

# Fatores determinantes do endividamento dos clubes de futebol brasileiro: uma análise entre os períodos de 2014 e 2020 por meio de regressão quantílica

DOI: 10.4025/enfoque.v44i1.65434

Alex Eugênio Altrão de Morais 

Doutorando em Economia pela Universidade Federal de Juiz de Fora  
Programa de Pós-graduação em Economia da UFJF  
E-mail: alex.altrao50@gmail.com

Flávia Vital Januzzi 

Doutora em Administração de Empresas pela Universidade Federal de Minas Gerais  
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração - CEPEAD.  
Professora Adjunta do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Juiz de Fora – UFJF  
E-mail: flavia\_januzzi@yahoo.com.br

Recebido em: 16.10.2022

Aceito em: 17.05.2023

2ª versão aceita em: 11.06.2023

## RESUMO

**Objetivo:** Esta pesquisa busca analisar os determinantes do endividamento das principais agremiações de futebol do Brasil na atualidade, investigando a relação entre o patamar dos endividamentos total, de curto e longo prazo e os fatores determinísticos paralelos à literatura (rentabilidade, risco, tamanho, tangibilidade e oportunidades de crescimento).

**Método:** O estudo é baseado em dados contábeis compilados das demonstrações financeiras publicadas pelos clubes de futebol brasileiros, entre o período de 2014 e 2020, utilizando a regressão quantílica para obtenção das estimativas.

**Originalidade/Relevância:** A evolução do futebol lúdico para o futebol de negócios trouxe uma necessidade constante aos clubes de busca por novas fontes de financiamento, o que aproximaria as entidades esportivas das empresariais. E neste cenário surge a discussão da estrutura de capital para as agremiações de futebol. Embora a literatura de estrutura de capital seja abrangente e tenha evoluído nos últimos anos, ainda não há um consenso entre os pesquisadores da teoria de finanças acerca do enquadramento teórico das modernas estruturas de capital. Desde a discussão de uma estrutura ótima proposta por Modigliani e Miller (1958) diversos estudos empíricos buscam comprovar tal contexto.

**Resultados:** Os achados indicam que os fatores de capacidade de geração de caixa e a longevidade do clube no eixo Rio-São Paulo podem determinar a estrutura de capital das entidades nos diversos níveis de endividamento, enquanto a rentabilidade, o tamanho e a capacidade de pagamento das dívidas mostraram-se insignificantes em todos os cenários, contrariando os prescritos pelas teorias modernas da estrutura de capital (Teoria *Trade-off* e *Pecking Order*).

**Contribuições teóricas/metodológicas/práticas:** Este trabalho além de contribuir com a busca de determinantes para os estudos empíricos da estrutura de capital, avalia de forma segregada as estruturas das entidades conhecidas por um alto nível endividamento no Brasil, os clubes de futebol.

**Palavras-Chave:** Determinantes da Estrutura de Capital; Nível de Endividamento; Clubes de Futebol.

## *Determining factors of indebtedness of brazilian football clubs: an analysis between 2014 and 2020 through quantile regression*

### ABSTRACT

**Aim:** This paper aims to analyzes the determinants of indebtedness of some current short and long term main Brazilian football clubs by examining the connection between the level of total short and long term indebtedness and the determinant factors provided by relevant literacy (profitability, risk, size, tangibility and growth opportunities).

**Method:** The research is based on accounting data extracted from balance sheets published by brazilian football clubs from 2014 and 2020, managing quantile regression to obtain the estimations.

**Originality/Relevance:** The evolution from recreational football to business football brought about a constant need for the clubs the search for new financing sources which would bring closer both corporate and sport entities. And in this scenario and a discussion about capital structures for football clubs rises. Although the literature of capital structure being wide and having evolved in the last few years, there is still not a common agreement among the researchers about the theoretical framework of modern capital structures. Since the discussion of an excellent structure proposed by Modigliani and Miller (1958) several empirical studies have been done to prove such context.

**Results:** The findings show that both cash flow generation factors and the longevity of the clubs in Rio-São Paulo may determine their capital structure within the various indebtedness levels, whereas factors such as profitability, size and debts payment capacity seem not to be relevant in all scenarios - which contradicts some contemporary capital structure theories (Trade-off and Pecking Order).

**Theoretical/methodological/practical contributions:** This study besides contributing to the search for determinants for empirical studies of capital structure, evaluates in a segregated way the structures of entities known for a high level of indebtedness in Brazil, the football clubs.

**Keywords:** Capital structure determinants; Indebtedness level; Football clubs.

## 1 INTRODUÇÃO

Implantado no Brasil no final do século XIX, por Charles Miller e Oscar Cox, o futebol transformou-se em uma paixão nacional que movimenta um contingente significativo de recursos financeiros e econômicos ano após ano (Lemos; Magnus; Silva, 2019). Segundo Holzmeister (2014), durante a sua evolução no país, o esporte deixou de ser considerado apenas uma forma de entretenimento das elites e passou a ser um produto a ser explorado economicamente, em que o lucro ocupou uma considerável posição ao lado do desempenho futebolístico como objetivos dos clubes e agremiações de futebol.

Articulado a estes acontecimentos, Rodrigues e Silva (2006) destacam que a profissionalização do esporte ganha expressiva significância no país, necessitando de estabelecimentos legais capazes de regulamentar a forma de gerir os clubes. Desta maneira, surge as normalizações conhecidas como Lei Zico (Lei nº 8.672, de 6 de julho de 1993), Lei Pelé (Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998), Estatuto do Torcedor (Lei nº 10.671, de 15 de maio de 2003) e a Lei de Moralização do Futebol (Lei nº 10.672, de 15 de maio de 2003).

Segundo Proni (2000) a Lei Zico pretendia regulamentar a comercialização no futebol profissional, reestruturar a divisão dos recursos da Loteria Esportiva do governo, estabelecer uma nova maneira de contratação do atleta profissional, assegurar a autonomia estatutária dos clubes de futebol e buscar caminhos democráticos para a representação das federações e da Confederação Brasileira de Futebol (CBF), isto é, aproximar a gestão do futebol brasileiro ao modelo praticado na Europa.

Seguindo este mesmo contexto, a Lei Pelé, objetivava a transformação dos clubes de futebol em empresas ou que fossem contratadas empresas para gestão do futebol pelas agremiações, como maneira de modernização comercial do esporte (Rodrigues, 2007). Por fim, Leite e Pinheiro (2014) e Rezende e Dalmácio (2015) apresentam os textos legislativos publicados em 2003. Para os autores, o Estatuto do Torcedor acabou aproximando o fã do futebol como um consumidor dos serviços esportivos, enquanto a Lei de Moralização do Futebol, passou a obrigar as agremiações desportivas, participantes de competições profissionais, a publicar demonstrações contábeis de cada período, auditadas e seguindo as orientações vigentes da atividade.

Finalmente, em 2021, é sancionada a Lei nº 14.193 com o intuito de garantir a caracterização das agremiações em Sociedades Anônimas do Futebol (SAF). Este novo implemento não apenas evolui os meios de gestão esportiva, mas acaba aproximando as agremiações das entidades de capital aberto do país.

Atualmente, o futebol tem se tornado uma relevante atividade econômica nacional. De acordo com o relatório da Confederação Brasileira de Futebol (2019), no ano de 2018, o esporte

movimentou direta e indiretamente cerca de 48 bilhões de reais, isto é, cerca de 0,72% do Produto Interno Bruto total do Brasil. Deste montante, 23% são provenientes do faturamento anual dos clubes brasileiros.

Todavia, apesar da expansão do futebol brasileiro na economia, a carência de uma boa gestão financeira dos clubes intensificou os seus endividamentos, pela necessidade de contratação de empréstimos emergenciais ou a realização de antecipações dos direitos de transmissão. Isto ocorreu devido ao aumento dos gastos com contratações e salários de jogadores e da comissão técnica e da falta de recursos orçamentários para o pagamento de encargos tributários e trabalhistas (Proni & Libanio, 2016).

Assim, torna-se imprescindível a busca pela eficiência financeira dos recursos disponíveis para os clubes. Para Lemos, Magnus e Silva (2019), obter montantes significativos de faturamento não pode ser a única vertente a ser analisada, afinal uma má gestão e desperdício de recursos são fatores que podem prejudicar a competitividade das equipes no campo como também a sustentabilidade dos negócios.

O principal produto dos clubes, o futebol do campo, já não é mais o único responsável pelas receitas das agremiações. Produtos esportivos, tais como camisetas, chuteiras, bolas e outros passaram a ocupar um espaço significativo na comercialização destas entidades. Além disso, outras relações com a mídia e patrocínio finalizam este mercado e, ao mesmo tempo que propiciam um benefício econômico, geram uma necessidade de excelência na entrega do produto esportivo (Carvalho & Carvalho, 2020).

Notoriamente, a evolução e a complexidade desta indústria fizeram com que os clubes passassem a buscar novas fontes de financiamento para as suas atividades, seja abdicando dos seus recursos próprios ou no engajamento de recursos de terceiros. Esta relação acaba se aproximando do meio das finanças corporativas. E nesta área, o consenso sobre a melhor estrutura de capital ainda parece estar longe de ocorrer (Britto, Serrano & Franco, 2018).

Visto isto, o objetivo central deste trabalho é identificar os determinantes do endividamento das principais agremiações do futebol brasileiro após a Copa do Mundo de 2014. Tendo como objetivos específicos: (i) identificar se indicadores de rentabilidade, capacidade de pagamento e geração de caixa dos clubes impactam no nível de endividamento; e, (ii) analisar a relação entre esses determinantes e o endividamento de curto e longo prazo assumidos pelos times, considerando os diversos estratos de endividamento.

Apesar de existir uma literatura abrangente sobre a busca por determinantes da estrutura de capital, Nakamura, Martin, Forte Carvalho Filho, Costa e Amaral (2007) defendem a necessidade de novas investigações acerca do nível de endividamento. Para os autores, partindo do pressuposto de existência de um nível ótimo da proporção de endividamentos, é interessante identificar os fatores que explicam esta relação para servir dois objetivos específicos. O primeiro, analisar a validade empírica das teorias, e o segundo, propiciar aos administradores caminhos para melhores tomadas de decisões.

Além disso, há evidências de que a estrutura de endividamento dos principais clubes brasileiros não seja homogênea para diferentes estratos, a qual não deverá ser capturada por métodos de regressão de mínimos quadrados. Carvalho e Carvalho (2020) apontam um cenário de desempenho econômico-financeiro expressivamente desigual entre as agremiações. Sendo assim, propõe-se o uso de estimações em regressão quantílica, para identificar os principais determinantes da estrutura de capital nos diversos níveis de endividamento dos clubes ao longo do tempo.

Destaca-se ainda que a utilização desta metodologia possibilita uma compreensão das heterogeneidades do endividamento das agremiações. Afinal, o aumento do endividamento dos principais clubes brasileiros, corriqueiramente pautado em noticiários esportivos, não parece ser a característica apresentada por todas as equipes.

Além desta introdução, o presente trabalho está subdividido em cinco seções. Logo, apresenta-se sequencialmente um referencial teórico embasado no histórico do futebol no Brasil e

suas regulamentações, assim como os aspectos conceituais acerca da estrutura de capital. Na terceira seção será abordado a estruturação metodológica para a estimação, seguida dos principais resultados e implicações. No capítulo derradeiro, apresenta-se as considerações finais, limitações e sugestões para estudos futuros.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Breve histórico do futebol no Brasil

Buraimo, Tena e De La Piedra (2018) apontam que o futebol tem sido caracterizado como um dos esportes mais populares de alguns países da América Latina, tais como Argentina, Uruguai e Brasil. Entretanto, Proni (2000) e Rodrigues (2007) destacam que o contexto brasileiro merece um destaque. Segundo os autores, diferente do que ocorreu nos países vizinhos, a introdução e evolução do futebol no território nacional não ocorreu em uma cidade portuária e conectada com a Europa, mas sim de uma maneira difusa, complexa e praticamente simultânea em distintas localidades no país.

Visto isso, Rodrigues (2007) e Santos (2011) propõem um mapa histórico-sociológico do contexto de desenvolvimento do futebol brasileiro, o qual é subdividido em cinco fases. A primeira, estabelece a introdução do esporte no país, cujo período é de 1894 a 1905. As principais características neste momento foram a elitização da modalidade, a criação de clubes elitistas e colegiais e a disseminação do futebol.

Embora tenha outras vertentes, oficialmente é aceito que o futebol chegou ao Brasil em duas localidades distintas, São Paulo (1894) e Rio de Janeiro (1897). Em ambas as oportunidades a inclusão do futebol como uma modalidade esportiva se deu pela influência europeia que Charles Miller e Oscar Cox, precursores do esporte em cada cidade, respectivamente, trouxeram com os respectivos retornos ao país (Pereira, 1998; Máximo, 1999).

Pereira (1998) e Máximo (1999) apontam que rapidamente o futebol conquistou as graças dos cariocas e paulistanos, se transformando em um dos passatempos mais procurados pelos cidadãos. Esta aproximação da população com o futebol surgiu com a simplicidade do esporte quando comparado com as demais modalidades praticadas. O novo desporto, não requeria muitos equipamentos, nem mesmo espaços próprios para a prática. Apenas bastava a vontade dos jogadores, uma bola e um espaço em aberto. Para Kittleson (2014), neste momento, embora os campos alinhados e gols fixos fossem apreciados, não eram estritamente necessários.

A expansão e popularidade do futebol, nas principais cidades da época, apresentava uma característica intrínseca que não pode ser desconsiderada. Apesar da criação de alguns clubes populares, de bairros e de trabalhadores industriais, a elitização do futebol não deixou de ser um luxo da modalidade (Bocketti, 2008). E este é o contexto da segunda fase de evolução do futebol no Brasil.

Em conformidade com Rodrigues (2007) e Santos (2011), o segundo momento do esporte é estabelecido entre 1905 e 1933, consagrando o contexto do amadorismo. Sob esta premissa, Bocketti (2008) destaca que, diversas barreiras foram impostas pelos esportistas elitistas, as quais geram uma característica amadora ao futebol. Dentre estas barreiras, a impossibilidade de contraprestação salarial dos atletas foi a mais significativa. Afinal, apenas membros das classes médias e ricas, apresentavam um tempo livre o suficiente para o treinamento, além disso, eram os únicos que poderiam assumir os custos de contratação de treinadores e compra de demais insumos.

Todavia, a criação de clubes não elitistas se expande no país, tais como Corinthians, Vasco da Gama, América, Bangu, dentre outros. Este processo garantiu a integração entre as classes sociais e raças no esporte. Esta evolução enfraqueceu a estabilidade da classe média da população, dando lugar ao futebol de fábrica (Bocketti, 2008; Máximo, 1999; Kittleson, 2014).

É neste momento que surge a necessidade de um organizador nacional da modalidade esportiva. Portanto, em 1916, orientado pelo ministro das Relações Exteriores do país, surge a

formalização da Confederação Brasileira de Desportos (CBD) (Sarmiento, 2006). Apesar do avanço institucional proposto pela CBD, a evolução do futebol no Rio de Janeiro e em São Paulo não cessou. Em 1917, ambos os centros esportivos despontam discussões sobre cobranças de ingressos durante as partidas, estabelecendo uma sinalização de transição para o profissionalismo.

Os anos subsequentes foram marcados pelo crescimento da 'paixão' pelo futebol, o transformando no esporte da massa popular. Neste intermédio, formava-se as principais competições regionalizadas, os atuais campeonatos estaduais. Embora esta seja uma segmentação complexa na modalidade, se tornou necessária dada as dificuldades do deslocamento dos clubes para possíveis competições nacionais no período (Prони, 2000).

A terceira fase do futebol, portanto, surge com o conceito de democratização e profissionalização do esporte. Este período inicia-se em 1933 e perdura até por volta de 1950 (SANTOS 2011). A progressão do amadorismo ao futebol profissional foi marcada por um conjunto de situações que merecem destaque. Primeiro, um maior número de adeptos ao futebol começou a acompanhar as partidas. Segundo, ocorre também um processo de profissionalização do esporte em países vizinhos, como Argentina e Uruguai. Terceiro, jogadores que não faziam parte da elite da sociedade parecem ganhar mais espaço em campo (Rodrigues, 2007).

Este foi o momento da segregação do futebol em duas instâncias, a saber: a amadora e a profissional. A primeira, coordenada ainda pela CBD, instituição que preservava o *status* elitista do esporte, e a segunda, pela Federação Brasileira de Futebol (FBF), fundada em 1933, a qual tinha uma visão de mudança para a profissionalização, articulando a integralização dos indivíduos que anteriormente eram considerados desqualificados (negros, mulatos e brancos pobres).

Essa dualidade no comando do futebol não se sustentou por muitos anos. Segundo Sarmiento (2006) e Rodrigues (2007), no início da década de 1940, o Decreto Lei nº 3.199, de 14 de abril de 1941 organizaria a estrutura esportiva. O futebol profissional passaria a ser aceito pela CBD como a modalidade a ser seguida a partir de então, e o amadorismo ficaria apenas para o lazer esportivo. Esta intervenção política tranquilizou as problemáticas do futebol até a década de 1950, quando Santos (2011) destaca ser o início da próxima etapa de evolução.

As décadas de 1950 e 1970 são marcadas pelo reconhecimento internacional do futebol brasileiro. É neste momento que ocorrem as principais conquistas da seleção brasileira no futebol mundial (Copas de 1958, 1962 e 1970) e o surgimento de nomes conhecidos, tais como Pelé, Garrincha, Tostão, Rivelino e Jairzinho. Além disso, inicia-se o processo de comercialização do esporte no país (Rodrigues, 2007; Santos, 2011).

As últimas décadas do século XX são conhecidas pela mudança imposta no estilo de jogo do brasileiro. A necessidade de treinamento incentivado pelas escolas europeias proporcionou uma modernização da prática de futebol. Nestas circunstâncias inicia-se a quinta fase do esporte, o período de modernização e comercialização, perdurando de 1970 a 2006 (Santos, 2011).

As últimas três décadas dos anos de 1900 evidenciaram uma evolução consistente no futebol. Houve o aumento das noções de comercialização dos direitos de imagem, início da publicidade, a criação do principal campeonato nacional (Campeonato Brasileiro de Futebol) em 1971 e a segregação da CBD em diversas confederações, inclusive a CBF em 1979.

A trajetória do futebol não parou por aí. Sendo assim, neste trabalho, teve-se a liberdade de acrescentar uma fase ao mapa histórico de Rodrigues (2007) e Santos (2011). A fase do futebol atual. Nesta ocasião, o governo brasileiro, a CBF e outras instituições passam a concentrar esforços em debates relacionados aos megaeventos esportivos que ocorreriam nos anos subsequentes, a saber: os Jogos Pan Americanos de 2007, a Copa das Confederações de 2013, a Copa do Mundo FIFA 2014 e os Jogos Olímpicos e Paraolímpicos de 2016.

Conseqüentemente, a estrutura do desporto enfrentou uma elevação dos investimentos públicos e privados, que visavam principalmente a modernização de estádios de futebol. Sendo

assim, novas despesas passaram a ser direcionadas aos clubes que teriam a posse ou a concessão destes novos aparatos arquitetônicos (Holzmeister, 2014).

Em resumo, o histórico do futebol no Brasil é extenso e complexo, entretanto, é fato que se demonstra progressivamente relacionado à evolução de sua sociedade. Assim, o esporte iniciou-se como um passatempo das classes mais altas, caracterizou-se como um elemento de integração social e paixão popular, profissionalizou-se, e então, tornou-se um negócio milionário (Máximo, 1999), o qual necessitou de regulamentação específica. Esta trajetória será levantada sequencialmente.

## 2.2 Evolução da legislação e da gestão esportiva

A partir da década de 1930, o futebol brasileiro evoluiu significativamente. O esporte começa a criar destaques significativos em duas vertentes. A primeira, destinada ao contexto lúdico e amador, baseando-se em valores e tradições que estavam presentes desde a sua inclusão no país, e a segunda, um ambiente profissional, o qual passa a compactuar com aspectos empresariais e pragmáticos visando o lucro, a eficiência, a rentabilidade e a competitividade (Rodrigues & Silva, 2006).

Esta mudança de comportamento levou a uma necessidade de controle intensificado por parte da legislação brasileira, principalmente, sobre os clubes que se profissionalizaram no decorrer dos anos. Afinal, expressivos montantes monetários estavam sendo movimentados neste mercado. Historicamente, é aceito que a evolução da legislação no futebol iniciou-se em 1976 quando foi promulgado a Lei nº 6.357, mais tarde conhecida como Lei do Passe (Rodrigues, 2007).

O mecanismo legal de 1976 previa que os atletas de clubes profissionais se tornariam um trabalhador da entidade que não teria o direito de mudar de equipe de maneira autônoma e sem prévia autorização do detentor de seu 'passe'. Caso houvesse o descumprimento, o indivíduo ficava proibido de continuar na profissão. Assim, o passe funcionava como uma espécie de indenização vitalícia ao clube que investiu na formação do atleta, mesmo depois de uma possível transferência, que deveria sempre ser permitida pelo clube (Proni, 2000).

Embora o sistema legal deste instrumento poderia ser caracterizado como um retrocesso no direito trabalhista dos atletas, ele tinha como objetivo central garantir uma remuneração contínua aos clubes que detinham a propriedade dos jogadores. Tal dispositivo legal só seria revogado na década de 1990 com o surgimento de novas regulamentações ao esporte, principalmente a Lei Pelé (Proni, 2000; Rodrigues, 2007).

Durante a década de 1990 iniciou-se a formulação da Lei Zico (Lei nº 8.672/93) e Lei Pelé (Lei nº 9.615/98). Ambas as regulamentações seguiam três principais postulados. Primeiro, era necessário garantir uma competitividade internacional do futebol brasileiro e alavancar a comercialização do esporte, ação que já ocorria desde 1980 no resto do mundo. Segundo, as tendências estrangeiras de gestão empresarial dos clubes estavam se mostrando benéficas ao desempenho dos times em campo e diminuíram os *déficits* das agremiações. E finalmente, era preciso estabelecer caminhos para a conversão dos clubes em empresas, uma vez que a profissionalização da gestão requeria maior transparência de negociações, ausência de manipulações políticas, lucratividade e satisfação dos torcedores.

A Lei Zico foi o primeiro capítulo da busca por uma modernização da gestão do futebol no país (Proni & Zaia, 2014). Segundo Proni (2000), a Lei Zico pretendia regulamentar a comercialização no futebol profissional, reestruturar a divisão dos recursos da Loteria Esportiva, estabelecer uma nova maneira de contratação do atleta profissional, assegurar a autonomia estatutária dos clubes de futebol e buscar caminhos democráticos para a representação das federações e da CBF. Em suma, a lei pretendia garantir uma aproximação da gestão esportiva nacional ao modelo europeu. Porém, como resultado facultou-se a transformação dos clubes em empresas com fins econômicos (Rodrigues & Silva, 2006).

Este novo modelo poderia estabelecer um caminho de sucesso gradativo para os clubes, desde que combinasse esforços para uma reestruturação dos seus departamentos esportivos, de



*marketing*, médico e financeiro. Todavia, como os problemas financeiros continuaram a aumentar, novos debates referentes à mudança da legislação voltaram a ocorrer (Rodrigues & Silva, 2006).

Concomitante a este cenário, as autoridades públicas brasileiras passaram a reavaliar os incentivos fiscais concedidos aos clubes de futebol. Desta maneira, neste ponto, eles passariam a ter características parecidas com qualquer empresa regular. Proni e Zaia (2014) destacam que as ideias por trás das novas regras fiscais pretendiam orientar os clubes para a modernização, enquadrando-os no contexto da indústria mundial de entretenimento.

À medida que as reivindicações governamentais se tornavam mais consistentes, a necessidade de revisão da Lei Zico era necessária. Portanto, em 1998, liderado pelo ministro do esporte, Pelé, foi promulgado a Lei nº 9.615/98, apelidada de 'Lei Pelé' (Proni & Zaia, 2014).

A lei pretendia estabelecer a transformação dos clubes de futebol em sociedades comerciais, em empresas ou que fossem contratadas empresas para gestão do futebol pelas agremiações, como maneira de modernização comercial do esporte. Contudo, devido às pressões políticas das federações e de diversos clubes, o grupo legislativo optou, mais uma vez, pela flexibilização da imposição (Rodrigues, 2007, Nazi, & Amboni, 2019).

Um dos motivos apresentados pelos agentes envolvidos foi que, clubes tradicionais, tais como Corinthians e Flamengo, já contavam com a participação de investimentos estrangeiros voltados ao desenvolvimento de parcerias que futuramente se tornaram benéficas para a transformação dos clubes em empresas. Porém, a desvalorização da moeda nacional em 1999 provocou a saída dos investidores internacionais do negócio (Proni & Zaia, 2014; Nazi & Amboni, 2019).

É notório que as propostas legislativas de mudanças focadas nos clubes de futebol do Brasil não tinham o intuito apenas de resguardá-los dos problemas financeiros, mas também de obrigá-los a manter uma maior transparência de sua gestão. Os clubes de futebol, em todo o percurso de suas existências, pareciam viver sob uma caixa preta, em que nenhum indivíduo de fora das diretorias era capaz de atestar, com confiabilidade, o quanto as agremiações deviam a terceiros ou o que gastavam de seus recursos (Proni & Zaia, 2014).

Diante deste contexto, somados a uma nova visão do governo, os anos 2000 estabelecem novas medidas legislativas. A proposta imposta pelas modernizações indicadas nas Leis nº 10.671/03 (Estatuto do Torcedor) e nº 10.672/03 (Lei de Moralização do Futebol) mostraram que o Governo Federal não estava mais disposto a proporcionar benefícios de refinanciamento das dívidas com a previdência social e outras despesas com a União sem a contrapartida de transparência.

Sendo assim, Leite e Pinheiro (2014) destacam que a Lei de Moralização do Futebol passou a ocupar um lugar de destaque para garantir a transparência da gestão desportiva no futebol. Tal legislação impõe a obrigação de publicação das demonstrações contábeis anuais, auditadas de forma independente e seguindo as recomendações vigentes da contabilidade para todos os clubes que tivessem envolvimento em competições de atletas profissionais no território nacional. Proni e Zaia (2014) complementam esta discussão o ceticismo inicial da confiabilidade das informações prestadas pelas primeiras demonstrações contábeis em 2003. Porém, em um curto espaço de tempo, esta legislação se tornou a principal fonte de transparência da situação financeira dos clubes.

Adicionalmente, era necessário a garantia de um público consumidor dos produtos esportivos. Assim, Rezende e Dalmácio (2015) argumentam a elaboração do Estatuto do Torcedor. Este código legislativo, inspirado no Código de Defesa do Consumidor, tinha o objetivo de disciplinar as relações comerciais entre os clubes e os seus consumidores diretos, isto é, os torcedores. Portanto, indica os principais direitos e deveres das partes envolvidas na relação comercial.

Proni e Libanio (2016) destacam que as soluções apresentadas no início dos anos 2000 não tiveram tanto êxito como esperado. Para os autores, a principal dificuldade das gestões financeiras esportivas era a coordenação entre os ativos e passivos das agremiações. Como a atividade operacional dos clubes de futebol apresenta um fluxo de caixa irregular, gerado pelo cenário incerto

de receitas e custos fixos elevados, os endividamentos ao longo dos anos se elevaram consideravelmente.

Alguns clubes conseguiram a constituição de departamentos focados à gestão financeira, os quais eram responsáveis pelas publicações de balanços e demonstrativos financeiros para cumprimento da Lei nº 10.672/03 e planejar novas estratégias de equilíbrio do fluxo de caixa. Dentre as principais estratégias para aumento das receitas, pode-se citar o *marketing* proposto pelos programas de sócio torcedor, os quais os torcedores (consumidores) pagam uma mensalidade em troca da prioridade e descontos na compra de ingressos. Todavia, não conseguiram conter a aceleração da folha de pagamentos e outros custos operacionais (Próni & Libanio, 2016).

Como possível solução, Próni e Libanio (2016) destacam que, em 2015, o governo federal editou a Medida Provisória nº 671, de 19 de março de 2015, a qual permite os clubes refinanciarem suas dívidas com o Fisco Federal e com o FGTS em um prazo de até 20 anos como meio de modernização do futebol. No mesmo ano, a medida foi sancionada em lei, sendo conhecida como a Lei de Responsabilidade Fiscal do Esporte (Lei nº 13.155/2015).

Segundo Próni e Libanio (2016), para conseguir o equacionamento da dívida o clube tem de aderir ao PROFUT (Programa de Modernização da Gestão e de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro), que prevê parcelamento das dívidas tributárias em até 240 meses (com redução de 70% das multas, 40% dos juros e 100% dos encargos legais) e da dívida com o FGTS em até 180 meses. As principais contrapartidas exigidas são as seguintes: a) pagar em dia as obrigações tributárias, previdenciárias e trabalhistas; b) pagar em dia os salários dos atletas, inclusive o “direito de imagem”; c) gastar, no máximo, 80% da receita bruta com o futebol profissional; d) manter investimento mínimo permanente nas categorias de base e no futebol feminino; e) adotar um cronograma progressivo de redução do *déficit* orçamentário (não deve ser superior a 5% a partir de 2019); f) publicar demonstrações contábeis padronizadas e auditadas (as quais devem ser submetidas a um conselho fiscal autônomo); g) não antecipar receitas previstas para mandatos futuros, a não ser em situações específicas; h) respeitar o período máximo de quatro anos para o mandato do dirigente esportivo (permitida uma recondução); i) incluir no estatuto o afastamento imediato de dirigente que praticarem gestão temerária (e sua inelegibilidade por no mínimo cinco anos).

A lei de responsabilidade fiscal não poderia ser a solução de todos os problemas financeiros dos clubes, assim, foi desenvolvido o Projeto de Lei (PL 5.082/2016), o qual viabiliza a conversão facultativa das agremiações em Sociedades Anônimas do Futebol (SAF). O objetivo da proposta era continuar assegurando uma gestão financeira transparente e solucionar problemas administrativos do futebol brasileiro, principalmente os que envolviam as suas dívidas. Além disso, esta característica jurídica é uma exigência legal para que os clubes possam disponibilizar a comercialização de seu capital na Bolsa de Valores (Próni & Libanio, 2016).

Em agosto de 2021, o PL 5.082/2016 é sancionado pelo governo sob a Lei nº 14.193, de 6 de agosto de 2021, instituindo as normas de constituições, governança, controle, transparência, meios de financiamento da atividade futebolística e o tratamento dos ativos, passivos, receitas e despesas dos clubes que decidirem se transformar em SAF. Uma característica central desta nova regulamentação é a aproximação das disposições e exigências de gestão de uma empresa de capital aberto garantidas pela Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 aos métodos de gestão dos clubes.

Para as equipes do futebol brasileiro que aderirem a esta nova estrutura não será suficiente a profissionalização da administração e os incentivos de responsabilidade fiscal, mas caberá uma mudança organizacional completa. Em primeiro momento, deverão melhorar a imagem institucional e fortalecer seu relacionamento com o público, principalmente, o que será o seu investidor (e este não pode ser restringido apenas aos torcedores da equipe). E segundo, deverá assegurar a transparência não apenas nos resultados financeiros, garantindo demonstrações financeiras mais coerentes e fidedignas, como também dos métodos de governança corporativa, permitindo a constante fiscalização da comunidade financeira doméstica e internacional. Final de contas, a indústria futebolística passará a exigir dos seus gestores duas necessidades importantes, a saber: as finanças equilibradas, principalmente no quesito endividamento, e uma boa campanha nas competições esportivas (Leoncini & Silva, 2005; Próni & Libanio, 2016).



Uma característica observada no contexto de gestão financeira das agremiações é o seu caráter reativo dado a mudança da legislação. Isto é, os clubes brasileiros sempre buscaram uma maneira de adaptação ao texto da lei não apresentando uma evolução no formato de controle da gestão. Visto isso, Proni e Libanio (2016) apontam a necessidade de acompanhamento do crescente progresso de endividamento dos clubes brasileiros, principalmente, após as parcerias empresariais realizadas por diversas equipes para reformulação ou construção dos seus estádios, visando o atendimento da Copa do Mundo FIFA de 2014 e outras necessidades dos torcedores, tais como segurança e limpeza. Ainda segundo os autores, estes novos gastos somaram aos encargos tributários e trabalhistas que já estavam consolidados nas demonstrações.

Assim, a literatura de finanças corporativas estabelece correntes de análise da estrutura de capital das empresas que buscam meios de identificar um ponto ótimo para a divisão do endividamento empresarial entre os capitais de terceiros e os próprios ou de acionistas. Estas correntes teóricas serão discutidas adiante.

## 2.3 Estrutura de capital

De acordo com Brito, Corrar e Batistella (2007), a estrutura de capital das empresas é um dos temas mais discutidos nas finanças corporativas. Sob esta perspectiva, Lara e Mesquita (2008) destacam que a estrutura de capital de uma entidade diz respeito ao mecanismo adotado pela organização para constituir o seu passivo, exclusivamente, retrata a composição relativa das obrigações totais da empresa, isto é, suas fontes de financiamento. Em outros termos, refere-se à maneira como as empresas utilizam o capital próprio e o capital de terceiros para financiar seus ativos, averiguando se esta dinâmica influencia ou não no seu valor de mercado (Brito, Corrar, & Batistella, 2007).

A estrutura de capital passou a ser discutida, principalmente, após o trabalho de Modigliani e Miller (1958). Os autores tinham como objetivo geral buscar a existência de uma combinação ótima entre os capitais de terceiros e próprio que minimize os custos de financiamento dos recursos aplicados e ao mesmo tempo pudesse maximizar o valor de mercado das empresas. Tal abordagem afirmava que, considerando um mesmo nível de risco, ausência de custos de falência, tributação, crescimento de fluxos de caixa, assimetria de informação e de custos de agência, a estrutura de capital não seria relevante, isto é, a forma com que as empresas se financiam não influenciava no seu valor de mercado (Nakamura, Martin, Forte, Carvalho Filho, & Costa; Amaral, 2007; Lara & Mesquita, 2008).

Logo, é de se esperar que o valor de uma empresa que não estivesse alavancada, seria igual aos seus fluxos de caixas projetados, após a tributação, descontados ao custo de capital próprio não alavancado (Modigliani & Miller, 1958). Perobelli e Famá (2002) complementam que os fluxos operacionais devem ser obtidos por meio do resultado operacional (receita menos custos e despesas de depreciação) após a tributação, sendo estes recursos totalmente distribuídos aos acionistas.

Por outro lado, para uma empresa alavancada, os fluxos devem ser distribuídos entre os acionistas da entidade e os credores. Desta maneira, o seu valor de mercado passaria a ser atingido pelo quociente entre o resultado operacional e o somatório do custo de capital próprio e do benefício fiscal dos juros que seriam destinados aos financiadores descontados a uma taxa livre de risco. Assim, quando a tributação sobre qualquer rendimento da organização for nula, o valor da entidade alavancada seria equivalente ao contexto não alavancado (Perobelli & Famá, 2002). Adicionalmente, Nakamura, Martin, Forte, Carvalho Filho, Costa e Amaral (2007) destacam que, nesta concepção preliminar, o endividamento alto ou baixo das empresas não afetaria o seu valor. Sendo assim, o valor de mercado seria definido pela composição dos investimentos ativados, isto é, as aplicações de recursos.

A existência ou não de uma 'estrutura ótima' de capital para as empresas pode ser considerado um dos problemas mais controversos da moderna teoria financeira. Segundo Kirch (2008), a estrutura de capital considerada ótima é aquela em que o valor da empresa é maximizado pelo menor custo de capital. Desta maneira, após os idealismos iniciais de Modigliani-Miller (MM), outros estudos passaram a investigar meios para flexibilização das restrições impostas no modelo.

Estes novos estudos, passaram a ser considerados como a teoria moderna da estrutura de capital. Todavia, apenas duas correntes específicas, a teoria *trade-off* e o modelo *pecking order*, destacaram-se para a fundamentação dos estudos empíricos (Brito, Corrar, & Batistella, 2007; Silveira, Perobelli, & Barros, 2008; Eça, gomes, & Valle, 2022).

A teoria *trade-off*, tendo como pressuposto básico a busca por uma estrutura ótima de capital, enfoca nos diversos custos e benefícios associados ao endividamento. Nesta corrente, Modigliani e Miller (1963) introduzem impostos, já Jensen e Meckling (1976) destacam o custo de agência e Miller (1977) os custos referentes a tributação pessoal e a falência.

Ocupando uma posição alternativa a esta, o modelo *pecking order* está fundamentado nos trabalhos de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), que incorporam a assimetria de informação nas decisões de financiamento das empresas. Sob este modelo não existirá uma estrutura ideal de capital da empresa e as questões referentes aos custos de falência e benefício fiscal seriam problemas secundários (Silveira, Perobelli, & Barros, 2008; Frank & Goyal, 2003; Quintella Junior & Coelho, 2021).

Inicialmente, Modigliani e Miller (1963) corrigem o modelo inicial de 1958. Neste estudo, os autores reconhecem o efeito dos impostos sobre o endividamento. Desta maneira, o valor da firma era dado pela conjugação da quantidade de dívidas e pela taxa de imposto aplicada em seu lucro. Segundo Santos, Martins; Figueira e Sanches (2014), no modelo de Modigliani e Miller (1963), as empresas deveriam utilizar apenas o capital de terceiros.

Neste contexto, a evidenciação das despesas com o endividamento em contas de resultado da empresa produz uma redução no lucro tributável e, conseqüentemente, diminui o valor a ser pago de imposto elevando o fluxo de caixa disponível para a companhia. Portanto, uma empresa com dívidas deveria ter um valor maior do que aquela sem dívidas. A partir de então, o custo de capital de terceiros seria menor do que o custo do capital próprio (Brito, Corrar, & Batistella, 2007; Lara & Mesquita, 2008).

Todavia, a elevação das dívidas nas empresas acaba pressionando os fluxos de caixa pela necessidade de pagamento de juros e amortização do principal, possibilitando uma maior probabilidade de falência. Esta probabilidade foi denominada por custos de falência, estudados por Miller (1977). Dado este cenário, a partir de um certo nível de dívidas, o benefício fiscal proveniente da elevação das dívidas acaba sendo excluído pelo risco de falência. É nesta situação que Brito e Lima (2005) apontam o surgimento da teoria *trade-off*.

Segundo Myers (1984), a teoria *trade-off* estabelece que o ponto ótimo de endividamento de uma empresa é geralmente determinado por uma comparação dos custos e benefícios da dívida, mantendo os ativos da empresa e os planos de investimentos constantes. Portanto, para Quintella Junior e Coelho (2021), a teoria *trade-off* inicia-se a partir da combinação de dois argumentos propostos por Modigliani e Miller (1963), os quais são caracterizados pela geração de benefícios fiscais para empresas alavancadas e pela existência de custos decorrentes da elevação do nível de endividamento. Sendo assim, à medida que a empresa aumenta sua alavancagem, ocorre um *trade-off* entre a obtenção do benefício fiscal da dívida e o custo de falência (Nakamura, Martin, Forte, Carvalho Filho, & Costa; Amaral, 2007).

Em resumo, a teoria afirma que o custo de capital da empresa, para os níveis mais baixos de endividamento, apresenta uma tendência declinante proporcionada pelos benefícios fiscais da dívida, tal como indicado na teoria clássica de Modigliani e Miller (1963). Todavia, ao passo que se aumenta a participação de capitais de terceiros na estrutura de endividamento da empresa, aumenta-se o custo total de capital decorrente do aumento do risco de falência. Assim, a função do custo de capital das empresas teria um formato de U, o que indicaria a existência de uma estrutura ótima de capital que minimiza o custo total de capital e, portanto, maximizaria o valor da entidade (Kirch, 2008; Quintella Junior & Coelho, 2021).

Sobre este contexto, Brito e Lima (2005) complementam que os custos de insolvência são menores para as empresas com maiores valores de liquidação. Para os autores, negócios com maior

proporção de ativos tangíveis tendem a utilizar uma parcela relativamente maior de dívida. Nesta mesma linha, empresas mais lucrativas ou menos voláteis apresentam menor probabilidade de inadimplência e, portanto, devem ser mais endividadas, já que possuem expectativas menores de custos de falência. Em contrapartida, Nakamura, Martin, Forte, Carvalho Filho, Costa e Amaral (2007) apontam que empresas mais arriscadas, isto é, que apresentam alto grau de volatilidade dos resultados e retornos operacionais, tendem a estar expostas a situações de falência, portanto, devem ser menos endividadas.

Uma vez que as empresas decidem financiar suas atividades com um nível mais alto de dívidas, elas passam a incorporar em sua habitualidade conflitos de interesses entre os credores, acionistas e administradores. Esta situação, primeiramente, foi investigada por Jensen e Meckling (1976), os quais utilizaram os denominados custos de agência para explicar a defesa dos credores. Nakamura, Martin, Forte, Carvalho Filho, Costa e Amaral (2007) ressaltam que, embora a teoria *trade-off* não tenha considerado os custos de agência explicitamente, ela também não nega a sua existência.

Um dos conflitos de interesse está alinhado à falta de controle dos credores sobre as aplicações dos recursos, visto que são eles que fornecem os fundos. Em contrapartida, os acionistas e sócios apropriam-se da parcela residual de lucro, responsabilizando-se apenas pela parcela de capital investida, portanto, haverá incentivos para investimentos de maiores riscos. Sendo assim, para que os credores não sejam prejudicados na relação, eles incorporam os custos de agência nos encargos financeiros atribuídos aos empréstimos e financiamentos (Brito, Corrar, & Batistella, 2007; Eça, Gomes, & Valle, 2022).

Por outro lado, o conflito entre os acionistas e os administradores emerge quando estes não detêm o controle total das ações da empresa. Assim, quando os gerentes não capturam a totalidade dos lucros propiciados pelos seus esforços, mas respondem pela integridade dele, o seu nível de empenho pode não estar próximo do ótimo (Brito & Lima, 2005; Lima & Martins, 2021).

Finalmente, Myers e Majluf (1984) investigam a assimetria de informações no processo de decisão de investimentos. Este fenômeno decorre do fato dos administradores internos de uma empresa obterem informações sobre todas as oportunidades de investimentos do negócio, enquanto os investidores externos não. Porém, segundo Harris e Raviv (1991), por meio da estrutura de capital os investidores externos podem reduzir a assimetria.

Nestes termos, Brito, Corrar e Batistella (2007) destacam resumidamente que, as empresas podem financiar seus ativos por meio de duas fontes de capitais, os capitais próprios ou os capitais de terceiros. Entretanto, a forma que as empresas utilizam estes capitais podem sinalizar informações distintas aos investidores externos. Assim, se a opção for um financiamento por dívidas, a empresa indica ao mercado que a administração acredita em uma subavaliação das suas ações, apontando um sinal positivo e o seu valor aumenta. Logo, para evitar um cenário oposto as organizações mantêm uma capacidade de endividamento para futuros investimentos.

Desta maneira, utilizando a assimetria da informação, o modelo de *pecking order* de Myers (1984), surge como alternativa à teoria de *trade-off*. Segundo o autor, há nas empresas uma relação hierárquica na decisão do uso das fontes de financiamento. Em geral, as empresas preferem se financiar por meio de recursos próprios (retenção de lucros). Caso esta primeira fonte não seja suficiente, então, vão procurar novos credores. E finalmente, só em um terceiro momento, as empresas aplicarão os recursos do capital próprio.

Frank e Goyal (2003), Nakamura, Martin, Forte, Carvalho Filho, Costa e Amaral (2007) e Quintella Junior e Coelho (2021) sinalizam que essa ordem de preferência se fundamenta no fato de que recursos gerados pelas atividades internas não geram custos de transação. Além disso, ainda segundo os autores, o aumento da emissão de novas dívidas tende a indicar uma informação positiva ao mercado, afinal os lucros propiciados pelo novo investimento seriam distribuídos apenas para os acionistas já existentes. Por outro lado, o aumento na emissão de novas ações, apontaria uma informação negativa ao mercado, visto que os administradores retêm um número maior de informações da real situação da empresa.

Portanto, o modelo *pecking order* sustenta que empresas mais lucrativas provavelmente serão menos endividadas, uma vez que poderão financiar os novos projetos sem a necessidade da contratação de novos endividamentos ou então emitir ações. A hesitação no processo de emissão de novas ações das empresas deve-se primordialmente à subprecificação das ações pelo mercado (Frank & Goyal, 2003; Medeiros & Daher, 2008; Silva, Santos, Pereira, & Bispo, 2022).

Medeiros e Daher (2008) complementam que a subprecificação do novo capital ocorreria dado a menor nível informacional que os potenciais investidores teriam sobre os fluxos de caixa esperados pela empresa. Consequentemente, os investidores infeririam que as empresas só buscariam capitais externos por ações em última instância e, portanto, ela estaria superavaliando o preço da ação. Neste cenário, o mercado forçaria a subprecificação, que conduziria ao subinvestimento e uma repartição de riqueza dos investidores antigos para os novos.

O modelo *pecking order* admite duas formas. A primeira, forma forte, remete a característica de que as empresas nunca procuraram a emissão de ações para o financiamento de novos projetos, utilizando apenas recursos internos e endividamentos. E a segunda, forma semi forte ou fraca, admitirá a emissão de um nível de ações quando necessário (Medeiros & Daher, 2008).

As teorias de estrutura de capital foram construídas em conjunto com uma série de investigações empíricas que objetivaram a verificação dos fatores que determinariam a estrutura de capital das empresas (Perobelli & Famá, 2002; Brito & Lima, 2005; Medeiros & Daher, 2008; Silveira, Perobelli, & Barros, 2008; Santos, Martins, Figueira, & Sanches, 2014; Britto, Serrano, & Franco, 2018; Marçal, Rengel, & Monteiro, 2021; Quintella Junior & Coelho, 2021; Silva, Santos, Pereira, & Bispo, 2022; Eça, Gomes, & Valle, 2022). Sobre este contexto, Nakamura, Martin, Forte, Carvalho Filho, Costa e Amaral (2007) ressaltam a importância das pesquisas empíricas como fonte de validação das teorias e respaldo para a tomada de decisões gerenciais. Visto isto, este trabalho além de contribuir com a busca de determinantes, avalia as estruturas das entidades conhecidas por um alto endividamento no Brasil, os clubes de futebol.

Nesta ocasião, a principal conjectura levantada para os clubes de futebol diverge daquela apontada por Marçal, Rengel e Monteiro (2021). Enquanto este último trabalho apontou uma convergência de doze grandes clubes brasileiros com o modelo *Pecking Order*, imaginou-se que os clubes de futebol se aproximam mais do consenso teórico da teoria de *trade-off*. Mesmo que a definição de uma teoria não seja de fato o objetivo, espera-se que essa teoria ofereça *insights* relevantes para as conclusões desta pesquisa e a definição de uma hipótese empírica, uma vez que historicamente os clubes apresentam níveis mais altos de endividamento e passaram por uma evolução legislativa controlando tal montante (Lei nº 13.155/2015 e Lei nº 14.193/2021). Essas considerações não foram elencadas pelos autores.

Assim, considerando os estudos prévios e a importância da gestão financeira para os clubes de futebol brasileiros na atualidade, foi investigada a seguinte hipótese: As variáveis expressas pelos indicadores de rentabilidade, capacidade de pagamento e geração de caixa são significativas para definir o endividamento total, de curto ou de longo prazo, dos clubes do futebol brasileiro. A próxima seção, descreverá as estratégias de estimação a serem utilizadas para verificar a validade da hipótese e atender o objetivo deste trabalho.

### 3 MODELO DE ESTIMAÇÃO E A BASE DE DADOS

#### 3.1 Modelo de estimação

Diversos estudos que buscam identificar os determinantes da estrutura de capital têm adotado os processos de estimação por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) ou por Efeitos Fixos e Variáveis de Painel (Brito & Lima, 2005; Brito, Corrar, & Batistella, 2007; Nakamura, Marti, Forte, Carvalho Filho, & Costa; Amaral, 2007; Santos, Martins, Figueira, & Sanches, 2014). Para estes casos, as estimativas concentram-se na medida de tendência central, resumindo a relação entre as variáveis dependente e independentes em apenas um valor, isto é, assume-se que a distribuição condicional é homogênea. Todavia, para o caso do futebol brasileiro, espera-se que a utilização

destas técnicas não sejam as mais eficientes, dado as particularidades diversas entre as agremiações, tais como tamanho, tradição, capacidade de obtenção de crédito dentre outras.

Sendo assim, se faz necessário a busca de uma estratégia de estimação capaz de considerar a heterogeneidade do endividamento condicional aos determinantes. Logo, aplicou-se o método de regressão quantílica (RQ), dado a sua robustez na consideração de *outliers*. O estimador da RQ traça uma melhor distribuição condicional da variável resposta dado um conjunto de regressores, neste caso a taxa de endividamento. Ademais, por meio da distribuição por quantis, realizado pela RQ, é possível investigar com parcimônia os limites das caudas da variável dependente (Cameron & Trivadi, 2005).

Alguns pesquisadores indicaram a exclusão dos *outliers* que eram responsáveis por distorcerem as estimativas, principalmente no contexto da estrutura de capital (Rajan & Zingales, 1995; Frank & Goyal, 2003). Porém, Cameron e Trivadi (2005) destacam que desconsiderar os dados extremos pode prejudicar a consistência das estimativas da regressão. Para tanto, o uso da RQ possibilita a análise da amostra completa de informações, ponderando-a em quantis diferentes, isto é, considerar uma divisão proporcional dos dados da variável dependente e sua relação com os determinantes.

Visto isso, é de se esperar que os determinantes da estrutura de capital dos clubes alocados em quantis diferentes também poderão ser distintos, principalmente entre os quantis superiores e inferiores. Pois, nestes casos, há dessemelhanças consistentes nos efeitos e influências do regressor.

Assim, assumindo que o  $\theta$ -ésimo quantil da distribuição condicional de uma variável dependente ( $y_{it}$ ), neste caso o nível de endividamento, é linear em  $x_{it}$ , o vetor de determinantes da estrutura de capital. A metodologia de RQ poderá ser escrita conforme expressa (1-3), em que  $i = 1, 2, \dots, N$  indica uma observação da amostra de análise e  $t = 1, 2, \dots, T$  o período, respectivamente:

$$y_{it} = \mathbf{x}'_{it}\beta_{\theta} + u_{it} \quad (1)$$

$$Quant_{y_{it}}(\theta|x_{it}) = \inf[y: F_{it}(y|x) \geq \theta] = \mathbf{x}'_{it}\beta_{\theta} \quad (2)$$

$$Quant_{u_{it}}(\theta|x_{it}) = 0 \quad (3)$$

Em que,  $Quant_{y_{it}}(x_{it})$  denota o  $\theta$ -ésimo quantil condicional de  $y_{it}$ , condicional no regressor  $x_{it}$ ;  $\beta_{\theta}$  é o vetor de parâmetros a ser estimados para os diferentes valores de quantis  $\theta$  em  $(0,1)$ ;  $u_{it\theta}$  é o termo de erro; e  $F_{it}(x)$  é a função de distribuição acumulada, condicional a  $x$ . O estimador de  $\hat{\beta}_{\theta}$  é obtido resolvendo o problema de minimização (4):

$$\hat{\beta}_{\theta} = \min_{\beta_{\theta}} \sum_{i=1}^n \rho_{\theta}(y_{it} - \mathbf{x}'_{it}\beta_{\theta}) \quad (4)$$

onde  $\rho_{\theta}$  é a função ponderada, para qualquer valor  $\theta \in (0,1)$ , assumindo a seguinte forma:

$$\begin{cases} \theta u_{it}, & \text{se } u_{it} \geq 0 \\ (1 - \theta)u_{it}, & \text{se } u_{it} < 0 \end{cases} \quad (5)$$

com  $u_{it} = y_{it} - \mathbf{x}'_{it}\beta_{\theta}$ . Assim, a função (4) calcula os resíduos e os multiplica pelos valores em (5), obtendo (6). Esse estimador é encontrado usando técnicas de programação linear (CAMERON & TRIVADI, 2005).

$$\hat{\beta}_{\theta} = \arg \min_{\beta_{\theta}} \left\{ \begin{array}{ll} \sum_{i=1}^n \theta |y_{it} - \mathbf{x}'_{it}\beta_{\theta}| & i: y_{it} \geq \mathbf{x}'_{it}\beta_{\theta} \\ \sum_{i=1}^n (1 - \theta) |y_{it} - \mathbf{x}'_{it}\beta_{\theta}| & i: y_{it} < \mathbf{x}'_{it}\beta_{\theta} \end{array} \right\} \quad (6)$$

As equações (5) e (6) indicam que as estimativas obtidas pela RQ são geradas através de uma minimização da soma ponderada dos termos de erros absolutos, em que o peso relativo

dependerá sempre do quantil especificado. Tais coeficientes geram medidas robustas, em que as estimativas não são sensíveis a observações extremas da variável dependente. Portanto, as soluções encontradas para diferentes quantis podem ser interpretadas como variações na variável explicada causadas pela mudança nas explicativas dado os diferentes pontos da distribuição condicional da variável dependente (Hao & Naiman, 2007).

Abordando a robustez da RQ, Hao e Naiman (2007) comparam as propriedades dos métodos tradicionais de regressão linear baseados na média (LRM) e da RQ, destacando duas características importantes. Primeiro, os modelos LRM supõem a homocedasticidade no termo de erro da regressão, isto é, a variância constante do termo do erro ao longo do tempo, e segundo, a normalidade das observações. Porém, nem sempre tais condições são observadas. Ademais, é importante destacar que mesmo que alguns pesquisadores adotem práticas de eliminação de dados para controle das limitações dos modelos, deve-se ter noção que estas técnicas podem gerar uma adulteração das realidades analisadas.

Sendo assim, a vantagem do emprego da RQ nesta pesquisa consiste exatamente na flexibilização das premissas básicas da LRM. Portanto, o método adequa-se melhor ao contexto de (1) modelos com a presença de heteroscedasticidade; (2) variáveis com distribuições não normais; e (3) dados com observações extremas, que geraram diferentes modelos ao longo da série histórica por meio de quantis (Hao & Naiman, 2007).

As próximas subseções descrevem as variáveis utilizadas e as fontes de dados básicas para a formação da amostra analisada. Ademais, a robustez para um cenário de pequenas amostras e a premissa de uma matriz de covariância analítica das diversas formas de heterogeneidade faz o método ser o mais indicado para os casos de análises de estruturas de capitais.

### 3.2 Desafios de identificação

A gestão financeira das agremiações de futebol ainda que progressivamente esteja avançando, não está passível de comparação com empresas comuns, as quais são utilizadas em todas as investigações empíricas sobre estrutura de capital (Perobelli & Famá, 2002; Nakamura, Martin, Forte, Carvalho Filho, Costa, & Amaral, 2007; Kirch, 2008; Britto, Serrano, & Franco, 2018; Quintella Junior & Coelho, 2021). Desta maneira, busca-se um novo caminho neste estudo.

Uma vez que o objetivo geral deste trabalho é o de identificar os direcionadores do endividamento das principais equipes do futebol brasileiro, será organizado um modelo contabilométrico que buscará examinar três eixos de indicadores internos das agremiações (rentabilidade, capacidade de pagamento e geração de caixa), como possíveis determinantes da estrutura de capital destas entidades, assim como proposto por Santos, Martins, Figueira e Sanches (2014).

Comumente, o endividamento das empresas é medido em termos totais na literatura (Kirch, 2008; Nakamura, Martin, Forte, Carvalho Filho, Costa, & Amaral, 2007; Britto, Serrano, & Franco, 2018). Todavia, para o caso particular dos clubes de futebol, imagina-se que este não seja o caminho correto a ser adotado. Dado que as agremiações contam com programas de refinanciamento de dívidas fiscais e empréstimos e financiamentos mensurados no longo prazo, pressupõe-se que o comportamento do endividamento no curto e longo prazo deve se alterar ao longo do período. Sendo assim, decidiu-se acompanhar o adotado por Quintella Junior e Coelho (2021) e incluir como variáveis dependentes os endividamentos segregados em curto e longo prazo.

Visto isso, o presente estudo abordará três variáveis dependentes, a saber: a proporção das dívidas totais com capital de terceiros ( $END(T)_{it}$ ), a qual será expressa pelo somatório do passivo circulante e passivo não circulante dos clubes dividido pelo ativo total; a proporção das dívidas com terceiros de curto prazo ( $END(CP)_{it}$ ), expresso pelo quociente do passivo circulante e as dívidas totais, expressa pelo o somatório de passivo circulante e passivo não circulante dos clubes; e, a proporção das dívidas de longo prazo ( $END(LP)_{it}$ ), mensurada pela divisão entre o passivo não circulante e as dívidas totais (Tabela 1).



**Tabela 1**

Variáveis dependentes e explicativas.

Eixo	Variável	Fórmulas	TC <sup>1</sup>	TO <sup>2</sup>	PO <sup>3</sup>
Dependente	END(T)	Dívidas/(Dívidas + Patrimônio Líquido)	N/A	N/A	N/A
	END(CP)	Passivo Circulante/(Dívidas)	N/A	N/A	N/A
	END(LP)	Passivo Não Circulante/(Dívidas)	N/A	N/A	N/A
Rentabilidade ( <i>RENT</i> )	ROE	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	+	+	-
	ROA	Lucro Gerado pelos Ativos (operacional) / Ativo Total Médio	S/A	+	-
Capacidade de Pagamento ( <i>CAPAG</i> )	Liquidez Corrente	Ativo Circulante/Passivo Circulante	S/A	+	-
	Ciclo Financeiro	Ciclo Operacional - Prazo Médio de Pagamento a Fornecedores (PMPF)	S/A	-	+
Geração de Caixa ( <i>GECAIX</i> )	Disp/Div	Disponibilidades/Dívidas Totais	S/A	+	-
	Giro do Ativo	Receita / Ativo Total	S/A	+	-
	Margem Operacional	EBTIDA x 100 / Receita Líquida de Vendas	S/A	+	-
Tamanho do Ativo ( <i>TAM<sub>it</sub></i> )		<i>Log (Ativo Total)</i>	S/A	+	-
	Controles ( <i>C</i> )	Variável <i>dummy</i> que assume 1 para as principais equipes do eixo Rio-São Paulo (Corinthians, Palmeiras, Santos, São Paulo, Flamengo, Fluminense, Vasco e Botafogo)		Imagina-se que todas estas variáveis terão coeficientes positivos.	
	Time <i>dummy</i>	<i>Dummy</i> para cada ano de análise			

**Obs.:** Dívidas = Passivo Circulante + Passivo Não Circulante. <sup>1</sup> Teoria Clássica; <sup>2</sup> Teoria de *Trade-off*; <sup>3</sup> Modelo de *Pecking order*; S/A: Sem associação; N/A: Não se aplica. **Fonte:** Elaboração pelos autores.

A rentabilidade das empresas tem sido abordada como um dos principais eixos influenciadores da estrutura de capital. Uma vez que no modelo *pecking order* há uma hierarquia na busca por fontes de financiamentos pelas empresas, isto é, as empresas preferem financiar seus investimentos inicialmente por meio de retenção de lucros (Brito, Corrar, & Batistella, 2007), imagina-se que a capacidade de geração de lucros de qualquer empresa interfira na sua decisão de estrutura de capital. Para tanto, incorporou-se duas medidas de rentabilidade ( $RENT'_{it}$ ) dos clubes de futebol na estrutura de estimação: o ROA (*Return on Assets*) e ROE (*Return on Equity*).

O ROA será incluído para mensurar a rentabilidade do clube em última instância. Segundo Santos, Martins, Figueira e Sanches (2014), o ROA não teria nenhuma relação com os modelos clássicos de estrutura de capital, garantidos pela proposição I do Teorema de Modigliani-Miller. Isto é, em um ambiente livre de impostos, custos de transação e a inadimplência, o valor de uma empresa alavancada é o mesmo que o da mesma empresa não alavancada, tornando irrelevante a escolha de uma proporção de uso do capital. Porém, esta dinâmica não é identificada para a teoria do *trade-off* e do *pecking order*. Para a primeira teoria, espera-se que os clubes que apresentam maiores níveis de rentabilidade poderiam assumir mais dívidas, uma vez que apresentariam menores riscos de falência. Enquanto que para a segunda, as empresas mais endividadas apresentariam menores níveis de rentabilidade (Brito & Lima, 2005).

O ROE, por outro lado, indicaria uma relação positiva com o endividamento na teoria clássica e *trade-off*. Santos, Martins, Figueira e Sanches (2014) argumentam que esta tendência ocorre em função do prêmio pelo risco do aumento de dívidas. Todavia, pelo *pecking order*, espera-se uma relação inversa, visto que empresas mais lucrativas vão assumir menos dívidas com terceiros e com o capital próprio. Este cenário é dado pela linha hierárquica de financiamento das atividades operacionais.

O segundo eixo de variáveis destacado neste trabalho é o da capacidade de pagamento ( $CAPAG'_{it}$ ) dos clubes. Segundo Santos, Martins, Figueira e Sanches (2014), a capacidade de pagamento de uma empresa está intimamente relacionada à teoria de agência e, portanto, infere reflexos nas correntes teóricas *trade-off* e *pecking order*. Para esta categoria, sugere-se a utilização do indicador de Liquidez Corrente (LC), o Ciclo Financeiro (CF) e um indicador criado pelo quociente entre as disponibilidades e as dívidas das equipes.

A LC remete a um indicador tradicional de análise de demonstrações contábeis, o qual objetiva avaliar, de forma macro, a disponibilidade dos bens e direitos para pagar as obrigações de curto prazo (MARION, 2019). Entretanto, sabe-se que tal indicador aponta algumas limitações, tais como o não cômputo do giro das contas e a evidenciação pelo regime de competência, portanto, imagina-se que o CF dos clubes possa diminuir tais deficiências.

Para este eixo de análise, entende-se que quanto maior a liquidez dos clubes maior será a sua disponibilidade para endividamento. Assim como, quanto menor o seu CF, maior a proporção de capitais de terceiros em razão da velocidade de pagamento do clube. Ambas as situações teriam uma aproximação com a teoria do *trade-off*. Por outro lado, para o modelo *pecking order*, um excedente de liquidez ou redução do CF permitirá que o clube empregue estes recursos em outros ativos operacionais.

Ademais, supõe-se que com um aumento do nível de disponibilidades os clubes terão mais possibilidades para elevar o grau de endividamento no contexto do *trade-off*, porém no *pecking order* esta tendência deve apresentar caráter inversamente proporcional, uma vez que os clubes preferiram sempre saldar suas dívidas com lucros e não caixa. Assim, é factível pensar que um indicador construído pela razão entre as disponibilidades e as dívidas totais teria os mesmos efeitos que LC (Santos, Martins, Figueira, & Sanches, 2014).

Finalmente, o último eixo de análise é a capacidade de geração de caixa ( $GECAIX'_{it}$ ) dos clubes. Portanto, utiliza-se os indicadores financeiros, Giro do Ativo (GA) e Margem Operacional (MO). Segundo Santos, Martins, Figueira e Sanches (2014), o GA indicará a capacidade dos clubes em realizar receitas com os ativos disponíveis e a MO apontará a sua apropriação.

Espera-se que a associação das variáveis tenha relação semelhante às observadas para o eixo da rentabilidade. Em conformidade com a teoria *trade-off*, os clubes que têm maior capacidade de geração de receitas e caixa poderão assumir um nível maior de dívidas, pois terão os meios para arcar com os custos de agência e apresentarão menor probabilidade de falência. Em contrapartida, segundo o *pecking order*, somente os clubes incapacitados de se autofinanciar aumentariam o seu endividamento (Santos, Martins, Figueira, & Sanches, 2014).

Além destes conjuntos de fatores discutidos como possíveis determinantes do endividamento, inclui-se um quarto grupo de informações. Este último conjunto de variáveis, os controles ( $C'_{it}$ ), são necessários pela característica da análise. Segundo Holzmeister (2014), a indústria do futebol apresenta algumas características intrínsecas que merecem destaque, dentre estas, a evolução popular das equipes do eixo Rio-São Paulo. Equipes, tais como Corinthians, Palmeiras, São Paulo, Santos, Flamengo, Vasco, Botafogo ou Fluminense apontam ser de grande representatividade nacional, portanto, decidiu-se incluir uma variável *dummy* ( $Big_{it}$ ) para capturar e controlar os efeitos de grandes equipes dos clubes que representam as principais capitais do futebol no país.

Perobelli e Famá (2002) destacam que o tamanho das empresas tende a interferir diretamente na decisão de endividamento. Segundo os autores, entidades maiores tendem a apresentar mais eficiência ao acesso de recursos financeiros e diversificação de negócios, portanto, apresentariam menores dificuldades financeiras, reduzindo os custos de falência e os ônus do endividamento. Sendo assim, utiliza-se o logaritmo do total do ativo dos clubes para mensurar o tamanho ( $TAM_{it}$ ) das equipes.

Diversos fatores não observáveis tendem a influenciar a dinâmica de gestão financeira do objeto de análise, tais como fatores macroeconômicos: fases do ciclo econômico (recessão, recuperação e economia aquecida), que podem interferir no processo decisório de endividamento das equipes. Desta maneira, para capturar esses efeitos, são incluídos efeitos fixos de temporada (*time dummies* -  $\phi_t$ ) que poderão minimizar quaisquer efeitos de omissão destas medidas. A Tabela 1 resume as variáveis e os sinais esperados em cada linha teórica.

A estimação (Equação 7) será realizada por meio das técnicas de painel de dados com regressão quantílica, em que  $i = 1, \dots, 29$  representa os principais clubes brasileiros de acordo com o *ranking* nacional de clubes e  $t = 2014, \dots, 2020$ , representando os períodos de análise.

$$END(x)_{it} = \beta_0 + \phi_t + \beta_1 RENT'_{it} + \beta_2 CAPAG'_{it} + \beta_3 GECAIX'_{it} + \beta_4 C'_{it} + \mu_{it} \quad (7)$$

em que  $END(x)_{it}$  indica o endividamento dos clubes, e  $(x)$  assumirá T para o endividamento total, CP no endividamento de curto prazo e LP no endividamento de longo prazo;  $\alpha_{it}$  a constante do

modelo,  $\phi_t$  variáveis *dummy* de tempo,  $RENT'_{it}$  vetor das variáveis do eixo rentabilidade (ROA e ROE),  $CAPAG'_{it}$  vetor das variáveis do eixo de capacidade de pagamento (LC, CF e Disp/Div),  $GECAIX'_{it}$  vetor do eixo de geração de caixa (GA e MO),  $C'_{it}$  vetor de controles (tamanho do ativo -  $TAM_{it}$  - e grandes clubes -  $Big_{it}$ ), os  $\beta_i$  são os coeficientes a serem estimados e  $\mu_{it}$  o termo de erro. A próxima seção descreve as fontes de dados das variáveis.

### 3.3 Base de dados e descrição

Desde a promulgação da Lei nº 10.672 de 15 de maio de 2003 os clubes de futebol são obrigados a divulgar suas informações financeiras como meio de garantir a transparência fiscal e administrativa. Sendo assim, a base de dados será composta por informações das demonstrações contábeis dos primeiros 29 clubes do *Ranking* Nacional de Clubes de 2021 disponibilizado pela CBF, conforme Tabela 2.

As informações concatenadas foram referentes ao ativo total, endividamento, receita, lucro e depreciação de todas as demonstrações para os anos de 2014 até 2020, sendo estruturadas em um painel de dados desbalanceado, visto que o Fortaleza (Ceará) e Paraná (Paraná) não divulgaram suas demonstrações para os anos de 2014 e 2015, o Ceará, Chapecoense e Atlético Goianiense para 2014 e o Cuiabá (Mato Grosso) de 2014 a 2017.

A Tabela A.1 apresenta as estatísticas descritivas (média, desvio padrão, mínimo e máximo) para todas as variáveis que serão utilizadas no estudo. Visto que as informações variam tanto no tempo (*within*) quanto entre os indivíduos (*between*) em um painel de dados, a tabela indica tal distinção.

**Tabela A1**

Estatísticas descritivas das variáveis.

Variável	Obs.	Corte da Variação	Média	Desvio Padrão	Mín.	Máx.
$END - T_{it}$	N = 192	overall	1,50	1,32	0,26	8,03
	n = 29	between		1,18	0,51	6,83
	T-bar = 6,62069	within		0,58	0,01	4,97
$END - CP_{it}$	N = 192	overall	0,61	0,51	0,05	3,29
	n = 29	between		0,41	0,15	2,04
	T-bar = 6,62069	within		0,31	-0,22	2,54
$END - LP_{it}$	N = 192	overall	0,89	0,93	0	5,39
	n = 29	between		0,85	0	4,80
	T-bar = 6,62069	within		0,37	-0,25	2,93
$ROE_{it}$	N = 192	overall	-0,19	5,34	-47,38	37,37
	n = 29	between		1,83	-6,92	4,72
	T-bar = 6,62069	within		5,02	-40,65	32,46
$ROA_{it}$	N = 192	overall	-0,02	0,61	-7,47	1,02
	n = 29	between		0,45	-2,28	0,35
	T-bar = 6,62069	within		0,52	-5,21	2,92
$LC_{it}$	N = 192	overall	0,35	0,34	0	2,94
	n = 29	between		0,19	0,09	0,84
	T-bar = 6,62069	within		0,28	-0,29	2,71
$CF_{it}$	N = 192	overall	-12,08	977,33	-8676,36	9854,38
	n = 29	between		451,15	-1715,93	1401,87
	T-bar = 6,62069	within		875,60	-6972,50	8440,44
$Disp/Div_{it}$	N = 192	overall	0,02	0,06	0	0,44
	n = 29	between		0,03	0	0,10
	T-bar = 6,62069	within		0,05	-0,07	0,36
$GA_{it}$	N = 192	overall	0,97	1,09	0,09	6,77
	n = 29	between		0,99	0,17	4,33
	T-bar = 6,62069	within		0,57	-1,06	4,17
$MOP_{it}$	N = 192	overall	-21,02	141,62	-1899,45	65,83
	n = 29	between		116,77	-629,41	37,34
	T-bar = 6,62069	within		117,00	-1291,07	620,49

Continua...

Continuação...						
$TAM_{it}$	N = 192	overall	350.313,60	380.847,90	1.651,62	2.164.040
	n = 29	between		366.084,80	4.816,57	1.286.065
	T-bar = 6,62069	within		113.506,80	-9.666,44	1.228.289
$Big_{it}$	N = 192	overall	0,29	0,46	0	1
	n = 29	between		0,45	0	1
	T-bar = 6,62069	within		0	0,29	0,29

Fonte: Elaborado pelos autores a partir da base de dados.

As informações apresentadas na Tabela A.1 apoiam a necessidade de utilização de uma regressão quantílica para a análise dos clubes brasileiros. De acordo com os dados, é possível perceber uma distinção no tamanho das equipes, enquanto há aquelas em que o seu ativo chega a 2 bilhões de reais, há também os que têm apenas 1,6 milhões de recursos disponíveis. Esta situação pressiona o endividamento total dos clubes, o que garante uma participação média do passivo de 149%, mínima de 26% e máxima de 803%, sendo as dívidas de longo prazo mais expressivas (média de 89%).

**Tabela 2**

Clubes selecionados para a base de dados.

Pos. <sup>1</sup>	Clube	Pont. <sup>2</sup>	Pos. <sup>1</sup>	Clube	Pont. <sup>2</sup>
1	Flamengo – RJ	16.768	16	Vasco da Gama – RJ	8.828
2	Palmeiras – SP	16.110	17	América Mineiro – MG	8.404
3	Grêmio – RS	15.180	18	Fortaleza – CE	8.086
4	Internacional – RS	13.310	19	Atlético Goianiense – GO	7.310
5	Atlético Paranaense – PR	12.968	20	Sport – PE	7.043
6	Santos – SP	12.776	21	Goiás – GO	7.027
7	Corinthians – SP	12.032	22**	Red Bull Bragantino – SP	6.332
8	São Paulo – SP	11.870	23	Vitória – BA	6.114
9	Atlético Mineiro – MG	11.789	24	Ponte Preta – SP	5.994
10	Cruzeiro – MG	11.768	25	Coritiba – PR	5.937
11	Bahia – BA	10.175	26	Avai – SC	5.819
12	Fluminense – RJ	9.666	27	Juventude – RS	5.725
13	Botafogo – RJ	9.529	28	Cuiabá – MT	5.679
14	Ceará – CE	9.128	29	Paraná – PR	5.175
15	Chapecoense – SC	8.985	30*	CSA – AL	4.852

**Obs.:** O *Ranking* Nacional de Clubes estabelece uma lista classificatória das agremiações de futebol seguindo o tabelamento de convenção de pontos proposto pela CBF. A pontuação é realizada pelo somatório de pontos, mensurado por pesos das competições nos últimos cinco anos, considerando as posições do clube no Campeonato Brasileiro (Série A, B, C e D), Copa do Brasil e a participação na Libertadores e/ou na Copa Sul-Americana. <sup>1</sup>Pos. é a posição do clube no *Ranking* Nacional de Clubes do ano de 2021; e <sup>2</sup>Pont. é a pontuação que a equipe recebeu no *Ranking*. \*Não foram localizadas as demonstrações do CSA-AL, portanto, o clube foi excluído da amostra; \*\* Antes de 2016 o Red Bull Bragantino era denominado apenas de Bragantino. **Fonte:** Elaborado pelos autores a partir do Ranking Nacional de Clubes CBF (2021).

## 4 RESULTADOS

Para a análise dos resultados, três procedimentos iniciais foram realizados. Em primeiro momento, procedeu-se à verificação de multicolinearidade por meio da aferição do Fator de Inflação de Variância (VIF). Para esta estatística, caso o valor observado para cada variável seja inferior a 5 não serão considerados problemas de multicolinearidade (Fávero, Belfiore, Takamatsu, & Suzart, 2014). Assim, usando um critério conservador, foram retiradas da base de dados as variáveis com VIF superior a 5, a saber: ROA (10,76) e Margem Operacional (10,71).

Como segundo procedimento, aplicou-se o teste de raiz unitária para dados em painel nas demais variáveis disponíveis (Teste Fisher, Phillips e Perron - Fisher-PP - proposto por Choi (2001)). O teste avalia a hipótese nula de não estacionariedade em todos os painéis (em que cada clube é um painel), isto é, a presença de raiz unitária contra a alternativa, que sinaliza que ao menos um painel é estacionário. Como resultado, as variáveis disponibilidades/dívidas e logaritmo do tamanho foram diferenciadas em primeira ordem, uma vez que foram consideradas não estacionárias a princípio.

Finalmente, realizou-se uma análise de assimetria e curtose das distribuições das variáveis dependentes. Tais resultados são descritos na Tabela 3. Pelos índices obtidos, é possível perceber

que todas as distribuições de endividamento são assimétricas positivas e leptocúrticas. O excesso destes índices em comparação à distribuição normal é corroborado com o teste de Jarque e Bera (1980), que indica fortemente a rejeição da hipótese nula de normalidade a um nível de significância de 1%. Tal contexto corrobora com a utilização da RQ para a obtenção das estimativas.

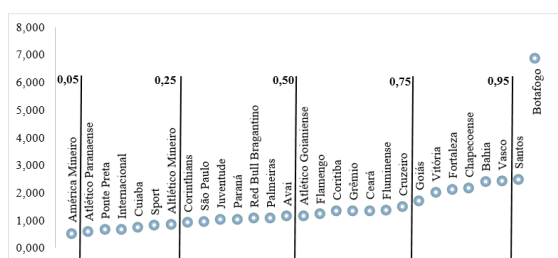
**Tabela 3**

Análise descritiva detalhada das variáveis dependentes.

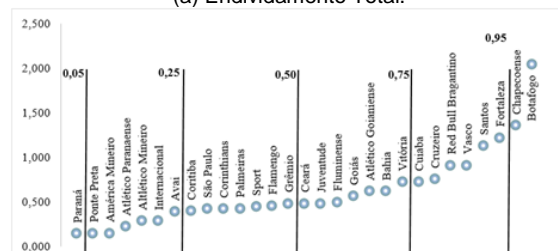
Estadística	$END(T)_{it}$	$END(CP)_{it}$	$END(LP)_{it}$
Percentil (5%)	0,530	0,110	0,100
Percentil (25%)	0,795	0,290	0,435
Percentil (50%)	1,085	0,465	0,595
Percentil (75%)	1,545	0,735	0,990
Percentil (95%)	4,500	1,620	2,320
Média	1,4953	0,605	0,890
Desvio Padrão	1,3210	0,510	0,929
Assimetria	2,9241	2,103	3,030
Curtose	12,304	8,538	13,364

Fonte: Elaborado pelos autores.

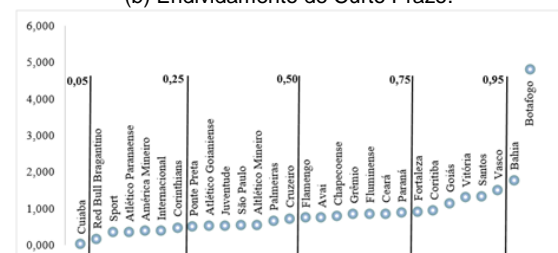
Ademais, é possível observar a heterogeneidade do endividamento das agremiações de futebol na Tabela 3. Enquanto o clube centrado no menor percentil de análise (5%) apresenta índice de endividamento total de 53% do seu patrimônio, os 5% mais endividados (percentil 95%) tem aproximadamente 450% de dívidas. Nas divisões de curto e longo prazo, o mesmo cenário é observado. Ambas as situações apresentam no menor percentil um patamar de 10% de dívidas de curto e longo prazo e, no maior 162% e 232%, respectivamente. A Figura 1(a) indica os clubes que compõe cada quantil para o endividamento total, enquanto a Figura 1(b) e Figura 1(c) apontam o mesmo para o endividamento de curto e longo prazo, respectivamente.



(a) Endividamento Total.



(b) Endividamento de Curto Prazo.



(c) Endividamento de Longo Prazo.

**Figura 1**

Composição dos Quantis para a média do Endividamento entre 2014 e 2020

Fonte: Elaborado pelos autores.

Uma característica comum nos três níveis de análise está no endividamento do Botafogo. O clube, em qualquer análise sempre compôs o grupo dos 5% mais endividados, situação que é agravada pela dificuldade de obtenção de lucros nos períodos analisados.

Por outro lado, os demais quantis acabam sendo alterados constantemente nas análises de curto e longo prazo. O Avai, por exemplo, se enquadrou em três quantis diferentes, sendo que para a análise de endividamento total compunha o quantil de 0,50, enquanto para o endividamento de curto prazo apareceu no quantil 0,25 e de longo prazo no quantil 0,75. Tal contexto também identificado para o Cuiaba-MT, Bahia-BA, Red Bull Bragantino-SP, Chapecoense-SC e Cruzeiro-MG corroborando com a necessidade de uma investigação segregada.

A Tabela 4 apresenta detalhadamente a correlação entre as variáveis do estudo. Na matriz, é possível verificar que o tamanho dos clubes tem uma relação inversamente proporcional ao endividamento. Isso ocorre devido aos conflitos de interesses entre os credores e as agremiações de futebol oriundos da expectativa existente de uma baixa transparência das informações financeiras da entidade. Quintella Junior e Coelho (2021) apontam que, este conflito tende a aumentar os custos de agências reduzindo as possibilidades de endividamento.

**Tabela 4**  
Matriz de correlação.

	$END(T)_{it}$	$END(CP)_i$	$END(LP)_i$	$ROE_{it}$	$LC_{it}$	$CF_{it}$	$Disp/Div_{it}$	$GA_{it}$	$Log(TAM_{it})$	$Big_{it}$
$END(T)_{it}$	1,000									
$END(CP)_i$	0,848** *	1,000								
	(0,000)									
$END(LP)_i$	0,957** *	0,656** *	1,000							
	(0,000)	(0,000)								
$ROE_{it}$	0,017 (0,819)	0,032 (0,662)	0,007 (0,928)	1,000						
	-	-	-							
$LC_{it}$	0,222** *	0,246** *	0,181** (0,012)	0,071 (0,325)	1,000					
	(0,002)	(0,001)								
$CF_{it}$	0,147** (0,042)	0,270** *	-0,060 (0,406)	0,007 (0,921)	0,010 (0,888)	1,000				
	-	-	-							
$Disp/Div_{it}$	-0,089 (0,260)	-0,074 (0,350)	-0,085 (0,283)	-0,036 (0,650)	0,270** *	0,019 (0,812)	1,000			
	-	-	-							
$GA_{it}$	0,219** *	0,351** *	0,119 (0,101)	0,086 (0,235)	0,013 (0,863)	-0,007 (0,929)	-0,014 (0,858)	1,000		
	(0,002)	(0,000)								
$Log(TAM)$	0,183** (0,019)	-0,144* (0,066)	0,179** (0,022)	0,077 (0,328)	0,202** *	0,042 (0,594)	0,059 (0,453)	0,160** (0,041)	1,000	
	-	-	-							
$Big_{it}$	0,315** *	0,232** *	0,321** *	0,073 (0,318)	-0,117 (0,106)	-0,012 (0,872)	-0,022 (0,778)	-0,104 (0,150)	-0,088 (0,263)	1,000
	(0,000)	(0,001)	(0,000)							

**Obs.:** Os p-valores estão entre parênteses. \* Significativo a 10%; \*\* Significativo a 5%; \*\*\* Significativo 1%. **Fonte:** Elaborado pelos autores.

A rentabilidade apresentou uma correlação positiva em todos os níveis de endividamento, sugerindo que os clubes mais rentáveis apresentaram maior capacidade de pagamento, principalmente no curto prazo que a interação é acentuada. Em contrapartida os indicadores da condição de pagamento apontam que os clubes com baixa capacidade de pagamento, normalmente obterão menos condições para se endividarem.

Finalmente, os clubes instalados no eixo Rio-São Paulo tendem a apresentar maiores níveis de endividamento. Este cenário é de possível observação, uma vez que estes clubes, são considerados como os mais desenvolvidos e normalmente conseguem gerar maiores montantes de faturamento por meio de captação de bilheteria e demais receitas do *matchday*, venda de produtos esportivos e de direitos televisivos.



Por fim, tomando por base o conjunto de observações foram estimados os coeficientes para diversos quantis (0,05; 0,25; 0,50; 0,75; 0,95) das distribuições de endividamento total  $END(T)_{it}$ , de curto prazo  $END(CP)_{it}$  e longo prazo  $END(LP)_{it}$ , como apresentado na Tabela 5. Os valores de erro padrão são mostrados em parênteses. Apenas alguns coeficientes foram estatisticamente significativos, em particular, aqueles que se referem a geração de caixa (especificamente, giro do ativo) e o controle de grandes clubes para todos os níveis de endividamento.

Com exceção das variáveis de controle, os resultados apresentados na Tabela 5 mostram que os sinais das variáveis oscilam constantemente, o que indica um efeito diferente em cada quantil analisado. Ademais, pode-se observar que não há um comportamento que justifique totalmente uma única abordagem teórica de estrutura de capital para os clubes, pelo contrário há uma constante mudança de aderência teórica ao analisar cada variável. Esta particularidade não ocorre apenas nesta indústria, tal contexto também é visualizado por Santos, Martins, Figueira e Sanches (2014) e Quintella Junior e Coelho (2021) ao tratar de empresas de materiais básicos e as maiores empresas do Brasil.

**Tabela 5**

Coefficientes estimados para as três desagregações da variável dependente.

Quantil	$RENT'_{it}$		$CAPAG'_{it}$		$GECAIX'_{it}$		$C'_{it}$	Const.
	$ROE_{it}$	$LC_{it}$	$CF_{it}$	$Disp/Div_{it}$	$GA_{it}$	$Log(TAM_{it})$	$Big_{it}$	
Dependente: Endividamento Total ( $END(T)_{it}$ )								
Q5	-0,0088 (0,0081)	-0,1198 (0,1304)	0,0001 (0,0003)	-0,4063 (0,6216)	0,0943*** (0,0560)	-0,1270 (0,1645)	0,3869* (0,0978)	0,586* (0,080)
Q25	-0,0023 (0,0041)	-0,0257 (0,1867)	0,00005 (0,0004)	-1,352** (0,6238)	0,1630** (0,0707)	-0,2686 (0,1669)	0,2399** (0,1015)	0,7786* (0,0776)
Q50	-0,0039 (0,0099)	-0,1097 (0,1627)	0,000004 (0,0003)	-0,3236 (0,6575)	0,3282** (0,1471)	-0,4939*** (0,2924)	0,3581*** (0,2145)	0,7824* (0,1098)
Q75	0,0036 (0,0189)	-0,2952 (0,2078)	-0,00004 (0,0004)	-0,8682 (1,0324)	0,7456** (0,2911)	-0,8483 (0,5136)	0,6002*** (0,3409)	0,9019* (0,2056)
Q95	0,0332 (0,0542)	-0,4286 (0,6066)	-0,0001 (0,0003)	-1,5783 (3,2242)	1,1237* (0,3473)	-1,0437 (0,8618)	3,2614* (1,1508)	2,0012** (0,7758)
Dependente: Endividamento de Curto Prazo ( $END(CP)_{it}$ )								
Q5	-0,0017 (0,0061)	-0,0026 (0,0785)	0,00002 (0,0002)	-0,1735 (0,2659)	0,0689 (0,0473)	-0,1907 (0,1423)	0,2069* (0,0607)	0,0668 (0,0647)
Q25	-0,0050 (0,0063)	-0,0701 (0,0671)	0,00001 (0,0001)	-0,0743 (0,5431)	0,1733* (0,0559)	-0,1173 (0,1023)	0,1566* (0,0525)	0,2153* (0,0523)
Q50	-0,0027 (0,0049)	-0,1342** (0,0619)	-0,00001 (0,0001)	-0,3075 (0,4754)	0,2493* (0,0477)	-0,1860 (0,1487)	0,1811* (0,0582)	0,2827* (0,0567)
Q75	0,0017 (0,0053)	-0,2453* (0,0843)	-0,00003 (0,0002)	0,6822*** (0,3695)	0,3707* (0,0714)	-0,3286 (0,2129)	0,2520*** (0,1511)	0,3506* (0,0946)
Q95	0,0150 (0,0146)	-0,2934 (0,1953)	-0,0001 (0,0002)	0,2639 (0,7100)	0,4812* (0,1152)	-0,1842 (0,3461)	0,5149** (0,2105)	0,4069 (0,3333)
Dependente: Endividamento de Longo Prazo ( $END(LP)_{it}$ )								
Q5	-0,0043 (0,0059)	0,0968 (0,1507)	0,00007 (0,0003)	-0,4311 (0,4422)	-0,0719* (0,0140)	-0,0504 (0,0693)	0,0311 (0,1096)	0,3640* (0,1109)
Q25	-0,0020 (0,0057)	-0,1071 (0,1431)	0,00004 (0,0002)	-0,2940 (0,3029)	-0,0179 (0,0429)	-0,0960 (0,0937)	0,1705** (0,0816)	0,5302* (0,0575)
Q50	-0,0013 (0,0043)	-0,0020 (0,1388)	-0,0002 (0,0002)	-0,7348 (0,6930)	0,1101*** (0,0627)	-0,3002 (0,1903)	0,2037*** (0,1201)	0,5205* (0,1100)
Q75	0,0061 (0,0118)	-0,1306 (0,1921)	-0,00002 (0,0002)	-1,2603 (1,5305)	0,3528*** (0,1917)	-0,5254 (0,3254)	0,2489 (0,2103)	0,6983* (0,1875)
Q95	0,0105 (0,0380)	-0,2087 (0,3849)	0,00006 (0,0004)	-1,5331 (2,6694)	0,8026** (0,3229)	-0,8816 (0,6141)	2,4988* (0,4606)	1,6239* (0,6143)

**Obs.:** As variáveis ROA e Margem Operacional foram excluídas do modelo final por apresentarem multicolinearidade; As variáveis disponibilidades e tamanho foram diferenciadas em primeira ordem; Todas as estimações utilizaram *time dummy*; O número de observações é de 163. \*  $p < 0,01$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,10$ .

**Fonte:** Elaborado pelos autores a partir dos dados da pesquisa.

No que diz respeito a variável de rentabilidade (ROE), os três modelos apresentam um comportamento parecido de insignificância do estimador. Contudo, caso as relações fossem confirmadas, os resultados poderiam ser analisados de duas maneiras. Primeiro, um resultado negativo insinuará que os clubes com rentabilidades positivas tendem a reduzir seus níveis de endividamento total, de curto e longo prazo. Tal fato confirma o modelo *Pecking Order* para as agremiações destes quantis, visto que o argumento desta corrente expressa que as entidades mais

rentáveis procuraram utilizar os seus capitais próprios (lucros e patrimônio líquido) para se financiar. Brito, Corrar e Batistella (2007), Nakamura, Martin, Forte, Carvalho Filho, Costa e Amaral (2007) e Medeiros e Daher (2008) seguiram esta mesma confirmação.

Por outro lado, uma relação positiva indicaria que as agremiações mais rentáveis procuram elevar seu endividamento, visto que possuem maior capacidade de honrar suas exigibilidades, reduzindo por consequência os custos de falências. Esta relação segue as determinações da teoria *trade-off* como argumentou Santos, Martins, Figueira e Sanches (2014) nos seus resultados.

Sobre o conjunto de indicadores que mensuram a capacidade de a empresa honrar com as suas obrigações a dinâmica é parecida entre a liquidez corrente e a razão entre as disponibilidades e as dívidas, isto é, uma relação negativa. Embora a significância estatística tenha aparecido apenas em poucos quantis (0,50 e 0,75 do curto prazo para liquidez corrente e para a razão das disponibilidades e dívidas no 0,25 do endividamento total e no 0,75 do curto prazo) é de se esperar que empresas que possuem maiores níveis de liquidez tenham os menores níveis de endividamento, seguindo o modelo *Pecking Order*. Nakamura, Martin, Forte, Carvalho Filho e Amaral (2007), quando obteve este resultado para empresas de capital aberto, apontaram que as entidades buscavam utilizar os ativos com maiores graus de liquidez para se financiar ao invés de recorrer às novas dívidas. Tal cenário é esperado para o caso brasileiro e, principalmente, para os clubes de futebol dada a escassez de recursos e as altas taxas de juros. Ainda sobre esta relação, apenas os coeficientes dos quantis de 0,75 e 0,95 para o endividamento de curto prazo e o quantil 0,05 para o longo prazo indicam uma relação positiva.

Ademais, Brito e Lima (2005) e Santos, Martins, Figueira e Sanches (2014) apontam que a relação positiva do ciclo financeiro com o endividamento (cenário corriqueiro nos resultados) confirma a ideia de que empresas com maior giro de caixa demandam menores níveis de endividamento tanto no curto quanto no longo prazo. Estes apontamentos ratificam a perspectiva da *Pecking Order* quanto à preferência de recursos próprios e à emissão de novas dívidas. Contraditoriamente, alguns clubes dos quantis 0,50, 0,75 e 0,95 apresentaram uma relação negativa, não aderindo à dinâmica das correntes. Essa diferença pode ser devido a uma geração lenta de recursos para pagamento das dívidas.

Adicionalmente, sobre a variável que mede a geração de caixa (giro do ativo), basicamente o único determinante estatisticamente significativo para a estrutura de capital dos clubes, esta apresenta uma relação positiva com o endividamento, seguindo a teoria do *trade-off*. Assim, ao passo que os clubes conseguem aumentar a sua capacidade de gerar caixa, isto é, receita, por meio dos ativos já existentes na entidade eles poderiam assumir mais dívidas, pois teriam condições de assumir os custos de agência decorrentes dos novos credores, apresentando menores probabilidades de falência.

Por fim, a expectativa dos controles era de que o tamanho dos clubes e a sua localidade (mensurado pela *dummy* de grandes clubes do eixo Rio-São Paulo) tendessem a explicar a dinâmica adotada quanto ao endividamento. O tamanho, usualmente tem sido utilizado como determinante da estrutura de capital (Kirch, 2008; Britto, Serrano, & Franco, 2018; Quintella Junior & Coelho, 2021), uma vez que as maiores entidades são mais diversificadas do que as menores e, desta forma, reduzem a probabilidade de falência. Porém neste estudo não observou-se nenhuma significância estatística. Tal resultado, desconexo com a teoria *trade-off* também foi encontrado por Perobelli e Fama (2002) e Kirch (2008) para estudos com objeto de análise de empresas brasileiras.

Por outro lado, a variável *dummy* estabelecida para os grandes clubes, assim como esperado, foi estatisticamente significativa e positiva em basicamente todos os quantis (exceção a isto está os quantis 0,05 e 0,75 do endividamento de longo prazo). Este resultado segue uma tradição histórica e evolutiva do futebol no Brasil. Os clubes de renome no eixo Rio-São Paulo são tidos como de alta influência nacional, esta característica permite que eles tenham acesso constantemente ao crédito, mesmo que não estejam em uma situação confortável econômico-financeira. Isto é, os credores, pela expectativa e pelo prestígio destes clubes, não teriam conflitos de interesses para aumentarem a liberdade ao crédito, possibilitando o aumento do endividamento destas agremiações.

Apesar de poucos determinantes serem significativos nas estimações, a aplicação da metodologia de RQ mostrou-se interessante e promissora para o contexto do futebol. A capacidade de evidenciar as relações heterogêneas entre as variáveis do estudo a depender do patamar (quantil) de endividamento das agremiações indica que os clubes têm definido a sua estrutura de capital seguindo tanto as suas particularidades para geração de caixa quanto a sua tradição evolutiva nos centros paulista e carioca.

## 5 CONCLUSÃO

O presente estudo buscou encontrar os determinantes do endividamento das principais agremiações de futebol do Brasil, investigando as relações existentes entre os diversos patamares (quantis) de endividamento total e endividamento de curto e longo prazo e os fatores que poderiam influenciar a decisão dos clubes na decisão da sua estrutura de financiamento.

O caminho proposto no trabalho desvinculou-se da convencional literatura de estrutura de capital, sustentada por determinantes associados a rentabilidade, tamanho, tangibilidade dos ativos, crescimento e risco das empresas, isto porque a identidade destas variáveis não é única e em diversas vezes não estão disponíveis para os *stakeholders* (Santos, Martins, Figueira, & Sanches, 2014). Desta maneira, a sugestão foi abordar o fenômeno sob outro viés, a partir do uso de indicadores financeiros relacionados à rentabilidade, à capacidade de pagamento e à geração de caixa, visto que as agremiações de futebol não apresentam todos os fatores elencados na literatura.

A proposta foi sustentada por uma análise de dados em painel desbalanceado com uma estimação por meio da regressão quantílica amparada pelo teste Jarque-Bera, uma vez que esta técnica pode avaliar detalhadamente o impacto de cada variável explicativa na distribuição do endividamento, conforme distintos quantis de endividamento. Para tanto, foram utilizados dados das demonstrações financeiras de 29 clubes de futebol entre os anos de 2014 e 2020, considerando as principais agremiações segundo o *Ranking* Nacional de Clubes de 2021.

O modelo inicialmente proposto apresentou problemas de multicolinearidade e de estacionariedade, sendo necessários alguns ajustes. Assim, foram excluídas as variáveis ROA e Margem Operacional, enquanto a razão entre as disponibilidades e as dívidas e o logaritmo do tamanho foram diferenciados em primeira ordem. Estas condições são comuns na literatura de estrutura de capital brasileira, visto a heterogeneidade das entidades locais (Nakamura, Martin, Forte, Carvalho Filho, & Amaral, 2007; Medeiros & Daher, 2008).

Apesar das limitações metodológicas e de estar fora do escopo do objetivo geral desta pesquisa, julga-se haver uma preferência pelo uso dos recursos de terceiros no processo de financiamento dos ativos dos clubes, de modo que o endividamento tem uma predisposição ao crescimento dado a capacidade de geração de caixa das agremiações e a sua localidade. Tais resultados corroboram com os argumentos da teoria *trade-off*. Embora a grande parte dos determinantes utilizados nesta pesquisa apresenta insignificância estatística, os sinais seguem o esperado para a lógica do endividamento ótimo, mostrando que os gestores das agremiações brasileiras intuitivamente acabam seguindo esta corrente.

Mais especificamente, os resultados apontaram a mesma relação para todos os determinantes nos quantis 0,05, 0,25 e 0,50 para todas as desagregações de endividamentos (total, curto e longo prazo) dos clubes de futebol. Nestas posições, o indicador que mensura a rentabilidade indica uma relação negativa com o endividamento, no mesmo sentido encontram-se a liquidez corrente e o tamanho das agremiações. Diferentemente a esta relação, o ciclo financeiro, o giro do ativo e a variável de grandes clubes do eixo Rio-São Paulo, nestes mesmos patamares de endividamento, têm uma relação positiva com o endividamento. Porém, sabe-se que em alguns coeficientes tais efeitos não podem ser discutidos, devido a insignificância estatística.

Por outro lado, os quantis superiores, 0,75 e 0,95, apresentaram resultados inversamente proporcionais aos quantis mais baixos, quando se trata da rentabilidade, da liquidez corrente e o ciclo

financeiro. Tal dinâmica reforça a necessidade de uma análise pelo grau de endividamento, isto é, por meio da regressão quantílica.

Adicionalmente, embora os resultados tenham sido parecidos para o endividamento de curto e longo prazo, julga-se a investigação isolada destes montantes importante, principalmente, pela possibilidade que as agremiações obtiveram em 2015 de refinar as dívidas com o Fisco Federal em até 20 anos (Proni & Libanio, 2016). Cabe ressaltar que os resultados encontrados limitam-se ao período e a amostra analisada, dificultando a aplicabilidade em cenários distintos.

Ademais, destaca-se que o endividamento é uma variável delicada de estudo, principalmente para os clubes de futebol. Historicamente, elevar o endividamento era a única saída para continuidade da operação dos clubes, já que até então não se tinha a figura dos investidores (pelos motivos de transparência já citados e por rentabilidade baixa) e nem em retenção de lucros (que não existiam). Porém, as conclusões desta pesquisa são suportadas pelas proposições teóricas distintas, tal cenário também já foi encontrado por estudos empíricos anteriormente realizados para o Brasil, mesmo que em outras indústrias.

Entende-se que a presente pesquisa contribui para duas correntes literárias. Em primeiro momento, o uso da RQ, pouco difundido nos estudos de estrutura de capital, demonstra um potencial significativo na análise das heterogeneidades dos quantis do endividamento e sua relação com as variáveis explicativas. Porém, o método ainda assim, não é capaz de mensurar outras informações relevantes para a composição da estrutura de capital, tais como taxa de juros do crédito, expectativa do mercado e outras condições. Adicionalmente, corrobora com o argumento de Britto, Serrano e Franco (2018) para analisar em separado os endividamentos de curto e longo prazo.

Além disso, o trabalho contribui com a literatura de finanças esportivas. Recentemente, uma gama variada de estudos tem se prontificado a utilizar o futebol brasileiro como objeto de pesquisa, afinal de contas o esporte tem se evoluído constantemente desde a sua inserção no país. Desta maneira, este estudo sustenta a necessidade que os clubes têm de geração de caixa e indica que a tradição de consolidação do esporte no país ainda se demonstra presente, ou seja, os clubes do eixo Rio-São Paulo ainda detêm a hegemonia do futebol nacional, tanto em campo quanto no quesito financeiro.

Assim como discutido pelos autores anteriores, o tema mantém-se importante e atual, visto a sua necessidade para a validação teórica, propiciando caminhos para melhores tomadas de decisão. Finalmente, trabalhos que contemplassem a estrutura de capital de agremiações específicas ao longo dos anos poderiam contribuir com o desenvolvimento do tema, afinal de contas os trabalhos desenvolvidos têm-se utilizado sempre de uma amostra de um conjunto distinto de entidades. Esta dinâmica poderá contribuir para o aperfeiçoamento das práticas administrativas, principalmente, na atual conjuntura de 'empresarialização' dos clubes. Adicionalmente, indica-se pesquisas com macro painéis e a investigação da cointegração entre as séries de dados, visto a interação entre os determinantes.

Ademais, sugere-se o uso de outras técnicas estatísticas, que permitam trabalhar com mais características, tais como defasagens e controles de correlações espaciais e a identificação de novos determinantes de estrutura de capital como base na teoria existente, de modo a buscar uma melhor compreensão de como os administradores das agremiações tomam as decisões acerca da estrutura de capital.

## REFERÊNCIAS:

- Bocketti, G. P. (2008). Italian Immigrants, Brazilian Football, and the Dilemma of National Identity. *Journal of Latin American Studies*, 40 (2), 275-302. <https://www.jstor.org/stable/40056663>.
- Brito R. D.; Lima, M. R. (2005). A escolha da estrutura de capital sob Fraca Garantia Legal: o caso do Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 59 (2), 177-208. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402005000200002>.

- Brito, G. A. S.; Corrar, L. J.; Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresa que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças*, 43, 9-19. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000100002>.
- Britto, P. A. P.; Serrano, A. L. M. ; Franco, V. R. (2018). Determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto em período de crise. *Revista Ambiente Contábil*, 10 (2), 364-383. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2018v10n2ID13843>.
- Buraimo, B.; Tena, J. D.; de La Piedra, J.D. (2018). Attendance demand in a developing football market: the case of the Peruvian first division. *European Sport Management Quarterly*, 1–16. <https://doi.org/10.1080/16184742.2018.1481446>.
- Cameron, A. C.; Trivedi, P. K. (2005). *Microeconometrics: methods and applications*. New York: Cambridge University Press.
- Carvalho, G. S.; carvalho, F. L. (2020). Determinantes da eficiência financeira e esportiva de clubes de futebol brasileiros. [Apresentação em congresso]. *XX USP Internacional Conference in Accounting*, São Paulo.
- CBF - Confederação Brasileira de Futebol. (2019). *Relatório Impacto do Futebol Brasileiro na Economia*. <https://www.cbf.com.br/a-cbf/informes/index/cbf-apresenta-relatorio-sobre-papel-do-futebol-na-economia-do-brasil>.
- CBF (2021). *Ranking Nacional de Clubes – 2021*. <https://www.cbf.com.br/futebol-brasileiro/noticias/index/flamengo-e-o-lider-do-ranking-nacional-de-clubes-2021-da-cbf>.
- Eça, j. P. A.; Gomes, M. C.; Valle, M. R. (2022). Estrutura de dívida e seus determinantes: uma análise das grandes indústrias brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 19 (50), 143-160. DOI: <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2022.e79533>.
- Fávero, I. P.; Belfiore, P.; Takamatsu, R. T.; Suzart, J. (2014). *Métodos quantitativos com Stata*. Elsevier Brasil.
- Frank, M. Z.; Goyal V. K. (2003). Testing the *pecking order* theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67 (2), 217–248. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0).
- Hao, L.; Naiman, D. Q. (2007). Quantile regression. *Series: Quantitative Applications in the Social Sciences. n. 149*. Sage Publications.
- Harris, M.; Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46 (1), 297–355.
- Holzmeister, A. (2014). A brief history of soccer stadiums in Brazil. *Soccer & Society*, 15 (1), 65-80.
- Jensen, M.; Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305– 360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Kirch, G. (2008) Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto. *ConTexto*, 8 (13), 1-21. <https://seer.ufrgs.br/index.php/ConTexto/article/view/11100>.
- Kittleson, R. (2014). *The country of football: soccer and the making of modern Brazil*. Berkeley: University of California Press.
- Lara, J. E.; Mesquita, J. M. C. (2008). Estrutura de Capital e Rentabilidade: análise do desempenho de empresas brasileiras no período pós Plano Real. *Revista Contabilidade Vista e Revista*, 19(2), 15-33. <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/352>.

- Leite, D. U.; Pinheiro, L. E. T. (2014). Disclosure de Ativo Intangível: Um Estudo dos Clubes de Futebol Brasileiros. Enfoque: *Reflexão Contábil*, 33 (1), 89-104. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v33i1.21400>.
- Lemos, L. F. B.; Magnus, B. E.; Silva, M. A. S. (2019) Análise da influência dos resultados econômicos e financeiros dos clubes de futebol no seu desempenho no Campeonato Brasileiro Série A. [Apresentação em congresso]. *XVII Convenção de Contabilidade do Rio Grande do Sul*, Bento Gonçalves.
- Leoncini, M. P.; Silva, M.T. (2005). Entendendo o futebol como um negócio: um estudo exploratório. *Gestão e Produção*, 12 (1), 11-23. <https://doi.org/10.1590/S0104-530X2005000100003>.
- Lima, R. Q. B; Martins, M. A. S. (2021). Influência da Estrutura de Capital sobre a Rentabilidade das Empresas do Setor de Energia Elétrica Listadas na B3. *ConTexto*, 21 (47), 66-78. <https://seer.ufrgs.br/index.php/ConTexto/article/view/109708>.
- Marçal, R. R.; Rengel, R.; Monteiro, J. J. (2021). Influência da estrutura de capital na venda de direitos econômicos de atletas e na receita de bilheteria em clubes de futebol do Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 40 (2), 99-113. DOI: <https://doi.org/10.4025/enfoque.v40i2.50116>.
- Marion, J. C. (2019). *Análise das demonstrações contábeis*. 8 ed. São Paulo: Atlas, Grupo GEN.
- Máximo, J. (1999). Memórias do futebol brasileiro. *Estudos Avançados*, 13 (37). <https://doi.org/10.1590/S0103-40141999000300009>.
- Medeiros, O. R.; Daher, C. E. (2008). Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 12 (1), 177-199. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552008000100009>.
- Miller, M. (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance*, 32, 261–275. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x>.
- Modigliani, F.; Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 47 (3), 261-297. <http://www.jstor.org/stable/1809766>.
- Modigliani, F.; Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53, 433–443. <http://www.jstor.org/stable/1809167>.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39 (3), 575-592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>.
- Myers, S.; Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
- Nakamura, W. T.; Martin, D. M. L.; Forte, D.; Carvalho Filho, A. F.; Costa, A. C. F.; Amaral, A. C. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro – análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, 44, 72-85. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000200007>.
- Nazi, R. M.; Amboni, N. (2019). Práticas de Governança Corporativa e seus Impactos em Clubes de Futebol da Cidade de Pelotas. *Revista Gestão Organizacional*, 17 (2), 153-168. <https://doi.org/10.21714/1679-18272019v17n2.p153-168>.
- Pereira, L. A. M. (1998). *Footballmania: uma história social do futebol no Rio de Janeiro (1902-1938)*. 1998. Tese (Doutorado em História). Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Filosofia e Ciências Humanas.
- Perobelli, F. F. C.; Famá, R. (2002). Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração*, 37 (3), 33-46.



- Proni, M. W. (2000). *A metamorfose do futebol*. Campinas (SP): Universidade Estadual de Campinas – Instituto de Economia (UNICAMP. IE).
- Proni, M. W.; Libanio, J. P. M. (2016). O futebol brasileiro na bolsa de valores? *Revista de Gestão e Negócios do Esporte*, 1 (2), 178-200.
- Proni, M. W.; Zaia, F. H. (2014). Financial condition of Brazilian soccer clubs: an overview. *Soccer e Society*, 15 (1). 108-122. <https://doi.org/10.1080/14660970.2013.854572>.
- Quintella Junior, O. M.; Coelho, C. U. F. (2021). Um estudo sobre os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras: uma análise de regressão quantílica. *Revista Ambiente Contábil*, 13 (1), 54-71. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2021v13n1ID23627>.
- Rajan, R. G.; Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50 (5), 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>.
- Rezende A. J.; Dalmácio, F. Z. (2015). Práticas de Governança Corporativa e Indicadores de Performance dos Clubes de Futebol: uma Análise das Relações Estruturais. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18 (3), 105-125. <http://www.revistacgg.org/index.php/contabil/article/view/878>.
- Rodrigues, F. X. F. (2007). *O fim do passe e a modernização conservadora no futebol brasileiro (2001-2006)*. 2007. Tese (Doutorado em Sociologia). Instituto de Filosofia e Ciências Humanas. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre.
- Rodrigues, M. S.; Silva, R. F. C. (2006). Clientes ou torcedores a empresarização do futebol no Brasil. *Revista Alcance*, 13 (2), 167-184. <https://doi.org/10.14210/alcance.v13n2.p167-184>.
- Santos, D.F.L.; Martins, R. A.; Figueira, S. R. F.; Sanches, A. (2014). Fatores determinantes da estrutura de capital das empresas de materiais básicos do Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 33 (2), 87-103. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v33i2.21339>.
- Santos, M. R. (2011). *O futebol na Agenda do Governo Lula: Um salto de modernização (conservadora) rumo a Copa do Mundo FIFA 2014*. 2011. Dissertação (Mestrado em Educação Física). Faculdade de Educação Física. Universidade de Brasília, Brasília.
- Sarmento, C. E. (2006). *A regra do jogo: uma história institucional da CBF*. Rio de Janeiro: Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil (CPDOC).
- Silva, M. A. S.; Santos, G. F.; Pereira, A. G.; Bispo, J. S. (2022). Efeito da Estrutura de Capital sobre diferentes perfis de rentabilidade das Empresas Listadas na B3. *Sinergia*, 26 (1), 79-94. DOI: <https://doi.org/10.17648/2236-7608-v26n1-12723>.
- Silveira, A. M.; Perobelli, F. F. C. Barros, L. A. B. C. (2008). Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12 (3), 763-788. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552008000300008>.

### Endereço dos Autores:

Universidade Federal de Juiz de Fora, Faculdade de Economia.  
Campus Universitário - Martelos  
Juiz de Fora - Minas Gerais - Brasil  
36036-300