

Superávit *versus* endividamento: as teorias *pecking order* e *trade off* aplicadas aos clubes de futebol brasileiros

Surplus versus debt: the theories *pecking order* and *trade off* applied to brazilian football clubs

Nadielli Galvão

Universidade Federal de Sergipe

Resumo

O objetivo do presente estudo foi averiguar a relação entre superávit e endividamento nos clubes de futebol brasileiros. Para isso, foram analisados o balanço patrimonial e a demonstração de resultado referentes ao período entre 2012 e 2014, de 24 organizações esportivas participantes da série A e B do campeonato brasileiro em 2016. A análise de correspondência e o coeficiente de correlação de Pearson foram adotados como forma de alcançar o objetivo traçado para o estudo com base nas teorias *pecking order* e *trade off*. Verificou-se que o endividamento geral dos clubes de futebol tem aumentado, crescendo assim a dependência por recursos externos, ao mesmo tempo em que, a geração de superávit tem piorado, visto que os clubes fecharam com déficit médio tanto em 2013 como em 2014, destacando-se apenas o Corinthians e Bragantino como clubes que conseguiram fechar seus demonstrativos contábeis com superávit nos três anos analisados. Verificou-se certo alinhamento da situação encontrada nos clubes ao pressuposto da teoria *pecking order* de que quanto maior o lucro, menor o endividamento organizacional, visto que a maioria dos clubes com alto endividamento apresentou geração de superávit ruim, enquanto as organizações esportivas com endividamento baixo, em sua maioria, apresentaram superávit considerado bom.

Palavras-chave: Endividamento. Clubes de Futebol. *Pecking order*. *Trade off*.

Abstract

The aim of this study was to investigate the relationship between surplus and debt in Brazilian football clubs. For this, we analyzed the balance sheet and income statement for the period between 2012 and 2014, 24 sports organizations participating in the series A and B of the Brazilian Championship in 2016. The correspondence analysis and Pearson correlation coefficient were adopted as a way to achieve the goal set for the study based on the theories *pecking order* and *trade off*. It was found that the overall indebtedness of football clubs has increased, thus increasing dependence on external resources, at the same time, the generation of surplus has worsened since the clubs closed with average deficit both in 2013 as in 2014, highlighting only the Corinthians and Bragantino as clubs were able to close its financial statements with a surplus in the three years

analyzed. There was a certain alignment of the situation found in the clubs to the assumption of the theory pecking order that the higher the income, the lower the organizational debt, as most clubs with high debt showed a generation of bad surplus, while sports organizations with debt down mostly, a surplus considered good.

Keywords: Indebtedness. Pecking order. Soccer clubs. Trade off.

1 INTRODUÇÃO

O endividamento dos clubes de futebol brasileiros já é algo por demais conhecido. Para tentar reverter essa situação, algumas medidas já foram projetadas e implementadas, inclusive no âmbito legislativo. A mais recente veio por meio da Lei 13.155 de 2015, mais conhecida como Profut. As obrigações trabalhistas com atletas e demais funcionários, inclusive o FGTS, e obrigações tributárias federais vencidas a partir da data de publicação da lei são o foco de ajuste do Profut. Além do endividamento, outro percalço na situação financeira dos clubes são os resultados deficitários divulgados em seus demonstrativos contábeis (PEREIRA, 2015).

Como forma de explicar o endividamento das organizações de uma forma geral tem-se a teoria *Pecking Oder*. Uma de suas hipóteses traz que quanto mais lucrativa uma organização, menos endividada ela será (PEROBELLI; FAMÁ, 2003; SILVA; VALLE, 2008). Contrária a ela, tem-se a teoria *trade off* cuja base argumenta que empresas mais lucrativas tendem a ser mais endividadas (IARA; 2013)

Diante destes aspectos, a questão que norteia esta pesquisa é: “**Qual a relação entre geração de superávit e o endividamento geral dos clubes de futebol brasileiros?**”. Dessa forma, o objetivo da pesquisa é averiguar, especificamente nessas organizações esportivas, as hipóteses apresentadas nas teorias *pecking order* e *trade off* quanto à geração de lucro e o endividamento, filtrando para o endividamento geral.

Sabe-se que os clubes de futebol ainda são, em sua maioria, considerados entidades sem fins lucrativos. Dessa forma, pode surgir o questionamento se as teorias *pecking order* e *trade off*, que estudam, em parte, o lucro empresarial, podem ser aplicadas em entidades sem fins lucrativos. Diante disso, recorre-se ao comentário de Nakamura (2015) quando este afirmou que as teorias e associações da área de finanças podem ser aplicadas aos clubes de futebol, mesmo se estes ainda estejam atuando sem a finalidade de lucro. O autor supracitado destaca essa possibilidade

justificando que as atuais demandas deste setor têm exigido, por parte das organizações esportivas, um perfil gerencial que se assemelhe aos padrões dos demais ramos de negócio.

A discussão sobre o endividamento das organizações esportivas encontra-se em um momento favorável diante da nova proposta oferecida pelo governo federal como subsídio para pagamento de dívidas trabalhistas e federais por parte dessas organizações, o que reforça a relevância de estudos como este.

A importância do estudo também reside no fato de procurar uma possível explicação para o alto endividamento dos clubes de futebol. Outros estudos analisaram as obrigações dessas organizações, no entanto, motivos que levam uma entidade a ser mais endividada que outras ainda não foram investigados.

Ressalta-se ainda que os altos prejuízos nos demonstrativos contábeis dos clubes, mesmo com o elevado valor das receitas necessita de um olhar cuidadoso por parte dos pesquisadores. E nesse aspecto, a relevância do presente estudo urge no que tange à procura pela possível relação entre resultados apresentados por estas organizações e o endividamento. Sabe-se que déficit e endividamento constituem dois elementos que afligem as organizações esportivas e estudos que analisem estes aspectos são bem-vindos no contexto brasileiro.

Espera-se que este trabalho possa trazer luz sobre o tema e que proporcione um debate quanto à gestão dos recursos nas entidades desportivas, diante da crise financeira que vem assombrando essas organizações há anos, o que destaca a urgente necessidade de mudança na postura dessas organizações.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Nesta seção serão apresentados os conceitos necessários para a completa compreensão do trabalho. A mesma está dividida em dois subtópicos, sendo o primeiro destinado à apresentação conceitual das teorias *pecking order* e *trade off*, e a segunda discute a questão do endividamento dos clubes de futebol brasileiros.

2.1 O ENDIVIDAMENTO ORGANIZACIONAL

O campo que estuda o endividamento é denominado de estrutura de capital, o qual analisa o lado direito do balanço patrimonial das organizações, em termos de seu capital próprio e a captação de capital de terceiros (BRESSA Net al. 2009). Pode-se conceituar estrutura de capital como a forma que empresas financiam seus ativos, combinando seu capital próprio, fornecido pelos seus sócios e acionistas e o capital de terceiros, oriundo de recursos oferecidos por credores (Donato, 2011).

Para analisar a estrutura de capital, ou o endividamento, organizacional, faz-se necessário recorrer a um grupo de indicadores financeiros, os quais são devidamente apresentados por Azzolin (2012) e sintetizados no quadro 1.

Quadro 1 - Indicadores de estrutura de capital.

Indicador	Fórmula	Informação fornecida
Quociente de composição do endividamento	$\frac{\text{Passivo circulante}}{\text{Passivo total}} \times 100\%$	Percentual de dívidas da empresa corresponde às de curto prazo.
Endividamento geral	$\frac{\text{Passivo total}}{\text{Passivo total} + \text{Patrimônio líquido}} \times 100\%$	Porcentagem que o endividamento representa sobre todas as fontes de recursos.
Participação de terceiros sobre o capital próprio	$\frac{\text{Passivo total}}{\text{Patrimônio líquido}} \times 100\%$	Se os recursos provenientes de terceiros superam os recursos originários dos acionistas

Fonte: Adaptado de Azzolin (2012).

O índice de composição do endividamento revela o perfil da utilização do capital de terceiros, ressaltando que quanto maior este item maior será a necessidade de caixa para saldar os compromissos de curto prazo, pois será destacada uma proporção maior de passivos circulantes em relação ao total de passivos organizacionais (SANTOS, 2009). Comumente, prefere-se que a empresa possua mais dívidas de longo prazo, pois estas permitem que a empresa se prepare e realize um planejamento para gerar recursos a fim de saldá-las, diferentemente dos passivos de curto prazo que exigem recursos imediatos para pagamento (PIRES; 2011).

Já o endividamento geral permite identificar se a empresa tem maior dependência por capital próprio ou capital de terceiros o que significa que quanto maior este indicador maior será o risco oferecido às instituições financeiras na concessão de crédito, exceto quando esse endividamento é mais representativo no longo prazo, ou mesmo quando é de curto prazo, este seja composto por passivos não onerosos (LIMEIRA et al., 2015).

Por fim, o indicador de participação de terceiros sobre o capital próprio evidencia a dependência por capital de agentes externos para financiar as atividades da organização em detrimento da disponibilidade dos recursos internos (MÜLLER; ANTONIK, 2007).

Mas, além de entender o endividamento organizacional, diversos estudos têm se debruçado em compreender quais fatores levam determinadas empresas a serem mais endividadas que outras. Dentre essas explicações, destacam-se as apresentadas pelas teorias *pecking order* e *trade off*.

2.1.1 Pecking order

Uma das mais importantes teorias dessa área é a *pecking order*, a qual foi desenvolvida por Myers e Mailuf (MEDEIROS; DAHER, 2005). Um dos argumentos que levaram à motivação de criação da teoria foi a existência de uma assimetria informacional, partindo-se do pressuposto que os administradores das empresas possuem mais informações que os investidores, ou seja, que os usuários externos (COSTA *et al.*, 2015).

Um ponto importante nessa questão da assimetria informacional é que os investidores das empresas tratariam sempre as ações das empresas como se estas estivessem superestimadas, optando por comprar as mesmas apenas quando fossem ofertadas com desconto no mercado (IQUIAPAZA; AMARAL, 2008)

Um dos seus argumentos afirma que quanto maior for o nível de lucro de uma empresa, menor será seu endividamento (MYERS, 1977; PEROBELLI; FAMÁ, 2003; MEDEIROS; DAHER, 2008; SILVA; VALLE, 2008), isto por que empresas com maiores níveis de lucratividade podem confiar mais no autofinanciamento (BREALEY, MYERS; ALLEN, 2013). Além deste, Costa *et al.* (2015) ainda destacam outro ponto chave da teoria *pecking order*: empresas com maior volatilidade em seus resultados tendem a ter mais dificuldades financeiras, o que faz com que venham a contrair menos dívidas.

2.1.2 Trade – Off

Por outro lado, a teoria *trade-off* destaca que são dois os principais fatores que influenciam o endividamento organizacional: a economia fiscal, e os custos de falência que se relacionam com a perda de vendas, redução nos prazos dados pelos fornecedores, aumento dos custos financeiros

exigidos por credores e etc. (KAVESKI; ZITTEI; SCARPIN, 2014). Essa teoria também afirma que quanto mais lucrativa a empresa esta tende a se financiar com dívidas, visando principalmente reduções tributárias, já que despesas com juros são dedutíveis dos impostos (DAVID, NAKAMURA; BASTOS, 2009).

Essa corrente também foi alvo de estudos de Myers, destacando-se que o principal benefício em ter dívidas, para as empresas, é no que tange aos aspectos tributários, visto que os juros são dedutíveis nos impostos sobre o lucro. Um outro benefício, o qual foi observado por estudiosos como Modigliani e Miller foi o que tange à alavancagem organizacional, já que os autores constataram que quanto maior for a alavancagem da empresa, menor será o montante de imposto de renda pago (DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009)

Apesar de ambas as teorias possuírem espaço na literatura, estudos nacionais, tais como Moraes (2005), Lara e Mesquita (2008), David, Nakamura e Bastos (2009), Scarpin, Almeida e Machado (2012), confirmaram a teoria *pecking order* em diferentes tipos de organizações. Oliveira et al. (2012) ainda destacam que a teoria supracitada apresenta maiores comprovações empíricas tanto nos trabalhos nacionais como internacionais.

Torna-se relevante verificar qual o perfil que mais se enquadra no caso dos clubes de futebol brasileiros, no entanto, antes disso, destaca-se o caso do endividamento das organizações esportivas.

2.2 O endividamento dos clubes de futebol

Quanto aos clubes de futebol, têm-se que o perfil de dívidas dessas organizações divide-se em três grupos: bancária, fiscal e operacional. A dívida bancária refere-se aos empréstimos tomados, sobre os quais são cobrados juros agressivos que, de acordo com Ferreira (2014) colaboram ainda mais para um aumento do déficit; a dívida fiscal, ou tributária, tende a ser o endividamento menos preocupante para essas organizações principalmente pela oportunidade dada pelo governo de parcelar essas obrigações, conforme afirma Mará (2015). Por outro lado, as dívidas operacionais, tais como salários, pagamentos a fornecedores, aquisições de atletas, têm sido consideradas as dívidas mais preocupantes principalmente por requerer recursos imediatos para saldá-las, visto que se trata de compromissos de curto prazo (CAPELO, 2015).

No que se refere às dívidas tributárias e operacionais, torna-se pertinente destacar o novo subsídio oferecido pelo governo, por meio da Lei 13.155 para pagamento de impostos federais e obrigações trabalhistas, conhecido como PROFUT. Este projeto tem sido alvo de críticas, principalmente no que tange à penalidade do rebaixamento para aqueles que, junto com o pagamento das obrigações, não obedecem às exigências descritas na lei, tais como: diminuição dos déficits e de custos organizacionais. As críticas surgem pelo fato do rebaixamento acarretar também diminuição de diversas receitas, tais como, publicidade, cotas de televisão e bilheteria, o que significaria menos entrada de recursos para pagamento das obrigações, o que poderia proporcionar um aumento ainda maior nos passivos dessas entidades (VIVIANI, 2015).

Através de pesquisa na plataforma CAPES¹ não foram encontrados estudos internacionais com desenho semelhante ao do presente trabalho no que se refere aos clubes de futebol. Já no que se refere à realidade brasileira, poucos estudos nacionais abordam as variáveis relacionadas ao endividamento, mesmo sendo retratado um trágico cenário neste aspecto organizacional. É possível citar o estudo realizado por Barros e Martins (2010) que analisaram diversos índices financeiros dos clubes de futebol entre os anos de 2006 a 2008 constatando um alto índice de endividamento e baixo grau de liquidez, ou seja, de capacidade de pagamento. Outro estudo que merece ser destacado foi o realizado por Dantas, Macedo e Machado (2015) constatando resultados semelhantes ao de Barros e Martins, analisando, no entanto, o período compreendido entre 2010 a 2013.

Torna-se necessário mais estudos sobre esta temática, investigando possíveis explicações para o alto grau de dívidas apresentado pelos clubes. Ampliar este tema é sem dúvida, um dos alvos deste trabalho.

3 METODOLOGIA

O presente trabalho tratou-se de uma pesquisa descritiva, visto que teve como objetivo verificar as características de determinada amostra utilizando-se de técnicas padronizadas de coleta de dados (GIL, 2008).

¹ A Plataforma de Periódicos da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) é um sistema online que oferece acesso a textos completos de mais de 21.500 revistas internacionais e nacionais.

Como amostra a ser estudada para o presente estudo, foram escolhidos os clubes de futebol brasileiros, participantes da série A e B em 2016, totalizando 40 organizações esportivas. No entanto, essas entidades não possuem tradição no que tange a divulgação de informações contábeis o que dificulta a coleta de dados para estudos dessa área, bem como não permitiu a permanência dos mesmos na amostra do estudo. Dessa forma, o presente trabalho pôde contar com as demonstrações contábeis completas, e em condições de análise, de 24 clubes, os quais são evidenciados no Quadro 2.

Quadro 2 - Clubes participantes da pesquisa.

CLUBE	UF	Série 2016	CLUBE	UF	Série 2016
América Mineiro	Minas Gerais	A	Fluminense	Rio de Janeiro	A
Atlético Mineiro	Minas Gerais	A	Grêmio	Minas Gerais	A
Atlético Paranaense	Paraná	A	Internacional	Rio Grande do Sul	A
Avaí	Santa Catarina	B	Joinville	Santa Catarina	B
Botafogo	Rio de Janeiro	A	Náutico	Pernambuco	B
Bragantino	São Paulo	B	Palmeiras	São Paulo	A
Corinthians	São Paulo	A	Paraná	Paraná	B
Coritiba	Paraná	A	Ponte Preta	São Paulo	A
Criciúma	Santa Catarina	B	Santos	São Paulo	A
Cruzeiro	Minas Gerais	A	São Paulo	São Paulo	A
Figueirense	Santa Catarina	A	Sport	Pernambuco	A
Flamengo	Rio de Janeiro	A	Vasco da Gama	Rio de Janeiro	B

Fonte: Dados da pesquisa.

Foram analisados os demonstrativos contábeis dos clubes entre os anos de 2012 a 2014, marcos temporais em que foi possível encontrar documentos para estudo que permitissem acolher o maior número possível de componentes para a amostra.

Dos demonstrativos contábeis foram retiradas informações acerca do endividamento geral dos clubes e o resultado que os mesmos tiveram (superávit/déficit) em cada período. O quadro 3 agrupa as variáveis analisadas e o documento contábil de onde foram retirados os elementos para análise.

Quadro 3 - Indicadores de estrutura de capital.

Variável	Nomenclatura	Fórmula	Demonstração contábil de origem
Endividamento geral	EG	$\frac{\text{Passivo total}}{\text{Passivo total} + \text{Patrimônio líquido}} \times 100\%$	Balço Patrimonial
Resultado organizacional	RES	Superávit ou Déficit	Demonstração do Resultado

Fonte: Dados da pesquisa

Para análise do endividamento foi adotada apenas a variável de endividamento geral, pois ela evidencia o grau de compromisso da empresa com terceiros, destacando o quanto ela está de fato endividada, apresentando o total de recursos externos que a mesma precisou tomar em comparação com o total de recursos disponíveis para o financiamento das atividades. Outros indicadores poderiam ser utilizados, mas por ser este um estudo inicial sobre o tema, acreditou-se que esta variável já poderia lançar alguma luz sobre o assunto, abrindo oportunidades para novas pesquisas.

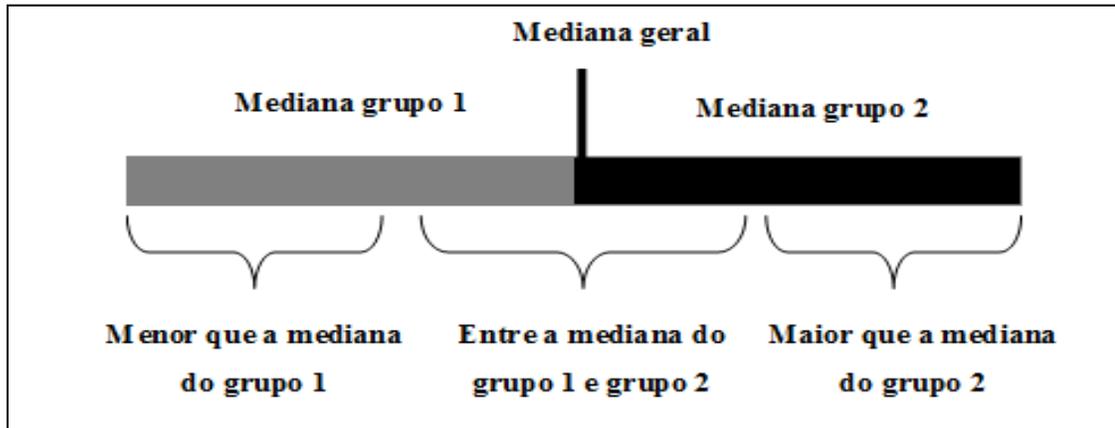
A fim de alcançar o objetivo traçado pelo presente estudo, a pesquisa adotou uma postura apoiada em métodos quantitativos a fim de comprovar as relações de determinados fenômenos entre si (MARCONI; LAKATOS, 2003). Inicialmente foi realizada uma análise descritiva para conhecer os traços existentes na amostra.

Após a análise descritiva procedeu-se a análise de correspondência (ANACOR), que permite estudar a associação entre variáveis que necessitam ser qualitativas. Para isso, os valores das variáveis do quadro 3 foram adaptados utilizando-se a elaboração de categorias, que no caso da variável Resultado (RES), a qual evidencia se o clube teve lucro ou prejuízo no período, foi organizada por meio de quartis da mediana. Essa análise foi elaborada sobre critérios semelhantes aos de estudos anteriores, tais como Holanda et al. (2012); Maçambani (2012); Tumelero (2012) e Galvão e Miranda (2016).

A elaboração dos quartis obedeceu aos critérios dos estudos anteriormente citados e foram apresentados da seguinte forma: encontrou-se primeiramente a mediana de toda a amostra estudada, para então, dividir a amostra em duas partes; uma com valores abaixo da mediana, outra parte com valores acima da mediana. Após a separação desses dois grupos, foi encontrada a mediana para cada uma das categorias. E por fim, os clubes foram divididos em três grupos: aqueles que apresentavam valores para a variável menores que a mediana do grupo 1, os quais foram classificados como apresentando RES ruim, aqueles que possuíam valores entre a mediana do grupo 1 e grupo 2, os quais foram categorizados como RES mediano, e por fim, os clubes que

detinham valores maiores que a mediana do grupo 2 para a variável analisadas, os quais foram considerados como RES bom. A figura 1 ilustra o procedimento comentado acima.

Figura 1 – Elaboração dos quartis para o estudo.



Fonte: Elaboração própria.

No que tange à variável de endividamento geral, (EG) a divisão se deu conforme o critério apontado por Padoveze (2012), pois este autor afirma que no contexto nacional a média é uma estrutura de endividamento entre 0,5 (50%) e 1 (100%). Dessa forma, os clubes que apresentassem valores abaixo de 0,5 foram considerados com baixo grau de endividamento; entre 0,5 e 1, endividamento aceitável e acima de 1, alto endividamento.

Por fim, foi realizado o teste de correlação a fim de confirmar a significância das relações apontadas na análise de correspondência. O teste de correlação de Pearson foi escolhido para o presente estudo. Sabe-se que normalmente para a ANACOR utiliza-se o teste qui-quadrado, no entanto, devido ao número reduzido da amostra o resultado poderia ficar comprometido (GALVÃO; MIRANDA, 2016). Ressalta-se que a escolha do teste de correlação de Pearson não invalida o estudo.

Salienta-se que o teste de Pearson exige que os dados apresentem distribuição normal (FIELD, 2009), por isso foi realizado o teste da normalidade Kolmogorov-Smirnov. No caso das variáveis que não apresentaram distribuição normal, foi adotada a transformação de Yeo-Jonhson que se adapta bem em variáveis que possuem valores negativos (MORAES; FERREIRA; BALESTRASSI, 2006). A transformação foi realizada por meio do software estatístico Minitab®.

Os dados do presente estudo foram tabulados em uma planilha Excel e as análises de normalidade e de correlação foram realizadas no software estatístico SPSS (*Statistical Package for*

Social Sciences). A seguir, serão apresentados os resultados encontrados através da análise dos dados e que suportaram a resposta para a pergunta de pesquisa apresentada inicialmente.

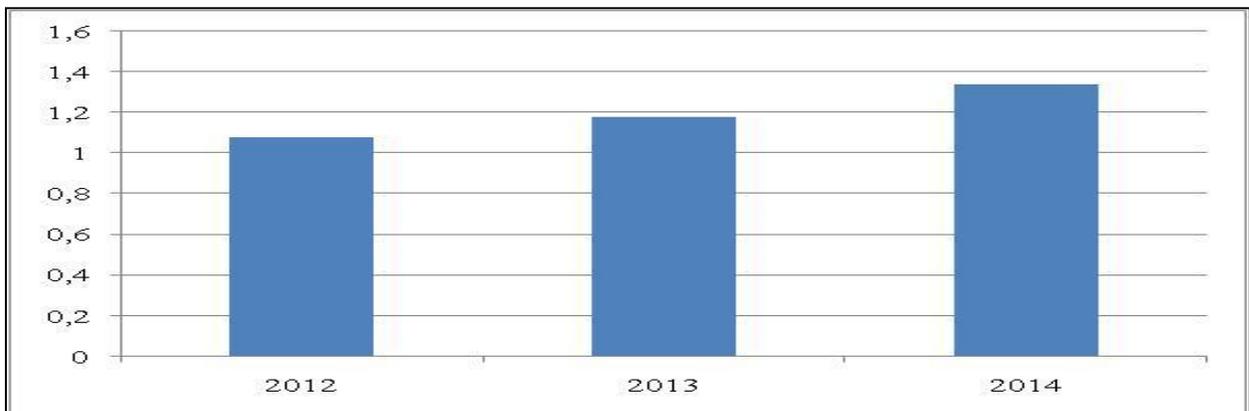
4 RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Conforme discutido revisão de literatura, o endividamento geral revela o valor do capital de terceiros que a entidade toma para financiar seus recursos, mostrando a significância do mesmo diante de todos os recursos que a empresa têm disponíveis para financiar seus investimentos, sejam esses recursos internos (patrimônio líquido) quanto externos (passivos).

No caso específico dos clubes de futebol analisados é possível perceber a existência de uma participação significativa de terceiros no capital organizacional, ou seja, de dívidas. Em 2012, 108,00% (1,08) dos recursos que as organizações tomaram para financiar suas atividades se deu por meio de captação externa, e esse indicador só fez subir, atingindo 118,31% (1,18) em 2013 e 133,92% (1,34) em 2014; o que denota um alto endividamento nessas entidades e uma dependência dos recursos oriundos de terceiros, destacando-se ainda que este indicador aumentou consideravelmente dentro do período, ou seja, o endividamento dos clubes só fez crescer. .A figura 2 ilustra os resultados referentes ao volume de captação de recursos financeiros dos clubes dentro do período analisado.

Figura 2 – Variação no endividamento médio dos clubes dentro do espaço temporal estudado.



Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme comentamos anteriormente, temos que quanto menor for essa variável melhor será para a organização, pois menos dependente dos credores ela estará. Diante disso, o Sport em 2012 apresentou o melhor resultado para esta variável, fechando o período com um indicador de 16,55% (0,16) neste quesito. Ou seja, apenas 16,55% dos recursos que a organização utiliza para financiar suas atividades são recursos externos, o que pode significar que o clube prefere pagar seus projetos com recursos próprios. Torna-se necessário lembrar que em 2012 o clube evidenciou baixo nível de endividamento a curto prazo.

No ano de 2013 tem-se que o clube Paraná foi o que apresentou menor grau de endividamento geral, com índice de 30,46% (0,30) e em 2014 o posto ficou com o Criciúma (37,73%, ou 0,38).

No que tange aos clubes com maior grau de endividamento, destaca-se o Botafogo, assumindo a maior posição neste critério dentro do período em análise. Em 2012, o clube fechou com um endividamento geral de 436,73% (4,37), e o indicador cresceu em 2013 atingindo 642,36% (6,42) e encerrando 2014 com 803,03% (8,03). Este resultado é explicado pelo fato do clube apresentar valores negativos no seu patrimônio líquido devido aos elevados déficits acumulados de anos anteriores. Dessa forma, o clube parece só poder contar com recursos externos diante da escassez de possibilidades internas. O quadro 4 destaca estes resultados no que se refere aos endividamentos apresentados.

Quadro 4 – Melhores e Piores valores para a variável EG no período estudado.

Categoria	2012	2013	2014
Melhor resultado	Sport – 0,1655 (16,55%)	Paraná – 0,3046 (30,46%)	Criciúma – 0,3773 (37,73%)
Pior resultado	Botafogo – 4,3673 (436,73%)	Botafogo – 6,42 (642,36%)	Botafogo – 8,0303 (803,03%)

Fonte: Elaboração própria.

Mas, o outro lado das teorias *pecking order* e *trade off*, analisa a capacidade de geração de lucro, no caso dos clubes chamados de superávits, a fim de explicar a relação deste elemento com o endividamento organizacional.

Os clubes de futebol brasileiros são famosos não apenas pelo desempenho em campo, mas paralelo a isso sempre são alvos de notícias relacionadas aos prejuízos apresentados por essas organizações em seus demonstrativos contábeis. Zirpoli (2013) afirma que estes resultados são devidos à má gestão ainda recorrente nessas organizações.

No entanto, este resultado pode ser melhorado se houver uma mudança na postura dessas entidades. Foi constatado no presente estudo que o Flamengo, por exemplo, que vinha de déficit de R\$ 64.451.879,00 em 2012, R\$ 19.512.492,00 em 2013, atingiu um superávit de R\$ 64.311.709,00 em 2014. Quanto a esta alteração no cenário financeiro da organização em questão, tem-se que em 2012, com a mudança na gestão e novas políticas empresariais, houve um melhoramento nos aspectos contábeis do clube (LEME; 2015).

No entanto, essa mudança não foi comum nas demais organizações. Em 2012, os clubes chegaram a atingir um superávit médio de R\$ 1.500.297,34, sendo que houve uma drástica piora em 2013, quando a média foi um déficit de R\$ 12.132.379,04, complicando ainda mais em 2014, quando o resultado negativo assumiu o patamar de R\$ 15.589.364,08.

Corinthians e Bragantino foram os únicos clubes que conseguiram manter superávit nos três anos estudados. Em 2012, o clube com maior superávit foi o Atlético Paranaense, atingindo R\$ 122.813.818,00; esse posto foi substituído em 2013 pelo São Paulo que alcançou R\$ 23.524.000 de superávit. Já em 2014, o melhor desempenho foi do Corinthians que atingiu a marca dos R\$ 230.561.000,00.

Por outro lado, em 2012, o pior resultado foi atingido pelo Flamengo, que como já comentado apresentou um déficit de R\$ 64.451.879. Em 2013, o posto ficou com o Botafogo com déficit de R\$ 73.991.000, mantendo-se na colocação de clube com pior resultado em 2014, sendo que no ano citado alcançou um déficit de R\$ 174.844.000. O quadro 5 apresenta os melhores e piores valores para a variável RES dentro do período estudado.

Quadro 5 – Melhores e Piores valores para a variável RES no período estudado.

Categoria	2012	2013	2014
Melhor resultado	Atlético Paranaense (R\$ 122.813.818,00)	São Paulo (R\$ 23.524.000,00)	Corinthians (R\$ 230.561.000,00)
Pior resultado	Flamengo (-R\$ 64.451.879,00)	Botafogo (-R\$ 73.991.000,00)	Botafogo (-R\$ 174.844,00)

Fonte: Elaboração própria.

Por fim, a Tabela 1 resume os resultados alcançados pelos clubes estudados entre 2012 e 2014 em ambas as variáveis examinadas.

Tabela 1 – Valores médios alcançados pelos clubes nas variáveis entre 2012 e 2014.

Clubes	EG	RES	Clubes	EG	RES
AMERICA MINEIRO	0,56	-4.248.074,39	FLUMINENSE	1,19	-4.712.666,67
ATLETICO MINEIRO	0,69	-34.727.829,67	GREMIO	1,05	-20.080.666,67
ATLETICO PARANAENSE	0,63	53.186.888,00	INTERNACIONAL	0,46	-12.997.588,33
AVAI	0,81	-6.513.428,92	JOINVILLE	2,03	-969.709,33
BOTAFOGO	6,27	-99.371.870,67	NAUTICO	0,56	-4.820.332,33
BRAGANTINO	0,82	1.851.393,00	PALMEIRAS	1,22	-6.150.333,33
CORINTHIANS	0,89	79.705.000,00	PARANA	0,51	-26.252.000,00
CORITIBA	0,93	-19.532.347,33	PONTE PRETA	0,66	-8.136.846,00
CRICIUMA	0,35	1.401.224,67	SANTOS	1,84	-28.328.666,67
CRUZEIRO	0,78	-21.278.079,63	SÃO PAULO	0,63	-25.258.666,67
FIGUEIREINSE	1,60	-11.920.148,00	SPORT	0,31	3.316.764,99
FLAMENGO	2,00	-5.884.220,67	VASCO DA GAMA	2,08	-8.049.361,67

Fonte: Elaboração própria.

Após a descrição inicial dos dados apresenta-se os resultados da análise do teste de normalidade para as variáveis estudadas.

4.2 ANÁLISE DA DISTRIBUIÇÃO NORMAL

O teste de Kolmogorov-Smirnov, o qual permite verificar se as variáveis seguem uma distribuição normal, demonstrou que na maioria dos casos, as variáveis comportam-se dessa forma, conforme apresentado na tabela 2, com exceção do ano de 2014. Essa análise foi importante visto que permite escolher de forma mais segura o teste de correlação que seria adotado para verificar a relação entre endividamento e lucratividade.

Tabela 2 – Teste inicial da distribuição normal.

Variável	2012	2013	2014
EG	0,115	0,134	0,045*
RES	0,220	0,376	0,044*

* Rejeita-se a hipótese de que os dados seguem distribuição normal.

Fonte: Elaboração própria.

Como o teste de correlação de Pearson só admite que os dados sigam uma distribuição normal, optou-se pela transformação de Yeo-Johnson, pois este admite que as variáveis apresentem valores positivos e negativos. Após a transformação, as variáveis destacaram-se como enquadradas na distribuição normal como destacado na tabela 3, permitindo assim a adoção do teste de correlação de Pearson o qual é considerado mais eficiente que outros métodos elaborados com o mesmo objetivo.

Tabela 3 – Resultados da distribuição normal após transformação das variáveis.

Variável	2012	2013	2014
EG	0,115	0,134	0,978
RES	0,220	0,376	0,529

Fonte: Elaboração própria.

Finalizada a análise descritiva dos dados, a próxima seção irá abordar a análise de correspondência, adotada a fim de verificar possível relação entre os indicadores de endividamento organizacional e os resultados de déficit ou superávit apresentado pelos clubes analisados.

4.3 ANÁLISE DE CORRESPONDÊNCIA

Com o objetivo de verificar possível relação entre a geração de superávit ou déficit e o endividamento nos clubes de futebol, adotou-se a análise de correspondência. Ressalta-se inicialmente que os quartis para o superávit/déficit foram os apresentados no quadro 5. Já para a variável de endividamento geral utilizou-se o critério adaptado de Padoveze (2012), aplicando-se da seguinte forma: as organizações esportivas que apresentassem indicadores abaixo de 0,5 estariam com baixo endividamento; entre 0,5 e 1 mediano e acima de 1 alto.

Quadro 5 – Quartis para a variável RES.

2012	2013	2014	Denominação
RES < -8.199.245,26	RES < -21.083.000,00	RES < -45.666.842,00	Ruim
-8.199.245,26 < RES < 9.291.727,50	-21.083.000,00 < RES < 104.840	-45.666.842,00 < RES < 124.782,30	Mediano
RES > 9.291.727,50	RES > 104.840	RES > 124.782,30	Bom

Fonte: Elaboração própria.

Para a variável resultado, tomando como base o critério da tabela 3, constatou-se que 6 clubes apresentaram resultado considerado “bom”, 12 clubes ficaram com resultado “mediano” e 6 “ruim” em 2012. Esse resultado se manteve nos anos de 2013 e 2014. O quadro 6 destaca os clubes pertencentes a cada categoria por ano de análise.

Quadro 6 – Clubes e suas categorias para variável RES.

Categoria	2012	2013	2014
RES bom	Atlético Paranaense; Grêmio; Internacional; Palmeiras; Santos; Sport.	Bragantino; Corinthians; Criciúma; Paraná; Ponte Preta; São Paulo.	Atlético Paranaense; Avaí; Bragantino; Corinthians; Flamengo; Joinville.
RES mediano	América mineiro; Bragantino; Corinthians; Criciúma; Cruzeiro; Figueirense; Fluminense; Joinville; Náutico; Paraná; São Paulo; Vasco	América mineiro; Atlético Paranaense; Avaí; Coritiba; Figueirense; Flamengo; Fluminense; Internacional; Joinville; Náutico; Sport; Vasco	América mineiro; Coritiba; Criciúma; Cruzeiro; Figueirense; Fluminense; Grêmio; Náutico; Palmeiras; Ponte Preta; Sport Vasco
RES ruim	Atlético mineiro; Avaí; Botafogo; Coritiba; Flamengo; Ponte Preta	Atlético mineiro; Botafogo; Cruzeiro; Grêmio; Palmeiras; Santos	Atlético mineiro; Botafogo; Internacional; Paraná; Santos; São Paulo.

Fonte: Elaboração própria.

Ressalta-se que o fato de um clube ter tido como denominação “mediano” para seu resultado, não significa que este não teve déficit e sim que o seu resultado está dentro da média amostral. Da mesma forma, o fato do clube apresentar superávit não impõe que este seja considerado “bom”. Tomemos como exemplo o que foi constatado em 2012 com clubes como América mineiro, Criciúma, Cruzeiro, Figueirense, Fluminense, Joinville, Náutico, Paraná e Vasco que apresentaram déficit, mas foram considerados medianos. Em paralelo, Bragantino, Corinthians, e São Paulo apresentaram superávit e ainda assim fizeram parte do grupo de medianos, pois quando comparados com clubes como Atlético Paranaense, Grêmio, Internacional, Palmeiras, Santos e Sport, o resultado daqueles ficou aquém destes.

Passando agora para o endividamento geral, tem-se que nos três anos analisados, a maior parte das organizações esportivas estudadas enquadraram-se como com grau de endividamento “aceitável” ou “alto”. O quadro 7 apresenta os clubes e suas categorias para a variável endividamento geral (EG).

Quadro 7 – Clubes e suas categorias para variável EG.

Categoria	2012	2013	2014
EG baixo	Criciúma Internacional Náutico Paraná Sport	Criciúma Internacional Náutico Paraná Sport	Internacional
EG mediano	América Mineiro Atlético Mineiro Atlético Paranaense Avaí Corinthians Coritiba Cruzeiro Grêmio Ponte Preta São Paulo	América Mineiro Atlético Mineiro Atlético Paranaense Avaí Bragantino Corinthians Coritiba Cruzeiro Ponte Preta São Paulo	Atlético Mineiro Atlético Paranaense Avaí Bragantino Corinthians Cruzeiro Náutico Paraná Ponte Preta São Paulo
EG alto	Botafogo Bragantino Figueirense Flamengo Fluminense Joinville Palmeiras Santos Vasco	Botafogo Figueirense Flamengo Fluminense Grêmio Joinville Palmeiras Santos Vasco	Botafogo Coritiba Figueirense Flamengo Fluminense Grêmio Joinville Palmeiras Santos Vasco

Fonte: Elaboração própria.

No que tange à relação entre o superávit e o endividamento tem-se que a ANACOR permitiu tecer alguns comentários. Verificou-se que, dos nove clubes considerados com endividamento alto em 2012, a maioria apresentou resultado considerado ruim ou mediano. Por outro lado, nenhum dos clubes com resultado ruim apresentou endividamento considerado baixo. No ano de 2013, é apresentado resultado semelhante: das seis organizações que apresentaram resultado ruim, quatro tiveram alto endividamento e nenhuma organização com baixos índices de dívida apresentou resultado (superávit/déficit) categorizado como ruim.

Todas as empresas com bom desempenho na geração de superávit apresentaram baixos índices de endividamento, tal como apontado por autores como Myers (1977); Perobelli; Famá (2003); Medeiros; Daher, (2008); Silva; Valle, (2008). Em 2014 houve uma queda no desempenho das organizações, mas ainda assim, tem-se que dos seis dos clubes com bons resultados, 4 tiveram endividamento considerado mediano. Tanto em 2012, como em 2013 dos seis clubes com resultado ruim, nenhum apresentou baixo endividamento, mas sim endividamento mediano ou alto. Em 2014, apesar da queda no desempenho, apenas 1 clube com resultado ruim apresentou baixo endividamento. O resultado do teste de correlação evidencia a existência de uma relação negativa entre resultado e endividamento nos três anos, ou seja, à medida que o resultado cresce (ou seja, quanto maior o superávit) cai o endividamento (em outras palavras, o endividamento é mais baixo).

A tabela 4 destaca a análise de Correspondência adotada para o alcance do objetivo do trabalho. Através da mesma é possível visualizar a comparação entre a variável Resultado (RES) e Endividamento Geral (EG) permitindo-se constatar os achados comentados em parágrafo anterior, tal como a quantidade de clubes com resultado ruim e quantos deles tiveram endividamento alto, mediano, baixo, assim como para os clubes com resultado médio e bom, para cada ano de análise. Na tabela é também possível verificar o índice de correlação de Pearson, o qual, conforme já comentado aponta se houve uma relação negativa ou positiva entre as duas variáveis (que no presente estudo foi negativa, o que denota que quanto maior o resultado menor o endividamento) e se esta associação é ou não estatisticamente significativa.

Tabela 4 – Resumo da ANACOR.

RES	Endividamento geral (EG)								
	2012			2013			2014		
	Alto	Mediano	Baixo	Alto	Mediano	Baixo	Alto	Mediano	Baixo
Ruim	2	4	-	4	2	-	2	3	1
Médio	5	4	3	5	4	3	6	4	2
Bom	2	2	2	-	4	2	2	4	-
Total	9	10	5	9	10	5	10	11	3
Correlação	-0,389; sig. 0,06***			-0,719; sig. 0,000			-0,215; sig. 0,313		

* Significativo ao nível de 0,05; ** Significativo ao nível de 0,10

Fonte: Dados da pesquisa

Apenas com a ANACOR já seria possível identificar certa tendência dos clubes com “bom” resultado apresentarem um endividamento “bom” ou “mediano” o que permitiria supor um maior alinhamento com a teoria *pecking order* visto que denotaria que quanto melhor o superávit

organizacional menor seria seu endividamento. Dessa forma, seria ainda possível pressupor que os clubes com maiores níveis de superávit tendem a confiar mais no financiamento com recursos próprios para realização de suas atividades, assim confirmou-se neste estudo os comentários de Brealey, Myers; Allen (2013) quando estes autores referiram-se à teoria *pecking order*.

O indicador de correlação deveria então reforçar essa comparação. Tem-se que nos três anos, o índice apresentou uma relação negativa, ou seja, inversa, o que significa que à medida que o superávit aumenta ou o déficit diminui, o indicador de endividamento se torna mais baixo, ratificando a ANACOR. Essa relação foi significativa ao nível de 0,10 em 2012 e ao nível de 0,05 em 2013, não apresentando significância em 2014, mas isso já era esperado devido a piora nos indicadores estudados no ano em questão, conforme consta na tabela 4.

Sendo assim, é possível concluir que aparentemente existe um maior alinhamento da situação dos clubes à teoria *pecking order*, sendo que esta relação não foi de todo comprovada visto que a correlação não se mostrou significativa em todos os anos. Assim, fechando esta seção segue-se para o capítulo conclusivo do presente trabalho.

5 CONCLUSÃO

O objetivo do estudo foi averiguar se o relacionamento entre superávit/déficit e endividamento geral nos clubes de futebol está mais alinhado ao pressuposto da teoria *pecking order* ou *tradeoff*.

Constatou-se um aumento no endividamento geral dos clubes passando o indicador de endividamento geral do patamar de 1,08 em 2012 para 1,34 em 2014, ou seja, 108% das dívidas dos clubes estavam no curto prazo no ano de 2012, passando para 134% em 2014. Este é um resultado bastante negativo, visto que dívidas no curto prazo exigem recursos imediatos para pagamento, enquanto dívidas de longo prazo permitem um maior planejamento para liquidação das mesmas.

Ao mesmo tempo, a geração de superávit sofreu uma forte queda, passando de resultado positivo de R\$ 1.599.297,34 médio (ou seja, superávit) em 2012, para um déficit médio de R\$ 15.589.364,08 em 2014. No que se refere ao resultado tem-se que a maioria dos clubes são considerados medianos, já para a variável endividamento boa parte das organizações enquadraram-se em situação mediana ou ruim. Ressalta-se, por exemplo, que em 2012, os clubes chegaram a

atingir um superávit médio de R\$ 1.500.297,34, sendo que houve queda em 2013, quando a média foi um déficit de R\$ 12.132.379,04, passando para um déficit médio de R\$ 15.589.364,08 em 2014.

No que tange à relação entre superávit/déficit e endividamento, tem-se um maior alinhamento com a teoria *pecking order*, o que supostamente denotaria que quanto maior o superávit da organização esportiva, menor seria o endividamento. Porém esse resultado não foi de todo comprovado, visto que em 2014 o coeficiente de correlação não foi significativo, sendo assim a relação foi parcialmente aceita.

Assim, algumas limitações não permitiram uma maior abrangência dos resultados: a escolha da amostra por conveniência e o pequeno número de clubes estudados não permitiram uma generalização dos achados; bem como a ANACOR possui suas limitações e a resposta à pergunta de pesquisa poderia apresentar maior consistência com métodos econométricos do tipo regressão. No entanto, seria necessário um maior quantitativo de clubes.

Como pode ser observado, o grande percalço foi o tamanho da amostra. Isso se dá pelo fato dos clubes ainda não apresentarem tradição de divulgação contábil. Porém, apesar de suas limitações, o presente estudo não deve ser invalidado, nem seus resultados considerados como menos importantes, antes ele abre um caminho para estudos futuros, os quais recomenda-se: comparação do endividamento dos clubes de futebol brasileiros e internacionais; testar a relação entre endividamento e tangibilidade/intangibilidade dos ativos das organizações esportivas; acrescentar mais variáveis de endividamento ao modelo do presente trabalho.

Assim, tem-se fé que o estudo alcançou os objetivos a que se propôs, e que apesar de suas limitações foi capaz de ampliar a discussão acerca do endividamento nas organizações esportivas, lançando luz sobre um tema tão debatido na mídia, abrindo uma trilha para que a área acadêmica também visualize nessas entidades um ambiente fértil para pesquisa e que precisa do apoio dos intelectuais e pensadores brasileiros na descoberta de soluções para seus dilemas empresariais.

REFERÊNCIAS

AZZOLIN, J.L. Análise das demonstrações contábeis. Curitiba: IESDE, 2012.

BARROS; J.T.; MARTINS; V.A. Em busca do entrosamento entre equilíbrio financeiro e eficiência desportiva: estudo comparativo de clubes brasileiros de futebol. In: **Anais do: XXXIV Encontro da ANPAD**, 25 a 29 de setembro de 2010.

BRASIL. Lei n. 13.155 de 4 de agosto de 2015 - Estabelece princípios e práticas de responsabilidade fiscal e financeira e de gestão transparente e democrática para entidades desportivas profissionais de futebol [...]. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2015/Lei/L13155.htm> Acesso em junho de 2016

BREALEY; R.A.; MYERS; S.C.; ALLEN; F. **Princípios de finanças corporativas**. 10 ed. São Paulo: AMGH, 2013.

BRESSAN, V.G.F.; LIMA, J.E.; BRESSAN, A.A.; BRAGA, M.J. Análise dos determinantes do endividamento das empresas de capital aberto do agronegócio brasileiro. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, Piracicaba, SP, vol. 47, nº 01, p. 89-122, 2009.

CAPELO, R. O Perfil do endividamento dos clubes brasileiros de 2014. *Revista época* (Online). Publicado em agosto de 2015. Disponível em: <<http://epoca.globo.com/vida/esporte/noticia/2015/08/o-perfil-do-endividamento-dos-clubes-brasileiros-em-2014.html>>. Acesso em abril de 2016.

COSTA; P.H.S.; GARTNER; I.R.; GRANEMMAN; S.R. Análise Dos Determinantes Da Estrutura De Capital Das Empresas Do Setor De Transporte Brasileiro À Luz Das Teorias Pecking Order E Static Trade-Off. **Business and Management Review**, – V. 4, n. 8, March, 2015.

DANTAS, M. G. S.; MACEDO, M. A. S; MACHADO, M. A. V. Eficiência dos custos operacionais dos clubes de futebol do Brasil. In: **Anais do XXII Congresso Brasileiro de Custos**, Foz do Iguaçu. 2015.

DAVID, M.; NAKAMURA, W.T.; BASTOS, D. D. Estudo dos modelos trade-off e pecking order para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras (2000-2006). **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, vol.10 n.6, 2009.

DONATO, L.G. Liquidez e Estrutura de Capital das empresas brasileiras de capital aberto. Mestrado em engenharia da produção (**Dissertação**). Universidade de São Paulo, São Carlos, 2011.

FERREIRA; F. (2014, agosto) Resumo das finanças dos 27 maiores clubes do Brasil (consolidado). **Pluri Consultoria**. Publicado em agosto de 2014. Disponível em: <<http://www.pluriconsultoria.com.br/uploads/relatorios/Ressonancia%20financeira%20-%20resumo%20das%20financas%20dos%2027%20maiores%20clubes%20do%20brasil%20consolidado.pdf>>. Acesso em abril de 2016.

FIELD, A. **Descobrimo a estatística usando SPSS**. Tradução de Lorí Viali. 2 ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.

GALVÃO; N.M.S.; MIRANDA; L.C. Participação e evidenciação de atletas nos demonstrativos contábeis de clubes de futebol brasileiro. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Salvador, v. 6, n. 1, p. 112- 131, 2016.

GIL, A.C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

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**, Rio de Janeiro, v. 17, n.1, p. 2 - p. 17, 2012.

IARA; R.N. Análise da estrutura de capital em empresas brasileiras com diferentes níveis de endividamento: um estudo comparativo entre as teorias *pecking order* e *trade off*. Mestrado em contabilidade (**Dissertação**). Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2013.

IQUIAPAZA; R.A.; AMARAL; H.F. Testando as previsões da pecking order theory no financiamento das empresas brasileiras: uma nova metodologia. **Revista de administração Mackenzie** • Volume 9, n. 3, 2008, p. 157-183.

KAVESKI; I.D.S.; ZITTEI; M.V.M.; SCARPIN; J.E. Trade Off e Pecking Order: Uma Análise das Empresas de Capital Aberto da América Latina. In: **Anais** do XIV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo, 21 a 23 de julho de 2014.

LARA, J.E.; MESQUITA, J.M.C. Estrutura de Capital e Rentabilidade: análise do desempenho de empresas brasileiras no período pós Plano Real. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, Belo Horizonte, v. 19, n. 2, p. 15-33, 2008.

LEME; T. (2015, maio) Déficit dos clubes brasileiros dispara em 2014; Flamengo é exceção. *ESPN (Online)*. Publicado em maio de 2015. Disponível em: <http://espn.uol.com.br/noticia/506815_deficit-dos-clubes-brasileiros-dispara-em-2014-flamengo-e-excecao>. Acesso em junho de 2016

LIMEIRA; A.L.F.; SILVA, C.A.S.; VIEIRA; C.; SILVA; R.N.S. **Gestão contábil financeira**. 2 ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2015.

MAÇAMBANNI, M.V.; SOUZA, M.M.; SOUZA, F.C.; MURCIA, F.D. Relação entre o nível de disclosure do capital intelectual e características das companhias listadas no índice BM&F Bovespa. **Revista Alcance**, Vol. 19 - n. 03 - p. 345-361, 2012.

MARÁ, M. (2015, maio) Fla lidera ranking de receitas e é único dos grandes a reduzir dívida; veja lista. *Globo esporte (Online)*. Publicado em maio de 2015. Disponível em: <<http://globoesporte.globo.com/futebol/noticia/2015/05/fla-lidera-ranking-de-receitas-e-e-unico-dos-grandes-reduzir-divida-veja-lista.html>>. Acesso em abril de 2016.

MARCONI; M.A.; LAKATOS, E.M. **Fundamentos da metodologia científica**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MEDEIROS, O.R.; DAHER, C.E. Testando Teorias Alternativas sobre a Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 12, n. 1, p. 177-199, 2008.

MEDEIROS; O.R.; DAHER; C.E. Testando A Teoria De Hierarquização De Fontes De Financiamento Nas Empresas Brasileiras. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n. 37, p. 37 – 45, Jan./Abr. 2005.

MORAES, C. F.; FERREIRA, J. R.; BALESTRASSI, P. P. Análise crítica da aplicação de métodos estatísticos em processos definidos por dados que não apresentam distribuição normal. **GEPROS. Gestão da Produção, Operações e Sistemas**, v. Ano I, p. 7-18, 2006.

MORAES, E.G. Determinantes da estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. Mestrado em Administração (**Dissertação**). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2005.

MÜLLER; A.N.; ANTONIK, L.R. **Análise Financeira: uma Visão Gerencial**. São Paulo: Atlas, 2007.

MYERS, S.C. Determinants of Corporate Borrowing. **Journal of financial economics**. V. 5, p. 147-175, 1977.

NAKAMURA; W.T. Reflexões sobre a Gestão de Clubes de Futebol no Brasil. **Journal of Financial Innovation**, São Paulo, Vol. 1, No.1, pp. 40–52, 2015.

OLIVEIRA; G.R.; TABAK; B.M.; RESENDE; J.G.L.; CAJUEIRO; D.O. Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras: uma abordagem em regressão quantílica. **Trabalhos para discussão – Banco Central**, Brasília, n. 272, 2012.

PADOVEZE; C.L. **Contabilidade Gerencial**. Curitiba: IESDE, Brasil, 2012.

PEREBOLLI, F.F.C.; FAMÁ, R. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital para Empresas Latino-Americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, v.7, n.1, p. 09-35, 2003.

PEREIRA, M.C. (2015, agosto) Buscando títulos, clubes ampliam suas monstruosas dívidas e estão indo para o buraco. **ESPN**. Publicado em agosto de 2015, de: <http://espn.uol.com.br/post/532288_buscando-titulos-clubes-ampliam-suas-monstruosas-dividas-e-estao-indo-para-o-buraco>. Acesso em abril de 2016

PIRES; B.B.M. A situação econômico-financeira da empresa Hering nos período de 2007 a 2009. Bacharelado em Ciências Contábeis (**Monografia**). Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2011.

SANTOS; M.L. **Finanças: fundamentos e processos**. Curitiba: IESDE, 2009.

SCARPIN; J.E.; ALMEIDA, D.M.; MACHADO, D.G. Endividamento e lucratividade: um estudo em empresas familiares que compõe o índice IBRX-100 da BM&F Bovespa. **Revista Ambiente Contábil**, Natal-RN. v. 4. n. 2, p. 93 – 109, 2012.

SILVA, A.F.; VALLE, M.R. Análise da Estrutura de Endividamento: um Estudo Comparativo entre Empresas Brasileiras e Americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 12, n. 1, p. 201-229, 2008.

TUMELERO, C.; SANTOS, S.A; PLONSKI, G.A. Inovação tecnológica em empresas intensivas na utilização de conhecimentos técnico e científico: Um estudo a partir da visão baseada em recursos (VBR). **Revista de Administração e Inovação**, São Paulo, v. 9, n.4, p.202-220, 2012.

VIVIANI; L. (2015, novembro) Profut possui inconstitucionalidades, dizem especialistas do direito desportivo. Jota (**Online**). Publicado em novembro de 2015, Disponível em: <<http://jota.uol.com.br/profut-possui-inconstitucionalidades-dizem-especialistas-do-direito-desportivo>>. Acesso em julho de 2016.

ZIRPOLI, C. (2013, outubro) Prejuízo bilionário dos clubes brasileiros, mesmo com os supercontratos. Diário de Pernambuco (**Online**), Publicado em outubro de 2015, Disponível em: <<http://blogs.diariodepernambuco.com.br/esportes/2013/10/22/prejuizobilionariodosclubesbrasileirosmesmocomosupercontratos/>>. Acesso em outubro de 2016