financial Accountability & Management**, v. 19, n. 3, p. 265-285, 2003.

VERGARA, S. C. **Métodos de pesquisa em Administração**. 5ª Ed. São Paulo: Atlas, 2012.

VERRECCHIA, R. E. Discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, p. 179-194, 1983.

_____. Information quality and discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 12, n. 4, p. 365-380, 1990.

_____. *Disclosure and the cost of capital: A discussion*. **Journal of Accounting & Economics**. v. 26, n. 1, p. 271-283, 1999.

_____. *Essays on Disclosure*. **Journal of Accounting & Economics**. v. 32, n. 1, p. 97-180, 2001.

WATSON, A.; MARSTON, C. Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK. **British Accounting Review**, v. 34, n. 4, p. 289-313, 2002.

WALLACE, O.; NASER, K. Firm specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 14, n. 4, p. 311-368, 1996.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à Econometria**. São Paulo: Cengage, 2011.

YAMAMOTO, M. M. **Teoria da divulgação aplicada ao mercado de capitais brasileiro sob a perspectiva da governança corporativa**. Tese de Livre Docência apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

ZHANG, G.; KONG, H. Private Information Production , Public Disclosure , and the Cost of Capital : Theory and Implications. **Contemporary Accounting Research**, v. 18, n. 2, p. 363-384, 2001.

APÊNDICES

Apêndice I – Clubes com maiores torcidas do Brasil (Habitantes)

São Paulo	Número de Torcedores
Corinthians	26.235.000
São Paulo	16.902.000
Palmeiras	12.827.000
Santos	5.505.000
Ponte Preta	190.000
Guarani	168.000
Portuguesa	138.000
Rio de Janeiro	Número de Torcedores
Flamengo	30.499.000
Vasco	9.148.000
Botafogo	2.904.000
Fluminense	2.897.000
Minas Gerais	
Cruzeiro	6.867.000
Atlético-MG	4.776.000
América-MG	68.000
Rio Grande do Sul	Número de Torcedores
Grêmio	7.008.000
Internacional	6.064.000
Caxias	93.000
Juventude	78.000
Bahia	
Bahia	2.541.000
Vitória	2.130.000
Pernambuco	Número de Torcedores
Sport	2.300.000
Santa Cruz	1.429.000
Náutico	882.000
Ceará	
Ceará	1.094.000
Fortaleza	909.000
Paraná	Número de Torcedores
Atlético-PR	1.237.000
Coritiba	1.107.000
Paraná	317.000
Santa Catarina	Número de Torcedores
Avai	496.000
Figueirense	424.000
Joinville	172.000
Criciúma	122.000
Chapecoense	64.000

Goiás	Número de Torcedores
Goiás	847.000
Vila Nova	590.000
Atlético-GO	182.000

Rio Grande do Norte	Número de Torcedores
ABC	103.000
América-RN	78.000

Alagoas	Número de Torcedores
CRB	111.000
CSA	85.000

APÊNDICE 2 – Mensagem enviada aos clubes solicitando as DFPs

São Paulo, XX de XXXXXX de 2014

À Diretoria do XXXXXXXXXXX

Prezados (as) Senhores (as),

Sou estudante do Mestrado Profissional em Administração – Gestão do Esporte na Universidade Nove de Julho (UNINOVE), em São Paulo – Capital. Estou desenvolvendo minha dissertação, intitulada “Influência do Disclosure Voluntário sobre o Custo de Capital de Terceiros dos Clubes de Futebol do Brasil”, sob a orientação do Professor Dr. Júlio Araújo Carneiro da Cunha.

O *Disclosure* é um dos pilares da Governança Corporativa e se encarrega de tratar da divulgação das informações contábeis e financeiras das empresas. A dissertação se propõe a estudar qual a influência do nível de disclosure voluntário no custo de capital de terceiros dos clubes de futebol no Brasil. O trabalho objetiva mensurar a relação entre estas duas variáveis. O período de análise compreende as demonstrações financeiras dos clubes de maior torcida no Brasil e serão estudadas relativas aos anos de 2007 a 2013.

Para que eu possa prosseguir com minha pesquisa, é necessário que eu tenha acesso às Demonstrações Financeiras dos Clubes de Futebol brasileiros que fazem parte da amostra. Dessa forma, gostaria de contar com a colaboração de Vv. Sas., no sentido de fornecer cópias das demonstrações contábeis desse Clube, relativas ao período mencionado. Após a conclusão do trabalho, me comprometo a enviar um sumário executivo com um resumo dos dados obtidos, com a respectiva interpretação, a fim de contribuir com a tomada de decisão por esse Clube.

Coloco-me à disposição para eventuais esclarecimentos e prestação de informações complementares, pelos meios de contato mencionados abaixo, além do e-mail do Prof. Dr. Júlio Cunha (juliocunha@yahoo.com), meu orientador.

Atenciosamente,

Erivaldo da Silva Carneiro Júnior
Perfil Lattes: <http://lattes.cnpq.br/3345386610238714>
E-mail: Erivaldo_carneiro@yahoo.com.br
Tel. (11) 99432-7333.

Apêndice 3 – Receita Operacional Bruta

Ano	Clube	Receita (R\$)
2008	Atlético - MG	54.614.393,00
2009	Atlético - MG	66.126.245,00
2010	Atlético - MG	93.290.042,00
2011	Atlético - MG	99.800.535,00
2012	Atlético - MG	162.962.657,00
2008	Atletico - PR	30.302.491,00
2009	Atletico - PR	39.589.342,00
2010	Atletico - PR	44.700.222,00
2011	Atletico - PR	44.041.553,00
2012	Atletico - PR	56.910.063,00
2008	Botafogo	51.356.465,00
2009	Botafogo	44.136.515,00
2010	Botafogo	52.699.420,00
2011	Botafogo	58.901.308,00
2012	Botafogo	119.000.000,00
2008	Corinthians	117.521.000,00
2009	Corinthians	181.042.000,00
2010	Corinthians	212.633.000,00
2011	Corinthians	290.489.000,00
2012	Corinthians	324.687.000,00
2008	Coritiba	37.659.922,00
2009	Coritiba	41.374.287,00
2010	Coritiba	30.696.209,00
2011	Coritiba	66.468.024,00
2012	Coritiba	86.757.385,00
2008	Cruzeiro	94.087.443,66
2009	Cruzeiro	121.339.489,21
2010	Cruzeiro	101.391.256,88
2011	Cruzeiro	128.691.824,72
2012	Cruzeiro	120.362.723,76
2008	Figueirense	28.103.614,00
2009	Figueirense	17.713.839,00
2010	Figueirense	16.865.877,00
2011	Figueirense	40.662.376,00
2012	Figueirense	41.029.834,00
2008	Flamengo	117.906.961,00
2009	Flamengo	120.021.892,00
2010	Flamengo	128.557.577,00
2011	Flamengo	147.139.025,00
2012	Flamengo	198.676.705,00
2008	Fluminense	66.456.000,00

2009	Fluminense	61.261.000,00
2010	Fluminense	76.822.000,00
2011	Fluminense	80.174.000,00
2012	Fluminense	144.029.000,00
2008	Goiás	20.242.293,00
2009	Goiás	29.913.572,00
2010	Goiás	30.362.985,00
2011	Goiás	18.493.657,40
2012	Goiás	53.125.110,39
2008	Grêmio	87.455.000,00
2009	Grêmio	94.786.000,00
2010	Grêmio	103.203.000,00
2011	Grêmio	102.702.569,00
2012	Grêmio	177.811.000,00
2008	Guarani	4.903.474,00
2009	Guarani	15.480.563,00
2010	Guarani	22.032.974,00
2011	Guarani	14.488.539,00
2012	Guarani	26.722.000,00
2008	Internacional	132.915.790,00
2009	Internacional	166.813.364,00
2010	Internacional	166.985.485,00
2011	Internacional	188.252.677,00
2012	Internacional	252.861.494,00
2008	Juventude	11.427.081,96
2009	Juventude	8.248.726,97
2010	Juventude	9.107.978,06
2011	Juventude	5.783.807,95
2012	Juventude	10.160.338,09
2008	Palmeiras	112.728.743,00
2009	Palmeiras	95.065.000,00
2010	Palmeiras	126.925.000,00
2011	Palmeiras	146.141.000,00
2012	Palmeiras	241.154.000,00
2008	Paraná	16.427.307,14
2009	Paraná	11.744.000,00
2010	Paraná	12.947.000,00
2011	Paraná	19.172.000,00
2012	Paraná	15.185.000,00
2008	Ponte Preta	12.430.427,00
2009	Ponte Preta	16.048.233,00
2010	Ponte Preta	19.061.239,00
2011	Ponte Preta	16.319.299,00
2012	Ponte Preta	30.100.326,00
2008	Santos	65.341.269,00

2009	Santos	70.377.642,00
2010	Santos	116.508.000,00
2011	Santos	189.113.000,00
2012	Santos	197.837.000,00
2008	São Paulo	157.971.000,00
2009	São Paulo	172.884.000,00
2010	São Paulo	194.708.000,00
2011	São Paulo	224.631.000,00
2012	São Paulo	282.893.000,00
2008	Vasco	52.023.000,00
2009	Vasco	84.817.299,00
2010	Vasco	83.558.488,00
2011	Vasco	137.067.136,00
2012	Vasco	146.187.015,00

Apêndice 4 – Liquidez Corrente

Clube	Ano	Ativo Circulante (R\$)	Passivo Circulante (R\$)	Liquidez Corrente
Atlético - MG	2008	6.205.461,00	51.729.301,00	0,119960272
Atlético - MG	2009	4.587.405,00	46.530.673,00	0,098588838
Atlético - MG	2010	9.608.567,00	84.774.994,00	0,113341996
Atlético - MG	2011	21.354.022,00	113.331.291,00	0,188421237
Atlético - MG	2012	18.377.329,00	78.942.147,00	0,232794897
Atletico - PR	2008	10.193.309,00	22.555.572,00	0,451919774
Atletico - PR	2009	12.240.781,00	15.381.567,00	0,79580845
Atletico - PR	2010	19.458.545,00	20.526.505,00	0,947971659
Atletico - PR	2011	55.303.596,00	43.351.588,00	1,275699428
Atletico - PR	2012	104.010.574,00	97.286.552,00	1,069115637
Botafogo	2008	3.789.816,00	50.124.893,00	0,075607463
Botafogo	2009	3.938.353,00	70.160.597,00	0,056133402
Botafogo	2010	7.422.308,00	93.220.376,00	0,079621091
Botafogo	2011	56.481.878,00	225.487.565,00	0,250487773
Botafogo	2012	22.248.000,00	214.461.000,00	0,103739141
Corinthians	2008	72.629.000,00	106.999.000,00	0,678782045
Corinthians	2009	101.121.000,00	153.840.000,00	0,657312793
Corinthians	2010	136.013.000,00	188.438.000,00	0,721791783
Corinthians	2011	188.531.000,00	289.310.000,00	0,651657392
Corinthians	2012	245.702.000,00	398.917.000,00	0,61592261
Coritiba	2008	1.489.920,00	12.869.639,00	0,115770147
Coritiba	2009	2.334.443,00	22.669.603,00	0,102976792
Coritiba	2010	5.263.617,00	42.758.468,00	0,12310116
Coritiba	2011	5.259.362,00	50.048.566,00	0,105085169
Coritiba	2012	7.488.218,00	59.834.460,00	0,125148919
Cruzeiro	2008	36.059.189,56	39.772.047,76	0,906646542
Cruzeiro	2009	69.458.335,47	104.904.954,63	0,662107292
Cruzeiro	2010	62.184.521,35	111.957.758,69	0,555428423
Cruzeiro	2011	84.840.029,06	144.569.376,98	0,586846474
Cruzeiro	2012	94.438.180,62	133.937.576,14	0,705091008
Figueirense	2008	3.508.549,00	4.811.434,00	0,729210668
Figueirense	2009	1.022.756,00	5.605.703,00	0,182449195
Figueirense	2010	813.031,00	8.997.787,00	0,090358996
Figueirense	2011	28.463.837,00	44.960.734,00	0,633082125
Figueirense	2012	3.761.154,00	23.916.407,00	0,157262502
Flamengo	2008	26.562.861,00	148.996.716,00	0,178278164
Flamengo	2009	23.606.517,00	151.009.949,00	0,15632425
Flamengo	2010	74.492.163,00	224.869.309,00	0,331268697
Flamengo	2011	203.869.020,00	342.142.576,00	0,595859838
Flamengo	2012	60.904.173,00	300.678.426,00	0,202555846

Fluminense	2008	7.190.000,00	127.533.000,00	0,056377565
Fluminense	2009	1.840.000,00	139.795.000,00	0,01316213
Fluminense	2010	6.035.000,00	173.135.000,00	0,034857192
Fluminense	2011	17.523.000,00	111.514.000,00	0,15713722
Fluminense	2012	39.842.000,00	142.551.000,00	0,279492953
Goiás	2008	5.176.767,00	16.572.402,00	0,312372763
Goiás	2009	7.505.453,00	31.774.368,00	0,23621093
Goiás	2010	3.860.944,00	37.659.157,00	0,102523378
Goiás	2011	5.981.590,01	46.866.243,77	0,127631095
Goiás	2012	13.663.873,94	46.504.965,86	0,293815374
Grêmio	2008	25.078.000,00	48.906.000,00	0,512779618
Grêmio	2009	18.630.000,00	69.153.000,00	0,269402629
Grêmio	2010	11.037.000,00	74.609.000,00	0,147931215
Grêmio	2011	17.409.079,00	100.815.231,00	0,172683024
Grêmio	2012	39.872.000,00	8.608.300,00	4,631808836
Guarani	2008	486.742,00	10.970.629,00	0,044367739
Guarani	2009	555.201,00	19.601.014,00	0,028325116
Guarani	2010	1.071.615,00	31.020.958,00	0,034544871
Guarani	2011	548.455,00	92.113.000,00	0,005954154
Guarani	2012	8.057.000,00	103.440.000,00	0,077890565
Internacional	2008	33.814.919,00	54.987.042,00	0,614961594
Internacional	2009	56.788.367,00	91.290.676,00	0,622060976
Internacional	2010	73.711.909,00	107.026.282,00	0,688727176
Internacional	2011	88.648.152,00	155.365.624,00	0,570577646
Internacional	2012	64.544.803,00	152.388.531,00	0,423554204
Juventude	2008	21.265.352,17	8.167.991,04	2,603498469
Juventude	2009	10.713.658,64	15.136.675,83	0,707794681
Juventude	2010	4.559.247,94	11.316.986,25	0,402867675
Juventude	2011	296.611,51	14.292.845,35	0,020752447
Juventude	2012	2.230.761,91	16.448.848,33	0,135618121
Palmeiras	2008	12.532.369,00	46.699.565,00	0,268361579
Palmeiras	2009	14.677.000,00	76.237.000,00	0,192518069
Palmeiras	2010	24.166.000,00	114.345.000,00	0,211342866
Palmeiras	2011	105.495.000,00	210.195.000,00	0,501891101
Palmeiras	2012	89.058.000,00	267.199.000,00	0,333302146
Paraná	2008	3.333.113,46	11.476.609,44	0,29042667
Paraná	2009	1.075.000,00	23.525.000,00	0,045696068
Paraná	2010	1.366.000,00	29.610.000,00	0,046133063
Paraná	2011	1.936.000,00	29.352.000,00	0,065958027
Paraná	2012	2.479.000,00	33.013.000,00	0,075091631
Ponte Preta	2008	297.690,00	57.681.491,00	0,005160928
Ponte Preta	2009	404.060,00	81.603.074,00	0,004951529
Ponte Preta	2010	5.401.667,00	95.724.014,00	0,056429591
Ponte Preta	2011	3.797.120,00	105.896.590,00	0,035856868
Ponte Preta	2012	1.270.021,00	126.440.571,00	0,010044411

Santos	2008	24.078.080,00	84.099.164,00	0,286305819
Santos	2009	19.825.616,00	104.643.212,00	0,189459169
Santos	2010	25.068.000,00	109.299.000,00	0,22935251
Santos	2011	49.788.000,00	149.868.000,00	0,332212347
Santos	2012	10.313.000,00	111.843.000,00	0,092209615
São Paulo	2008	65.958.000,00	84.666.000,00	0,77903763
São Paulo	2009	60.819.000,00	84.891.000,00	0,716436371
São Paulo	2010	58.458.000,00	85.709.000,00	0,68205206
São Paulo	2011	70.461.000,00	122.622.000,00	0,574619563
São Paulo	2012	68.075.000,00	215.625.000,00	0,315710145
Vasco	2008	33.122.000,00	98.208.000,00	0,337263767
Vasco	2009	81.221.752,00	134.097.911,00	0,605689913
Vasco	2010	85.513.369,00	171.214.776,00	0,499450871
Vasco	2011	80.334.914,00	214.210.363,00	0,37502814
Vasco	2012	100.448.263,00	266.701.262,00	0,376632125

Apêndice 5 - Disclosure

Ano	Clube	Disclosure
2008	Atlético - MG	0,068493151
2009	Atlético - MG	0,068493151
2010	Atlético - MG	0,068493151
2011	Atlético - MG	0,068493151
2012	Atlético - MG	0,068493151
2008	Atletico - PR	0,164383562
2009	Atletico - PR	0,136986301
2010	Atletico - PR	0,273972603
2011	Atletico - PR	0,205479452
2012	Atletico - PR	0,260273973
2008	Botafogo	0,068493151
2009	Botafogo	0,095890411
2010	Botafogo	0,082191781
2011	Botafogo	0,054794521
2012	Botafogo	0,068493151
2008	Corinthians	0,344246
2009	Corinthians	0,520548
2010	Corinthians	0,630137
2011	Corinthians	0,60274
2012	Corinthians	0,60274
2008	Coritiba	0,02739726
2009	Coritiba	0,02739726
2010	Coritiba	0,02739726
2011	Coritiba	0,068493151
2012	Coritiba	0,150684932
2008	Cruzeiro	0,164383562
2009	Cruzeiro	0,150684932
2010	Cruzeiro	0,178082192
2011	Cruzeiro	0,095890411
2012	Cruzeiro	0,068493151
2008	Figueirense	0,054794521
2009	Figueirense	0,054794521
2010	Figueirense	0,068493151
2011	Figueirense	0,123287671
2012	Figueirense	0,095890411
2008	Flamengo	0,068493151
2009	Flamengo	0,054794521
2010	Flamengo	0,068493151
2011	Flamengo	0,054794521
2012	Flamengo	0,123287671
2008	Fluminense	0,109589041
2009	Fluminense	0,123287671

2010	Fluminense	0,095890411
2011	Fluminense	0,191780822
2012	Fluminense	0,246575342
2008	Goiás	0,109589041
2009	Goiás	0,095890411
2010	Goiás	0,109589041
2011	Goiás	0,068493151
2012	Goiás	0,109589041
2008	Grêmio	0,123287671
2009	Grêmio	0,123287671
2010	Grêmio	0,095890411
2011	Grêmio	0,109589041
2012	Grêmio	0,01369863
2008	Guarani	0,136986301
2009	Guarani	0,068493151
2010	Guarani	0,123287671
2011	Guarani	0,082191781
2012	Guarani	0,082191781
2008	Internacional	0,123288
2009	Internacional	0,178082
2010	Internacional	0,191781
2011	Internacional	0,164384
2012	Internacional	0,19178
2008	Juventude	0,123287671
2009	Juventude	0,109589041
2010	Juventude	0,109589041
2011	Juventude	0,109589041
2012	Juventude	0,109589041
2008	Palmeiras	0,219178082
2009	Palmeiras	0,164383562
2010	Palmeiras	0,178082192
2011	Palmeiras	0,150684932
2012	Palmeiras	0,178082192
2008	Paraná	0,095890411
2009	Paraná	0,095890411
2010	Paraná	0,068493151
2011	Paraná	0,082191781
2012	Paraná	0,109589041
2008	Ponte Preta	0,136986301
2009	Ponte Preta	0,109589041
2010	Ponte Preta	0,123287671
2011	Ponte Preta	0,054794521
2012	Ponte Preta	0,136986301
2008	Santos	0,301369863
2009	Santos	0,054794521

2010	Santos	0,082191781
2011	Santos	0,109589041
2012	Santos	0,191780822
2008	São Paulo	0,232876712
2009	São Paulo	0,287671233
2010	São Paulo	0,301369863
2011	São Paulo	0,273972603
2012	São Paulo	0,260273973
2008	Vasco	0,246575342
2009	Vasco	0,301369863
2010	Vasco	0,383561644
2011	Vasco	0,178082192
2012	Vasco	0,082191781

Apêndice 6 – Despesas financeiras, passivo financeiro médio e custo de capital de terceiros

Clube	Ano	Despesas Financeiras (R\$)	Passivo Financeiro Médio (R\$)	Kd_
Atlético - MG	2009	10.731.693,00	114.243.111,50	0,061998639
Atlético - MG	2010	4.000.510,00	127.489.726,50	0,020710191
Atlético - MG	2011	3.525.950,00	141.473.215,00	0,016449241
Atlético - MG	2012	17.390.756,00	159.199.043,00	0,072097789
Atlético - MG	2013	24.010.930,00	170.294.901,50	0,093057477
Atletico - PR	2009	3.493.476,00	8.256.927,50	0,2792436
Atletico - PR	2010	4.314.461,00	4.433.269,00	0,642312537
Atletico - PR	2011	1.345.157,00	1.604.985,00	0,553153843
Atletico - PR	2012	5.508.429,00	22.383.081,50	0,162424604
Atletico - PR	2013	7.859.821,00	127.529.631,50	0,040676679
Botafogo	2009	1.463.647,00	11.777.775,00	0,082019483
Botafogo	2010	10.754.080,00	26.137.318,00	0,271553983
Botafogo	2011	12.048.915,00	46.984.557,50	0,16925314
Botafogo	2012	15.931.000,00	67.371.048,00	0,15606793
Botafogo	2013	14.583.000,00	83.983.000,00	0,114603908
Corinthians	2009	7.631.000,00	45.790.000,00	0,109990391
Corinthians	2010	12.811.000,00	51.245.000,00	0,16499678
Corinthians	2011	33.848.000,00	58.544.000,00	0,381587866
Corinthians	2012	55.846.000,00	44.045.000,00	0,836834147
Corinthians	2013	8.118.000,00	34.672.500,00	0,154528228
Coritiba	2009	3.369.940,00	14.138.836,00	0,157308593
Coritiba	2010	2.663.150,00	13.547.229,00	0,12974454
Coritiba	2011	5.688.696,00	17.888.157,50	0,209889664
Coritiba	2012	8.201.511,00	22.566.393,50	0,239869843
Coritiba	2013	10.593.891,00	31.873.850,50	0,219363772
Cruzeiro	2009	6.677.055,44	22.602.094,10	0,194975588
Cruzeiro	2010	4.549.937,10	32.202.593,40	0,09325207
Cruzeiro	2011	10.088.647,95	37.942.470,65	0,175489564
Cruzeiro	2012	10.202.571,91	35.523.820,59	0,189554427
Cruzeiro	2013	8.296.915,59	32.213.038,46	0,169992169
Figueirense	2009	876.800,00	1.002.149,50	0,577446778
Figueirense	2010	1.747.868,00	3.330.252,00	0,346398074
Figueirense	2011	3.566.643,00	8.015.700,50	0,293671698
Figueirense	2012	4.099.690,00	12.123.336,00	0,223189013
Figueirense	2013	4.855.292,00	15.086.240,50	0,212411616
Flamengo	2009	21.395.769,00	36.642.946,50	0,385373145
Flamengo	2010	24.952.967,00	38.435.900,50	0,428478532
Flamengo	2011	32.570.308,00	55.960.047,50	0,384138403
Flamengo	2012	56.550.739,00	76.617.106,50	0,487143008
Flamengo	2013	54.184.026,00	98.728.272,50	0,362221036
Fluminense	2009	8.158.000,00	25.866.500,00	0,208156496

Fluminense	2010	14.246.000,00	29.300.000,00	0,320899659
Fluminense	2011	7.439.000,00	36.883.000,00	0,133116612
Fluminense	2012	29.431.000,00	42.249.000,00	0,459761415
Fluminense	2013	16.176.000,00	36.290.000,00	0,294190135
Goiás	2009	2.418.567,00	5.586.762,00	0,28572082
Goiás	2010	6.670.515,00	11.217.765,00	0,392461413
Goiás	2011	5.799.177,15	11.861.173,34	0,322687883
Goiás	2012	5.382.656,93	6.606.233,27	0,537757816
Goiás	2013	4.123.901,60	7.984.991,21	0,340861372
Grêmio	2009	26.992.000,00	10.719.000,00	1,661975931
Grêmio	2010	20.953.000,00	22.415.000,00	0,616952041
Grêmio	2011	19.889.000,00	28.643.447,00	0,458280737
Grêmio	2012	32.293.000,00	36.806.075,00	0,579072341
Grêmio	2013	36.626.000,00	50.444.128,00	0,479206619
Guarani	2009	3.585.993,00	5.176.000,50	0,457255632
Guarani	2010	3.174.372,00	8.985.282,50	0,233168575
Guarani	2011	3.883.739,00	13.172.723,00	0,194589057
Guarani	2012	115.000,00	14.233.500,00	0,00533249
Guarani	2013	5.264.000,00	8.264.000,00	0,420406583
Internacional	2009	21.882.842,00	8.533.752,50	1,692417928
Internacional	2010	23.320.388,00	15.588.390,50	0,987366597
Internacional	2011	15.480.817,00	10.404.400,50	0,982020946
Internacional	2012	18.486.106,00	1.070.969,50	11,39232253
Internacional	2013	29.027.843,00	14.859.617,00	1,289291398
Juventude	2009	188.337,06	2.418.329,82	0,051400127
Juventude	2010	523.361,61	1.537.584,86	0,224650146
Juventude	2011	1.625.902,78	503.218,09	2,13246673
Juventude	2012	2.472.593,14	1.169.489,18	1,395405368
Juventude	2013	7.207.679,82	2.318.125,90	2,052118343
Palmeiras	2009	12.655.000,00	31.894.870,50	0,261869695
Palmeiras	2010	16.330.000,00	61.310.500,00	0,175790444
Palmeiras	2011	27.973.000,00	75.474.500,00	0,244614804
Palmeiras	2012	34.904.000,00	72.057.500,00	0,319698019
Palmeiras	2013	28.570.000,00	51.119.000,00	0,368868718
Paraná	2009	856.277,27	3.358.203,09	0,16828732
Paraná	2010	1.229.000,00	6.360.571,50	0,127526277
Paraná	2011	1.128.000,00	6.221.000,00	0,119672078
Paraná	2012	687.000,00	5.806.000,00	0,078095074
Paraná	2013	1.398.000,00	6.214.500,00	0,148472122
Ponte Preta	2009	541.596,00	-	0
Ponte Preta	2010	216.548,00	-	0
Ponte Preta	2011	281.793,00	547.748,00	0,33954187
Ponte Preta	2012	1.893.215,00	1.765.869,00	0,707596034
Ponte Preta	2013	2.588.224,00	1.999.458,50	0,854345234
Santos	2009	10.109.000,00	42.085.089,50	0,061998639

Santos	2010	11.678.000,00	42.453.414,50	0,020710191
Santos	2011	7.632.000,00	38.710.500,00	0,016449241
Santos	2012	7.521.000,00	28.025.050,00	0,072097789
Santos	2013	12.652.000,00	41.419.050,00	0,093057477
São Paulo	2009	11.596.000,00	50.272.000,00	0,061998639
São Paulo	2010	12.792.000,00	62.328.500,00	0,020710191
São Paulo	2011	18.157.000,00	86.301.000,00	0,016449241
São Paulo	2012	23.973.000,00	129.471.500,00	0,072097789
São Paulo	2013	18.191.000,00	124.447.000,00	0,093057477
Vasco	2009	5.350.085,00	95.981.563,50	0,061998639
Vasco	2010	4.566.110,00	95.471.242,00	0,020710191
Vasco	2011	10.168.613,00	110.522.704,50	0,016449241
Vasco	2012	10.715.328,00	118.425.563,00	0,072097789
Vasco	2013	18.478.403,00	114.590.199,00	0,093057477

Apêndice 7 - Taxa Selic do Período Estudado

Reunião			Taxa SELIC
nº	data	Vigência	% a.a.
179 ^a	27/11/13	28/11/2013 - 15/01/2014	9,9
178 ^a	09/10/13	10/10/2013 - 27/11/2013	9,4
177 ^a	28/08/13	29/08/2013 - 09/10/2013	8,9
176 ^a	10/07/13	11/07/2013 - 28/08/2013	8,4
175 ^a	29/05/13	30/05/2013 - 10/07/2013	7,9
174 ^a	17/04/13	18/04/2013 - 29/05/2013	7,4
173 ^a	06/03/13	07/03/2013 - 17/04/2013	7,16
172 ^a	16/01/13	17/01/2013 - 06/03/2013	7,12
171 ^a	28/11/12	29/11/2012 - 16/01/2013	7,14
170 ^a	10/10/12	11/10/2012 - 28/11/2012	7,14
169 ^a	29/08/12	30/08/2012 - 10/10/2012	7,39
168 ^a	11/07/12	12/07/2012 - 29/08/2012	7,89
167 ^a	30/05/12	31/05/2012 - 11/07/2012	8,39
166 ^a	18/04/12	19/04/2012 - 30/05/2012	8,9
165 ^a	07/03/12	08/03/2012 - 18/04/2012	9,65
164 ^a	18/01/12	19/01/2012 - 07/03/2012	10,4
163 ^a	30/11/11	01/12/2011 - 18/01/2012	10,9
162 ^a	19/10/11	20/10/2011 - 30/11/2011	11,4
161 ^a	31/08/11	01/09/2011 - 19/10/2011	11,9
160 ^a	20/07/11	21/07/2011 - 31/08/2011	12,42
159 ^a	08/06/11	09/06/2011 - 20/07/2011	12,17
158 ^a	20/04/11	21/04/2011 - 08/06/2011	11,92
157 ^a	02/03/11	03/03/2011 - 20/04/2011	11,67
156 ^a	19/01/11	20/01/2011 - 02/03/2011	11,17
155 ^a	08/12/10	09/12/2010 - 19/01/2011	10,66
154 ^a	20/10/10	21/10/2010 - 08/12/2010	10,66
153 ^a	01/09/10	02/09/2010 - 20/10/2010	10,66
152 ^a	21/07/10	22/07/2010 - 01/09/2010	10,66
151 ^a	09/06/10	10/06/2010 - 21/07/2010	10,16
150 ^a	28/04/10	29/04/2010 - 09/06/2010	9,4
149 ^a	17/03/10	18/03/2010 - 28/04/2010	8,65
148 ^a	27/01/10	28/01/2010 - 17/03/2010	8,65
147 ^a	09/12/09	10/12/2009 - 27/01/2010	8,65
146 ^a	21/10/09	22/10/2009 - 09/12/2009	8,65
145 ^a	02/09/09	03/09/2009 - 21/10/2009	8,65
144 ^a	22/07/09	23/07/2009 - 02/09/2009	8,65
143 ^a	10/06/09	11/06/2009 - 22/07/2009	9,16
142 ^a	29/04/09	30/04/2009 - 10/06/2009	10,16
141 ^a	11/03/09	12/03/2009 - 29/04/2009	11,16
140 ^a	21/01/09	22/01/2009 - 11/03/2009	12,66

139 ^a	10/12/08	11/12/2008 - 21/01/2009	13,66
		Selic Média a.a.	9,93825
		Selic Média a.m.	0,82818

Fonte: Adaptado do site <http://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>

ANEXO I

Disclosure Econômico

Categoria	Subcategoria
Ambiente de Negócios	Efeitos dos eventos econômicos na empresa (taxa de juros, inflação, crises, guerra)
	Discussão do setor em que a empresa atua
	Discussão da concorrência
	Relacionamento com fornecedores
	Satisfação dos clientes
	<i>Market share</i>
	Identificação dos riscos do negócio
	Exposição cambial
Atividade Operacional	Narrativa da estória da empresa
	Estrutura organizacional
	Aspectos tecnológicos da atividade operacional
	Informações por segmento ou linha de negócio
	Utilização da capacidade produtiva
	Indicadores de eficiência
	Quantidades produzidas e/ou serviços prestados
	Unidades vendidas
Aspectos Estratégicos	Objetivos, planos e metas futuras da empresa
	Perspectiva de novos investimentos
	Principais mercados de atuação
	Perspectivas de novos mercados que a empresa pretende atuar
	Política de reinvestimento dos lucros
	Pesquisa e desenvolvimento
	Discussão da qualidade dos produtos e serviços
	Preço dos produtos e serviços da empresa
Informações Financeiras	Correção monetária
	Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)
	Informações contábeis em US GAAP ou IFRS
	Informações detalhada sobre os custos dos produtos, serviços (CMV, CPV)
	Preço ou valorização das ações por tipo (ON, PN)
	Valor de mercado
	Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)
Índices Financeiros	Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA)
	Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca)
	Indicadores de endividamento (PL - Passivo, PC-PELP)
	EBITDA
Governança Corporativa	Principais práticas de governança corporativa
	Composição do conselho fiscal
	Composição do conselho de administração
	Identificação dos principais administradores
	Remuneração dos administradores

	Remuneração dos auditores
	Principais acionistas
	Relacionamento com os investidores

Disclosure Social

Categoria	Subcategoria
Informações Financeiras Sociais	Demonstração do Valor Adicionado (DVA)
	Menções ao valor adicionado ou distribuído
	Investimentos de caráter social
	Gastos em projetos sociais
Produtos/ Serviços segurança	Produtos/serviços da empresa estão adequados às normas de
	Menção a reclamações sobre produtos e/ou serviços
Colaboradores (Não Administradores)	Número de funcionários
	Remuneração dos funcionários
	Benefícios aos funcionários
	Satisfação dos funcionários
	Informação sobre minorias na força de trabalho
	Educação e treinamento dos funcionários
	Segurança no local de trabalho
	Dados sobre acidentes de trabalho
Relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe	

Disclosure Ambiental

Categoria	Subcategoria
Políticas Ambientais	Declaração das políticas, práticas, ações atuais
	Estabelecimento de metas e objetivos ambientais
	<i>Compliance</i> com a legislação ambiental
	Parcerias, conselhos, fóruns ambientais
	Prêmios e participações em índices ambientais
Gestão e Auditoria Ambiental	Gestão ambiental
	ISOs 9000
	Auditoria Ambiental
Impactos dos Produtos e Processos no Meio Ambiente	Desperdícios e resíduos
	Processo de acondicionamento (embalagem)
	Reciclagem
	Desenvolvimento de produtos ecológicos
	Uso eficiente e/ou reutilização da água
	Impacto no meio ambiente (vazamentos, derramamentos, terra utilizada etc.)
	Reparos aos danos ambientais
Energia	Conservação e/ou utilização mais eficiente nas operações
	Utilização de materiais desperdiçados na produção de energia
	Desenvolvimento ou exploração de novas fontes de energia

Informações Financeiras Ambientais	Investimentos ambientais
	Custos e/ou despesas ambientais
	Passivos ambientais
	Práticas contábeis de itens ambientais
	Seguro ambiental
	Ativos ambientais intangíveis
Educação e Pesquisa Ambiental	Educação ambiental (internamente e/ou comunidade)
	Pesquisas relacionadas ao meio ambiente
Mercado de Créditos de Carbono	Projetos de Mecanismos de Desenvolvimento Limpo (MDL)
	Créditos de carbono
	Emissão de Gases do Efeito Estufa (GEE)
	Certificados de Emissões Reduzidas (CER)
Outras Informações Ambientais	Menção relativa à sustentabilidade ou desenvolvimento sustentável
	Gerenciamento de florestas e/ou reflorestamento
	Conservação da biodiversidade
	Relacionamento ambiental com <i>stakeholders</i>