



FATORES CONTÁBEIS EXPLICATIVOS DA POLÍTICA DE ESTRUTURA DE CAPITAL DOS CLUBES DE FUTEBOL BRASILEIROS

¹ Paulo Roberto da Cunha

² Cleston Alexandre dos Santos

³ Juçara Haveroth

RESUMO

Este artigo teve por objetivo evidenciar os fatores contábeis explicativos da política de estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros. O estudo caracteriza-se como descritivo, documental e quantitativo. Foram analisados 35 clubes de futebol, sendo 20 da série A, 11 da série B e 4 da série C com as demonstrações contábeis de 2015 publicadas. A análise dos dados foi realizada por meio de análise descritiva, correlação de Pearson e análise de regressão múltipla por meio do *Software SPSS®* versão 22.0. Os resultados encontrados apontam que o tamanho e a rentabilidade do ativo total influenciam de forma negativa o endividamento dos clubes de futebol, enquanto a tangibilidade o influencia de forma positiva, confirmando essas hipóteses. Ao contrário, a liquidez e o intangível não foram considerados estatisticamente significantes, ou seja, não influenciam de forma significativa e negativa o endividamento dos clubes de futebol brasileiros das séries A, B e C pesquisados, refutando para esses casos as hipóteses levantadas.

Palavras-chave: Clubes de futebol brasileiros; Estrutura de capital; Endividamento.

¹ Doutor em Ciências Contábeis e Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – PPGCC, na Universidade Regional de Blumenau – FURB, Santa Catarina, (Brasil). Professor e Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) da Universidade Regional de Blumenau (FURB). E-mail: pauloccsa@furb.br

² Doutorando em Ciências Contábeis e Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis PPGCC da Universidade Regional de Blumenau – FURB, Santa Catarina, (Brasil). Professor do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Mato Grosso do Sul - UFMS, Campus de Três Lagoas - CPTL. E-mail: cleston.alexandre@hotmail.com

³ Mestranda em Ciência Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC) da Universidade Regional de Blumenau – FURB, Santa Catarina, (Brasil). E-mail: jucara_haveroth@hotmail.com

ACCOUNTING EXPLANATORY FACTORS OF CAPITAL STRUCTURE POLICY OF BRAZILIAN SOCCER CLUBS

ABSTRACT

This paper aims to describe the accounting explanatory factors of the capital structure policy of Brazilian soccer clubs. This study is a descriptive, documentary and quantitative research with a sample of 35 soccer clubs, of which 20 belong to the A-series, 11 to B- and 4 to C-series. All of the clubs have published financial statements in 2015. Data analysis was performed by means of descriptive analysis, Pearson's correlation and multiple regression analysis through SPSS® software, version 22.0. The results show that size and profitability influence negatively the soccer clubs indebtedness while tangibility does the same positively, confirming the hypotheses. On the other hand, liquidity and intangibility were not considered statistically significant, that is, these factors do not influence significantly the debt of Brazilian soccer clubs of the A, B and C series, not supporting the hypotheses regarding these constructs.

Keywords: Brazilian soccer clubs; Capital structure; Indebtedness.

FACTORES CONTABLES EXPLICATIVOS DE LA POLÍTICA DE ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LOS CLUBES DE FÚTBOL BRASILEÑOS

RESUMEN

Este artículo tiene por objetivo evidenciar los factores contables explicativos de la política de estructura de capital de los clubes de fútbol brasileños. El estudio se caracteriza como descriptivo, documental y cuantitativo. Fueron analizados 35 clubes de fútbol, siendo 20 de la serie A, 11 de la serie B y 4 de la serie C con las demostraciones contables publicadas en el 2015. El análisis de datos fue realizada por medio del análisis descriptivo, correlación de Pearson y análisis de regresión múltiple por medio del *Software* SPSS® versión 22.0. Los resultados encontrados apuntan que el tamaño y rentabilidad del activo total influencia de forma negativa el endeudamiento de los clubes de fútbol, en cuanto a la tangibilidad de la influencia de forma positiva, confirmando estas hipótesis. A diferencia de la liquidez y el intangible no fueron considerados estadísticamente significativos, es decir, no tienen influencia significativa y negativamente de la deuda de los clubes de fútbol brasileño de la serie A, B y C examinados, refutar en estos casos las hipótesis.

Palabras clave: Club de fútbol brasileños; Estructura de capital; Endeudamientos.

1 INTRODUÇÃO

O futebol é uma atração cultural e uma prática desportiva que chama a atenção do público no mundo todo, sendo este também responsável pela geração de reflexos na esfera econômica (Holanda et al., 2012). Considerado como uma atividade, apesar de focar no entretenimento, com destaque para a grande admiração do torcedor diante do seu clube preferido, o futebol é considerado uma grande empresa, que é responsável por revelar jogadores considerados como futuras promessas, formar craques de futebol, valorizar atletas contratados e criar produtos que levam a marca do clube, o que impacta a geração e circulação de bilhões de dólares nas temporadas, principalmente no Brasil e em países da Europa (Dantas & Boente, 2011). Guzmán e Morrow (2007) discorrem que as entidades desportivas são, a todo momento, julgadas pelas práticas conduzidas no campo de futebol, como também na gestão, e nessa pressão e cobrança a conquista de vitórias e títulos, assim como ter lucros e boa situação financeira, necessita fazer parte do mesmo contexto da atividade.

A atividade futebolística visa de forma operacional à conquista de vitórias nos jogos. As vitórias são necessárias para a obtenção de títulos em competições estaduais, nacionais e internacionais, que têm a finalidade de arrecadar fundos para o clube. Para o alcance das metas, recursos precisam ser captados e aplicados de forma eficiente e eficaz (Dantas & Boente, 2011). Porém, Dantas, Machado e Macedo (2015) argumentam que nem sempre os resultados são coerentes com o investimento realizado. Porém, o que foi observado pelos autores é uma alta captação de recursos por parte dos clubes, sejam próprios ou de terceiros, e uma má aplicação e gestão dos recursos, resultando em números que indicam desperdícios, dificuldades financeiras e um elevado endividamento, que afeta diretamente a estrutura de capital.

A estrutura de capital, que se refere à forma como as organizações fazem uso do capital próprio e capital de terceiros para financiar os seus ativos, é um assunto que vem sendo muito discutido pelos pesquisadores da área financeira, centrado na questão principal: se a forma como a empresa é financiada influencia ou não o seu valor (Brito, Corrar & Batistella, 2007). A temática estrutura de capital é um tema controverso em finanças. O trabalho de Modigliani e Miller (1958), considerado como clássico, propõe que, diante de determinados pressupostos, a estrutura de capital torna-se irrelevante para o valor da empresa, o que se contrapõe à teoria convencional, que defende que há uma estrutura de capital ótima para a organização, que resulta na minimização do custo de capital da entidade e na maximização do seu valor (Brito, Corrar & Batistella, 2007).

Apesar de haver uma série de pesquisas teóricas e empíricas sobre estrutura de capital das organizações, essa temática não detém uma resposta pronta e predominante quanto à melhor ou mais adequada estrutura de capital para uma organização (Bastos & Nakamura, 2009), de modo que no contexto futebolístico não foi localizada literatura que abordasse essa discussão. Harris e Raviv (1991) apontam que os modelos têm identificados vários potenciais explicativos da estrutura de capital, mas não são uniformes, variando com o contexto. De acordo com Bastos e Nakamura (2009), algumas propriedades da dívida das organizações têm gerado consequências na decisão da estrutura de capital, como a relação do retorno entre credores e investidores, a previsão de falência, como também a desvinculação entre pagamento da dívida e desempenho da organização.

Estudos têm mostrado que os fatores contábeis: tamanho, tangibilidade, liquidez, rentabilidade, risco, crescimento, nível de imposto de renda, benefícios fiscais, entre outros, têm se revelado possíveis

determinantes das estruturas de capital das organizações (Brito, Corrar & Batistella, 2007; Bastos & Nakamura, 2009; Kayo & Kimura, 2011). Nakamura et al. (2007) argumentam que a identificação dos fatores que influenciam a determinação do endividamento das organizações proporciona a existência da possibilidade de identificar um nível apropriado de endividamento por meio da implantação de políticas de capital de longo prazo. Considerando os estudos supramencionados, diante da má gestão e endividamento dos clubes de futebol brasileiros e com a possibilidade de identificar os fatores que devem ser considerados no estabelecimento da política de estrutura de capital para uma eficiente gestão dos recursos, surge a seguinte questão de pesquisa: **quais são os fatores contábeis explicativos da política de estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros?** Assim, o objetivo da pesquisa é evidenciar os fatores contábeis explicativos da política de estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros.

A presente pesquisa justifica-se sob os aspectos da não localização de estudos similares no contexto futebolístico e para possibilitar aos gestores dos clubes de futebol brasileiros identificar os indicadores que devem ser considerados na decisão da política de estrutura de capital da entidade. Assim, o presente estudo visa também gerar informações que possam maximizar o valor dos clubes de futebol e contribuir para o processo de gestão com impactos positivos nos resultados dentro e fora de campo. A escolha do contexto futebolístico é em função do descontrole existente na gestão dos recursos, que vai desde a captação, seja de terceiros ou próprios, até a aplicação e o controle durante as temporadas (Dantas, Machado & Macedo, 2015). Os autores apontam que altos investimentos dos clubes de futebol no Brasil são realizados de forma desorganizada, além de resultar em desperdícios, têm impactado dificuldades financeiras, tanto a curto quanto em longo prazo, o que tem revelado altos níveis de endividamentos dos clubes.

Na literatura foram identificados vários estudos sobre os fatores explicativos da estrutura de capital em outros cenários, como, por exemplo, Perobelli e Famá (2002), Deesomsak, Paudyal e Pescetto (2004), Nakamura et al. (2007), Brito, Corrar e Bastitella (2007), Bastos e Nakamura (2009) e Kayo e Kimura (2011), porém, nenhum faz a relação entre a estrutura de capital com organizações no contexto de clubes de futebol brasileiros. No contexto do futebol, estudos tais como Costa Pereira et al. (2015), Dantas e Boente (2011), Dantas, Machado e Macedo (2015), entre outros, têm mostrado que um bom resultado econômico financeiro, cuja estrutura de capital tem um grande impacto, não tem sido convergente com as vitórias e conquistas dentro de campo. Além disso, Rezende, Dalmácio e Salgado (2010) argumentam que a má administração praticada na gestão do futebol brasileiro pode ser observada no desempenho operacional (esportivo), com alta frequência de clubes considerados renomados sendo rebaixados de divisão no campeonato brasileiro.

De acordo com Bastos e Nakamura (2009), os estudos têm mostrado vários fatores potenciais explicativos da estrutura de capital, porém tais fatores não se apresentam uniformes, tendo variação de acordo com o contexto, o que exige novas e mais profundas investigações. Dessa forma, como não foi identificado estudo abrangendo o contexto dos clubes de futebol e trata-se de uma área em que, em muitos casos, os resultados econômico-financeiros divergem dos operacionais (em campo) e que há uma frequência alta de má gestão organizacional, surge a oportunidade para a presente investigação e para a obtenção de novas constatações.

Além da introdução, a estrutura do trabalho contempla também a fundamentação teórica, em seguida, a descrição dos procedimentos metodológicos, a apresentação, análise e discussão dos dados da pesquisa, e, por fim, as conclusões e recomendações.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste tópico, discorre-se sobre as características dos clubes de futebol brasileiros, estrutura de capital e as principais teorias que dão suporte à discussão, finalizando o capítulo com o desenvolvimento das hipóteses.

2.1 Características dos Clubes de Futebol Brasileiros

A literatura tem mostrado que a origem do futebol sobreveio de tempos remotos, subentendendo-se que até antes mesmo de Cristo. No entanto, suas regras só começaram a ser estabelecidas a partir de 1660, e no “país do futebol” – Brasil – chegou somente no final do século XIX (Brandão, 2012).

De acordo com Rezende, Dalmácio e Salgado (2010), segundo a história do futebol, o reconhecimento dessa prática esportiva no Brasil se deu por meio de Charles Miller, em 1894, sendo que até hoje ele é reconhecido no meio esportivo como o precursor dessa atividade. Posteriormente a esse período, começam a surgir as primeiras competições que são organizadas, de modo que se inicia um movimento que passa a envolver aspectos sociais, culturais e econômicos.

Para o povo brasileiro, o futebol é considerado uma das principais atrações culturais, bem como prática desportiva, o que se reflete, conseqüentemente, na esfera econômica, na qual ocorre o aumento de arrecadação dos clubes de futebol por meio do licenciamento de marca, bem como a venda de ingressos (Holanda et al., 2012). Ainda segundo os autores, essa movimentação de numerários dos clubes acresce o interesse de grupos envolvidos, como o caso de investidores, governo e torcedores por informações que remetam a transações ocorridas nesse ambiente, tanto quantitativas como qualitativas, bem como existe a necessidade de regulamentação das práticas contábeis, o que possibilita uma maior uniformidade nos procedimentos e

compreensão das informações contábeis e comparação entre elas.

O futebol brasileiro passa por um período de contrastes e contradições (Marques & Costa, 2009). Os autores mostram que, dentro do contexto brasileiro, tem-se observado um retrocesso no que tange à gestão, o que tem ocasionado grandes crises tanto financeiras como esportivas nos clubes. Esse retrocesso, vivenciado pelos clubes, refere-se a salários atrasados, problemas de corrupção, dívidas com o INSS, lavagem de dinheiro, má gestão, dentre outros fatores (Rezende, Dalmácio & Salgado, 2010).

O problema está no fato de que os clubes de futebol deveriam ser gerenciados como empresas normais, contudo, a questão é que a realidade operacional, econômica, bem como a financeira, dos clubes de futebol brasileiros basicamente é delineada por atos de escândalos administrativos de má gestão, corrupção, sonegação fiscal, lavagem de dinheiro e fraudes financeiras, sendo que tais questões têm conduzido os clubes a um descrédito da sociedade, devido justamente ao uso de modelos de gestão ultrapassados e amadores (Rezende & Dalmácio, 2015). Além disso, os autores expõem que, em vista desse estado caótico dos clubes de futebol brasileiros, a suposição aceita seria de que essa situação seja em decorrência da ausência de mecanismos de gestão, monitoramento e controle.

Nos últimos anos, várias leis têm regulamentado a atividade de futebol no Brasil, em que, conforme Silva e Carvalho (2009), os clubes de futebol haviam sido considerados entidades sem fins lucrativos durante um longo período, e antes da Lei Pelé (9.615/98) não havia a preocupação em prestar contas à sociedade sobre suas ações. A partir da vigência da Lei Pelé, os clubes mudaram e passaram de clubes sociais para clubes empresas e todas as entidades envolvidas nesses processos passaram a ter a necessidade de adequar-se a um novo ambiente.

Desse modo, fica evidente que é preciso que haja de fato uma modernização das

organizações que comandam os clubes em termos de gestão e transparência, tendo em vista que a sociedade brasileira é insatisfeita com os serviços prestados e os clubes brasileiros, em contrapartida, em sua maioria endividados, acabam por desvalorizar sua marca ligada a uma ineficácia administrativa (Silva & Campos Filho, 2006).

De acordo com Marques e Costa (2009), em paralelo a necessidade de responsabilidade empresarial tem disseminado a necessidade de práticas mais transparentes, honestas e responsáveis na gestão de organizações, de maneira a se repensar a estrutura da empresa e seu papel perante a sociedade, que demanda iniciativas que já começam a classificar as empresas nesse sentido.

No entanto, apesar de que geralmente são reconhecidas, desde muito tempo, as vantagens da fortuita obrigação legal de divulgar informações, elas são enxergadas como reservas no dia a dia de muitas organizações esportivas. Em termos acadêmicos, até há pouco tempo era reduzido o volume de pesquisa dedicada às demonstrações contábeis obrigatórias publicadas pelos clubes de futebol no Brasil, bem como de sua utilização ou da percepção sobre sua utilidade por parte dos diversos públicos-alvo (Silva & Carvalho, 2009).

2.2 Estrutura de Capital

A temática estrutura de capital que faz parte da teoria de finanças corporativas é considerada como um dos assuntos mais complexos e polêmicos, conforme apontam Bastos e Nakamura (2009). Isso porque, de

acordo com os autores, as variáveis explicativas de uma estrutura de capital envolvem muitos fatores, como tangibilidade, tamanho, risco, rentabilidade, oportunidades de crescimento, benefícios fiscais, como também nível do imposto de renda, e tais fatores podem se apresentar com variações em função do enfoque utilizado por cada empresa.

Brito, Corrar e Batistella (2007) explicam que diversas discussões originaram um grande esforço de pesquisa focado na investigação dos aspectos que esclarecem a forma como as empresas se financiam. Corroborando essa ideia, Couto e Ferreira (2010) afirmam que a estrutura de capital corresponde ao modo como as empresas se valem do capital próprio como também do capital alheio como meio de financiar seus ativos. Concomitantemente à discussão em torno da existência ou não de uma estrutura de capital ótima para as empresas, há uma teoria de finanças que abriga ainda outro conceito também de forma assaz discutido nesse sentido, sendo ele o mercado eficiente (Perobelli & Famá, 2002).

Os trabalhos pesquisados até então passaram a levar em conta as imperfeições existentes no mercado, como impostos, custos de falência, custos de agência e assimetria de informações, formando um conjunto de novas teorias sobre estrutura de capital (Brito, Corrar & Batistella, 2007). Pohlmann e Iudícibus (2010), em estudos anteriores, ressaltaram que duas teorias se destacam no propósito de explicar o fenômeno: a Teoria do *Trade Off* e a Teoria do *Pecking Order*. No entanto, neste trabalho será analisada, além dessas duas, a Teoria da Agência, por dividir conceitos consistentes com o *Trade Off* e por contribuir para o presente trabalho, conforme Tabela 1.

Tabela 1 – Teorias de Estrutura de Capital

Teoria	Modelo	Características	Autores
Teoria Trade Off	Busca-se um ponto ótimo de endividamento.	Também entendida como estática.	Brito e Lima (2005); Bastos e Nakamura (2009); Pohlmann e Iudícibus (2010)
		Incentivo fiscal do endividamento recorre ao capital de terceiros até o nível em que os custos associados aos riscos de falência superam essa vantagem.	
		A alavancagem ótima é o resultado da ponderação entre os seus custos e benefícios.	
		Análise de benefício fiscal como os custos de dificuldades financeiras.	
Teoria Pecking Order	Não existe ponto ótimo de endividamento.	Também conhecida como dinâmica.	Myers (1984); Tedeschi (1997); Myers e Rajan (1998); Bastos e Nakamura (2009)
		Não há uma bem definida estrutura de capital.	
		Embora a estrutura de capital seja relevante, não existe uma única estrutura ótima.	
		Indica a existência de uma relação negativa entre a liquidez da empresa e os níveis de endividamento.	
Teoria da agência	Existe um ponto ótimo de endividamento	Entende-se a empresa como um conjunto de contratos.	Bastos e Nakamura (2009); Reis e Neto (2015)
		Maior endividamento obriga os administradores a serem mais eficientes.	
		As dívidas reduzem os custos de agência do fluxo de caixa livre, tornando menos arbitrarias as decisões dos administradores.	

Fonte: Elaborado pelos autores.

Conforme apresentado acima, essas teorias se relacionam com a estrutura de capital das organizações, a Teoria do *Trade Off* e *Pecking Order*, segundo os autores, são as mais estudadas diante das divergências que apresentam entre si. As teorias basicamente são fundamentadas em alguma imperfeição de mercado, portanto, derivam de impactos das decisões de financiamento sobre o valor da organização e indicam os fatores explicativos da escolha ótima de uma estrutura de capital (Brito & Lima, 2005).

Desse modo, confirma-se que as teorias são caracterizadas por informações com propriedades próprias, sendo que a teoria *Trade Off*, conforme Bastos e Nakamura (2009), bem como explicitado na Tabela 1, corroborado por diversos autores, refere-se a uma corrente teórica que entende haver uma estrutura, uma combinação ótima de capital próprio e capital de terceiros e que ela seria capaz de maximizar o valor da empresa considerando tanto os benefícios fiscais como os custos de dificuldades financeiras.

A teoria *Pecking Order*, de acordo com Myers (1984), ao contrário da anterior, seria a teoria que descreve as empresas que preferem se financiar internamente. Se, em algum momento, o financiamento externo for necessário, as empresas iniciam a captação de recursos que lhes deem maior segurança em primeira instância. Segundo o autor, as oportunidades de rentabilidade e de investimento demonstram que o fluxo de caixa gerado internamente pode ser maior ou menor do que as despesas de investimento. Caso seja menor, começam com a dívida.

A Teoria da Agência, por sua vez, alude à decisão instrumentalizada da estrutura de capital, de modo a ser um controle aplicável aos gestores, em que o maior endividamento reduz a arbitrariedade nas decisões dos gestores e reduzem os custos relacionados aos fluxos de caixa livres (Reis & Neto, 2015). No estudo de Bastos e Nakamura (2009) foi sugerido que as próximas pesquisas se concentrem em testar um modelo em particular ou ainda determinadas classes de modelos de modo, para se descobrir quais são de fato as

variáveis explicativas que possuem expressividade em um dado ambiente.

As teorias desenvolvidas procuram pelas condições nas quais os fatores explicativos influenciam a estrutura de capital (Reis & Neto, 2015). De acordo com os conceitos de Reis e Neto (2015), a estrutura de capital das empresas é um aspecto crítico na tomada de decisão e ainda desperta dezenas de inquietações a respeito das probabilidades do *mix* de títulos e fontes de financiamentos empregados pelas organizações.

No contexto futebolístico, o entendimento dessas teorias servirá para compreender de que modo essas organizações se estruturam e se financiam, fornecendo um panorama mais completo em relação a sua estrutura de capital e assim possibilitando aos *stakeholders* visualizar e entender a situação de cada clube de futebol.

2.3 Desenvolvimento das Hipóteses

Estudos já realizados apontam evidências de possíveis variáveis explicativas da política de estrutura de capital das organizações empresariais, tais como: tamanho da empresa (Titman & Wessels, 1988; Brito, Corrar & Batistella, 2007); liquidez (Myers & Rajan, 1998; Kaveski et al., 2015); tangibilidade (Jensen & Meckling, 1976; Myers & Majluf, 1984; Titman & Wessels, 1988; Rajan & Zingales, 1995; Brito, Corrar & Batistella, 2007); intangíveis (Titman & Wessels, 1988; Balakrishnan & Fox, 1993; Bah & Dumontier, 2001; Kayo, Teh & Basso, 2006) e rentabilidade (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984; Gomes & Leal, 2000; Brito, Corrar & Batistella, 2007). De acordo com a literatura e achados em outros contextos, o presente estudo vai buscar apresentar as relações no âmbito das organizações que contemplam os clubes de futebol brasileiros.

A primeira hipótese, em relação aos fatores contábeis explicativos da política de estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros, indica evidências para uma relação negativa entre tamanho e endividamento.

Estudos como o de Brito, Corrar e Batistella (2007) têm apresentado resultados em que o tamanho da empresa compreende um dos fatores explicativos do nível de endividamento. Apoiado na Teoria do *Pecking Order* e Assimetria de Informações, Titman e Wessels (1988) apontaram para uma correlação negativa entre o tamanho e o endividamento da organização, tendo como argumento que nas empresas menores o conflito entre investidores e gestores é severo, e o acesso a recursos de terceiros, principalmente o exigível a longo prazo, torna-se muito limitado. Diante do exposto, determina-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: O tamanho dos clubes de futebol brasileiros está relacionado negativamente com o seu endividamento.

Na discussão da liquidez, a Teoria do *Pecking Order* indica a existência de uma relação negativa entre a liquidez da empresa e os níveis de endividamento, já que as organizações que possuem maiores ativos líquidos tendem a procurar fontes de financiamento para investimentos futuros. A literatura mostra que a existência de maior liquidez induz a gestão a transformar ativos em financiamento interno e à desapropriação do valor aplicado pelos sócios, como também possibilita um maior controle dos investidores nos gestores por ser menos onerosa (Myers & Rajan, 1998).

Os fatos mencionados anteriormente podem gerar um conflito entre gestores e os investidores, porém, a solução pode estar na limitação da capacidade da gestão em transformar os ativos em financiamento interno, e, dessa forma, com um menor risco de transformação, a dívida fica mais barata, pois os investidores têm custos mais baixos quando relacionados ao fornecimento de fundos (Myers & Rajan, 1998). No estudo de Kaveski et al. (2015), os achados mostraram que empresas que possuem melhor liquidez corrente utilizam menos recursos de curto e longo prazo, como forma de financiamento. A partir da presente discussão, indica-se a seguinte hipótese:

H2: A liquidez dos clubes de futebol brasileiros está relacionada negativamente com o seu endividamento.

De acordo com os argumentos de Rajan e Zingales (1995), se uma parcela relevante dos ativos é representada por ativos tangíveis, esses ativos palpáveis podem ser utilizados como garantia, o que implica a redução dos riscos de os credores terem custos de agência da dívida e o aumento da chance de retenção de maior valor da organização, caso ocorra um processo como uma liquidação. Sendo assim, os autores enfatizam que empresas, ao terem uma maior tangibilidade, seriam mais alavancadas.

A Teoria da Agência e a Teoria do *Trade Off* possibilitam argumentar que empresas que possuem elevados ativos tangíveis estão sujeitas a ter maior dívida, apresentando uma relação positiva. Jensen e Meckling (1976) mostram que, devido à presença do custo de agência da dívida, as empresas tendem a optar por investimentos mais arriscados após a emissão de dívida e conseqüentemente transferir riqueza dos credores para os sócios. Dessa forma, o risco de o credor ter custos de agência da dívida pode ser diminuído caso a empresa possua ativos tangíveis elevados e eles sejam utilizados como garantia.

Portanto, levando em consideração informações assimétricas e custos de agência, é possível inferir que os credores têm preferência por conceder empréstimos para empresas que tenham ativos fixos, já que o uso das dívidas garantidas induz à redução da assimetria informacional entre gestores e credores (Titman & Wessels, 1988; Brito, Corrar & Batistella, 2007). Portanto, ao fazer uso de ativos fixos como garantias, há a redução dos problemas de conflito de interesse entre os gestores e os credores, e, ainda, minimiza possíveis problemas de informações que os gestores possuem e que os credores não detêm sobre a viabilidade de projetos financiados, o que acaba também dificultando a escolha de estratégias arriscadas pelos gestores com o intuito de se apropriar de

riqueza dos credores (Myers & Majluf, 1984). Diante do exposto, surge a hipótese:

H3: A tangibilidade dos clubes de futebol brasileiros está relacionada positivamente com o seu endividamento.

A literatura tem mostrado o aumento do interesse em estudos contemplando os ativos intangíveis, principalmente em função da crescente valorização das organizações a partir de 1980 (Kayo, Teh & Basso, 2006). Os achados de estudos na área de estrutura de capital, tais como Titman e Wessels (1988), Balakrishnan e Fox (1993), Bah e Dumontier (2001) e O'Brien (2003), têm mostrado a influência de ativos intangíveis na determinação da estrutura de capital das empresas, o que tem revelado uma relação negativa com o endividamento, ou seja, quanto maiores os ativos intangíveis, menor é a concentração de dívidas.

Bah e Dumontier (2001) sugerem três motivos para a existência da influência de ativos intangíveis na determinação da estrutura de capital das empresas. Primeiro tem-se que os credores ficam expostos e sujeitos ao problema de substituição de ativos, o que pode acarretar maior dedicação a projetos com maior risco do que os inicialmente analisados e, conseqüentemente, pode resultar em expropriação de riqueza dos credores por parte dos gestores. Um segundo motivo destaca que ativos intangíveis não podem ser ofertados facilmente como garantias de dívidas e, por fim, o registro elevado de capital de terceiros pode inibir a decisão de realizar e aceitar um projeto de investimento caso o retorno não seja suficiente de compensar a dívida, o que pode prejudicar o credor na ocorrência de uma provável liquidação. Em função disso, surge a possibilidade de o credor impor a inclusão de um prêmio pelo risco, o que pode direcionar o gestor a preferir uma maior predominância de capital próprio como meio obtenção de recursos (Bah & Dumontier, 2001). Diante do exposto, surge a hipótese:

H4: A utilização de intangíveis pelos clubes de futebol brasileiros está relacionada negativamente com o seu endividamento.

A Teoria de *Pecking Order* mostra que empresas mais rentáveis possuem mais recursos internos (que estão disponíveis) para aplicar em investimentos, o que permite evitar problemas originados pela assimetria da informação derivados de seleção adversa, risco moral e custos de transação, resultando na possibilidade de inferir que há uma relação negativa entre rentabilidade e endividamento (Myers & Majluf, 1984; Myers, 1984). Gomes e Leal (2000), apoiados na Teoria *Pecking Order*, argumentam que as empresas têm como prioridade o financiamento interno, pois as organizações que obtêm e oferecem mais lucros têm a possibilidade de reter maiores lucros com o propósito de financiar novos investimentos, o que reduz a necessidade de financiamento por meio de capital de terceiros.

De acordo com Brito, Corrar e Batistella (2007), a capacidade da empresa em gerar lucros apresenta influência na sua estrutura de capital, sendo que as organizações que aumentam a fonte de recursos próprios para autofinanciamento deverão recorrer menos a fonte de recursos de terceiros, e, assim, é esperado que as organizações que possuem maior rentabilidade sejam menos endividadas. Diante do contexto analisado, tem-se, então, a quinta hipótese que direciona este estudo:

H5: A rentabilidade dos clubes de futebol brasileiros está relacionada negativamente com o seu endividamento.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Com o objetivo de evidenciar os fatores contábeis explicativos da política de estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros presentes nas séries A, B e C do Campeonato Brasileiro do ano de 2015, este estudo caracteriza-se quanto ao objetivo como descritivo, quanto aos procedimentos como pesquisa documental e quanto ao seu problema como quantitativo.

A população é constituída por 60 times brasileiros presentes nas séries A, B e C do Campeonato Brasileiro de futebol no ano de 2015. A escolha pelos clubes das séries A, B e C do Campeonato Brasileiro é justificada pelo fato de ser a competição mais importante de nível nacional, enquanto a opção pela primeira, segunda e terceira divisões é por terem as competições o mesmo formato, sendo compostas por 20 times e 38 jogos, e, ainda, pelo fato de os clubes terem a mesma obrigação contábil. A escolha pelo ano 2015 como base de dados deve-se ao fato de ser o período mais atual de publicações das demonstrações contábeis. A Tabela 2 descreve a característica da população e amostra do estudo.

Tabela 2 – População e amostra da pesquisa

Clubes por Série	População	% da População	Amostra	% da Amostra
Série A	20	33,33%	20	57,14%
Série B	20	33,33%	11	31,43%
Série C	20	33,34%	4	11,43%
Total	60	100,00%	35	100,00%

Fonte: Dados da pesquisa.

Para formação da amostra do estudo, foram excluídos os clubes que não publicaram as demonstrações contábeis obrigatórias de acordo com a Lei nº 6.404 de 1976 do período de 2015 no sítio das Federações Estaduais de Futebol e do sítio dos próprios clubes que integraram as séries A, B e C. Os clubes de futebol brasileiros são obrigados a cumprir a Lei 12.395 de 2011, a qual acrescentou à Lei

9.615 de 1998 impondo a obrigatoriedade da publicação das demonstrações contábeis e relatório de auditoria em sítio eletrônico próprio e da respectiva entidade de administração a que estiver associado. Segundo Silva (2009), os clubes de futebol que disputam a Série A normalmente são considerados maiores quando comparados aos das Séries B e C, o que pode atrair a atenção de

um maior número de *stakeholders* e consequentemente aumentar a divulgação contábil.

Do total de 40 clubes com demonstrações contábeis publicadas, após a realização de uma análise das variáveis dos clubes identificaram-se 5 *outliers*, ou seja, variáveis cujos dados destoavam em mais de três desvios padrão, o que impactava a

normalidade dos resíduos. Assim, após a identificação de 5 *outliers* (5 clubes, sendo: Bragantino, Ceará, Náutico e Paraná, da série B, e Portuguesa, da série C), os mesmos foram retirados da amostra, evidenciando uma normalidade dos resíduos (dos dados). Dessa forma, dos 60 clubes da população, 35 fazem parte da amostra, conforme descrito na Tabela 3.

Tabela 3 – Clubes de futebol presentes nas séries A, B e C que formam a amostra do estudo

SÉRIE A	SÉRIE B	SÉRIE C
Atlético Mineiro	ABC	ASA
Atlético Paranaense	América Mineiro	Guarani
Avaí	Atlético Goianiense	Guaratinguetá
Chapecoense	Bahia	Vila Nova
Corinthians	Botafogo	
Coritiba	Criciúma	
Cruzeiro	Mogi Mirim	
Figueirense	Oeste	
Flamengo	Paysandu	
Fluminense	Santa Cruz	
Goiás	Vitória	
Grêmio		
Internacional		
Joinville		
Palmeiras		
Ponte Preta		
Santos		
São Paulo		
Sport		
Vasco da Gama		
Fi	11	4
Fi%	31,43%	11,43%

Fonte: Elaboração própria.

Na Tabela 3, apresentam-se os clubes de futebol que publicaram os relatórios contábeis e que participaram das séries A, B e C do Campeonato Brasileiro do período de 2014. Dos 35 clubes pertencentes à amostra do estudo, 20 (57,14%) clubes pertencem à série A, 11 (31,43%) pertencem à série B e 4 (11,43%) clubes pertencem à série C. Observa-

se que todos os clubes presentes na série A, 11 clubes da série B e 4 da série C divulgaram informações referentes ao resultado econômico-financeiro.

Para responder à questão-problema deste estudo, foram utilizadas as variáveis conforme apresentadas na Tabela 4.

Tabela 4 – Variáveis utilizadas no estudo

Dados	Variável	Operacionalização	Autores
Dependente	Endividamento Total (ET)	A relação entre o exigível total e o total do ativo.	Bastos; Nakamura; Basso (2009); Assaf Neto (2010); Matarazzo (2010); Kaveski et al. (2015)
	Endividamento de Curto Prazo (ECP)	A relação entre o passivo circulante e o total do ativo.	Bastos; Nakamura; Basso (2009); Assaf Neto (2010); Matarazzo (2010); Kaveski et al. (2015)
	Endividamento de Longo Prazo (ELP)	A relação entre o passivo não circulante e o total do ativo.	Bastos; Nakamura; Basso (2009); Assaf Neto (2010); Matarazzo (2010); Kaveski et al. (2015)
Independente	Tamanho (TAM)	Logaritmo natural do ativo total.	Bastos; Nakamura; Basso (2009); Damascena; Paulo (2013); Kim; Kim (2013)
	Liquidez Corrente (LC)	A relação entre o ativo circulante e o passivo circulante.	Bastos; Nakamura; Basso (2009); Assaf Neto (2010); Kaveski et al. (2015)
	Liquidez Imediata (LI)	A relação entre o disponível e o passivo circulante.	Assaf Neto (2010); Damascena; Paulo (2013)
	Tangibilidade (TAN)	A relação entre o imobilizado e o total do ativo.	Bastos; Nakamura; Basso (2009); Kaveski et al. (2015)
	Intangível (INT)	Logaritmo natural do ativo intangível.	Bah; Dumontier (2001)
	Rentabilidade do Ativo Total (ROA)	A relação entre o lucro líquido e o ativo total.	Bastos; Nakamura; Basso (2009); Assaf Neto (2010); Kaveski et al. (2015)
	Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE)	A relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido.	Assaf Neto (2010); Kaveski et al. (2015)

Fonte: Dados da pesquisa.

Na análise dos dados, foram realizadas as análises Descritiva, Correlação de Pearson e análises de Regressão Múltipla por meio do *Software* SPSS® versão 22.0. A análise Descritiva das variáveis foi realizada por meio do valor mínimo, máximo, média, mediana e desvio padrão. A Correlação de Pearson visa observar o comportamento das variáveis independentes e detectar a existência de autocorrelação entre as variáveis, assim, foi calculado o coeficiente de correlação de Pearson para as variáveis independentes. Já a

análise de Regressão Múltipla é uma metodologia estatística de previsão de valores de uma ou mais variáveis de resposta (dependentes) por meio de um conjunto de variáveis explicativas (independentes), assim, a técnica foi utilizada para analisar a relação entre o endividamento e as variáveis explicativas propostas neste artigo (Fávero et al., 2009).

As equações dos três modelos de regressão linear múltipla utilizadas no presente estudo são apresentadas a seguir:

$$ET = \beta_0 + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 LC_{it} + \beta_3 LI_{it} + \beta_4 TAN_{it} + \beta_5 INT_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação 1}$$

$$ECP = \beta_0 + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 LC_{it} + \beta_3 LI_{it} + \beta_4 TAN_{it} + \beta_5 INT_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação 2}$$

$$ELP = \beta_0 + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 LC_{it} + \beta_3 LI_{it} + \beta_4 TAN_{it} + \beta_5 INT_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação 3}$$

As siglas utilizadas nas Equações 1, 2 e 3 representam as variáveis apresentadas na Tabela 4. Os resultados do estudo são apresentados a seguir, na análise dos resultados.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção são discutidos os resultados do estudo. Assim, a estatística descritiva das variáveis é apresentada na Tabela 5.

Tabela 5 – Estatística Descritiva

Variáveis	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
Endividamento Total	0,2689	32,2290	2,7671	1,1607	5,9457
Endividamento de Curto Prazo	0,0785	22,7708	1,4150	0,4912	3,9734
Endividamento de Longo Prazo	0,0839	9,7442	1,3521	0,6973	2,1860
Tamanho	4,0041	8,9806	7,0096	7,1323	1,3773
Liquidez Corrente	0,0000	1,8044	0,3506	0,2368	0,3513
Liquidez Imediata	0,0000	4,5368	0,3658	0,0165	1,0236
Tangibilidade	0,0893	28,0217	1,6892	0,5820	5,0621
Intangível	0,0000	1,9572	0,1880	0,1266	0,3322
Rentabilidade do Ativo Total	-12,4019	0,7163	-0,3233	-0,0143	2,1235
Rentabilidade do Patrimônio Líquido	-0,8053	4,0998	-0,1224	-0,0047	0,8407

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme a Tabela 5, as variáveis Tamanho, Endividamento de Longo Prazo, Endividamento de Curto Prazo, Tangibilidade e Endividamento Total apresentam estatísticas descritivas elevadas devido à própria escala. Assim, na alta variabilidade dessas variáveis e na análise do desvio padrão, é possível constatar que há diferenças significativas quanto ao endividamento e à tangibilidade para os clubes de futebol brasileiros. O Endividamento de Longo Prazo também apontou alta variabilidade.

Ao analisar as médias, observa-se que os clubes possuem um endividamento alto. Dessa forma, os ativos não apresentam capacidade de cobrir as dívidas de curto e longo prazo. No que tange à liquidez, tanto corrente como imediata, as médias revelam que os clubes não têm disponibilidade suficiente para quitar as obrigações a curto prazo, caso fosse preciso. Tomando por base a média da liquidez imediata, para cada R\$ 1,00 de obrigação a curto prazo, há apenas R\$ 0,36 de capital imediato. Na liquidez corrente, para cada R\$ 1,00 de obrigação a curto prazo, há apenas R\$ 0,35 de bens e direitos de curto

prazo para pagar. A rentabilidade também revela um resultado médio negativo para a amostra analisada, apontando que as organizações não têm gerado lucro com os recursos investidos.

Vale destacar que, antes de realizar a análise de Regressão Linear Múltipla, analisaram-se inicialmente a normalidade e a homocedasticidade dos resíduos, como também a intensidade e o sentido das relações entre as variáveis, nesse último caso com o cálculo do coeficiente de correlação de Pearson para as variáveis.

O teste não paramétrico de Kolmogorov-Smirnov, que tem como objetivo verificar a normalidade dos dados, evidenciou uma distribuição normal das variáveis a um nível de 5% ($p\text{-value} < 0.05$). Além do exposto, foi aplicado o teste homocedasticidade de Levene, que é o mais comum para esse tipo de verificação. Conforme observado, o teste não foi significativo, confirmando-se a hipótese de que a variância dos erros é uniforme, ou seja, que a diferença entre as variâncias é igual a zero, que os resíduos são homocedásticos.

A Tabela 6 apresenta a correlação entre as variáveis. Vale ressaltar que a correlação não implica necessariamente a relação de

causa e efeito, mas, sim, a associação entre as variáveis.

Tabela 6 – Correlação de Pearson

Correlação	TAM	LC	LI	TAN	INT	ROA	ROE
Endividamento Total (ET)	-0,389*	-0,250	-0,021	0,780**	0,391*	-,834**	-0,072
Endividamento de Curto Prazo (ECP)	-0,382*	-0,235	-0,057	0,682*	0,248	-0,909*	0,091
Endividamento de Longo Prazo (ELP)	-0,364*	-0,253	-0,047	0,880**	0,613**	-0,617**	-0,029
Tamanho (TAM)	1	0,160	-0,204	-0,134	-0,079	0,376*	0,135
Liquidez Corrente (LC)		1	-0,060	-0,250	-0,241	0,177	0,175
Liquidez Imediata (LI)			1	-0,075	-0,134	-0,010	-0,118
Tangibilidade (TAN)				1	0,813**	-0,343*	0,030
Intangível (INT)					1	0,129	0,060
Rentabilidade do Ativo Total (ROA)						1	-0,002
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE)							1

** A correlação é significativa ao nível de 1%.

* A correlação é significativa ao nível de 5%.

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 6, os achados mostram relação entre os três níveis de endividamento com as variáveis do estudo nos clubes de futebol pesquisados. O resultado mostra que a Tangibilidade e Intangível apresentam uma correlação significativa e positiva quanto aos três níveis de endividamento, exceto Intangibilidade quanto ao Endividamento de Curto Prazo. Já Tamanho e Retorno do Ativo Total apresentam uma correlação significativa e negativa, entretanto, destaca-se que Liquidez Corrente, Liquidez Imediata e Retorno do Patrimônio Líquido não apresentaram correlações significantes. Os presentes achados indicam que os fatores explicativos da estrutura de capital afetam positivamente e negativamente o endividamento dos clubes de futebol, apoiando as Teorias do *Trade Off*, Teoria da Agência e Teoria do *Pecking Order*. É de grande valia apontar que a presente indicação só pode ser confirmada com a Regressão Linear Múltipla, já que a correlação só mostra uma associação entre as variáveis estudadas.

Além do exposto, os dados da Tabela 6 mostram que não há alto grau de correlação entre as variáveis explicativas, ou seja, com

correlação de 0,909, o que evidencia não existirem problemas de multicolinearidade que possam afetar os resultados do modelo de regressão adotado. Assim, todas as variáveis explicativas adotadas podem servir de base para explicação dos fatores explicativos da estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros das séries A, B e C do campeonato brasileiro de 2015.

A Tabela 7 mostra o coeficiente de determinação (R^2) dos três modelos de regressão: 0,980 (ET), 0,986 (ECP) e 0,923 (ELP). Esse resultado indica que as variáveis independentes são responsáveis por 98,0% da variação do endividamento total, 98,6% do endividamento a curto prazo e 92,3% do endividamento a longo prazo. Maroco (2007) argumenta que o R^2 ajustado evidencia uma noção de quão bem o modelo generaliza os resultados, assim, pode ser considerado que quanto mais próximo do valor do R^2 , melhor é o poder de explicação dos modelos adotados. De uma forma geral, o R^2 ajustado a todos os níveis de endividamento foram altos e próximos ao R^2 , o que denota elevado poder de explicação.

Tabela 7 – Modelos de Regressão Linear

Modelos de Regressão	R	R ²	R ² Ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
Modelo 1^b – Endividamento Total (ET)	0,990 ^a	0,980	0,975	0,9483	2,387
Modelo 2^c – Endividamento de Curto Prazo (ECP)	0,993 ^a	0,986	0,982	0,5329	2,625
Modelo 3^d – Endividamento de Longo Prazo (ELP)	0,961 ^a	0,923	0,903	0,6815	2,037

a. Preditores: (Constante), TAM, LC, LI, TAN, INT, ROA, ROE.

b. Variável Dependente: ET; c. Variável Dependente: ECP; d. Variável Dependente: ELP.

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 7 também foi analisado o *Durbin-Watson*, em que, segundo Maroco (2007), resultados próximos a 2 indicam que não há problema de autocorrelação de primeira ordem entre os resíduos. Dessa forma, o teste de *Durbin-Watson* apresentou um valor

próximo a 2 para os três modelos estudados, o que sugere a independência dos resíduos, indicando que não há relação entre eles (Maroco, 2007).

A Tabela 8 apresenta os resultados do teste ANOVA para os clubes de futebol.

Tabela 8 – ANOVA dos Clubes de Futebol

Modelo		Soma dos quadrados	DF	Quadrado médio	F	Sig. ^d
1^a - Endividamento Total (ET)	Regressão	1177,698	7	168,243	187,050	0,000
	Resíduos	24,285	27	0,899		
	TOTAL	1201,983	34			
2^b – Endividamento de Curto Prazo (ECP)	Regressão	529,123	7	75,589	266,162	0,000
	Resíduos	7,668	27	0,284		
	TOTAL	536,791	34			
3^c - Endividamento de Longo Prazo (ELP)	Regressão	149,941	7	21,420	46,118	0,000
	Resíduos	12,540	27	0,464		
	TOTAL	162,481	34			

a. Variável Dependente: ET; b. Variável Dependente: ECP; d. Variável Dependente: ELP.

d. Preditores: (Constante), TAM, LC, LI, TAN, INT, ROA, ROE.

Fonte: Dados da pesquisa.

A literatura mostra que se a significância do ANOVA for menor ou igual a 0,05, há linearidade nos dados e que pelo menos uma das variáveis explicativas incluídas é significativa para explicar o comportamento da variável dependente (Maroco, 2007). Os resultados da Tabela 8 evidenciam que há evidências de que as variáveis Tamanho, Liquidez Corrente, Liquidez Imediata, Tangibilidade, Intangível, Retorno do Ativo Total e Retorno do Patrimônio Líquido

influenciam significativamente o Endividamento dos clubes de futebol brasileiros presentes na amostra.

Por fim, a Tabela 9 apresenta os resultados dos modelos de regressão para os clubes de futebol. Nos modelos, os resultados do VIF mostram e confirmam que não há problemas de multicolinearidade, já que os valores não são superiores a 10 (Kennedy, 1998; Gujarati, 2006).

Tabela 9 – Resultado do modelo de regressão múltipla

Variáveis Independentes	Coeficiente / Sig.	Variável Dependente			VIF
		ET	ECP	ELP	
Constante	Coeficiente	3,029	1,673	1,355	-
	Sig.	0,014	0,015	0,112	
Tamanho	Coeficiente	-0,322	-0,173	-0,149	1,495
	Sig.	0,034	0,042	0,163	
Liquidez Corrente	Coeficiente	0,418	0,112	0,305	1,188
	Sig.	0,415	0,695	0,407	
Liquidez Imediata	Coeficiente	0,025	-0,185	0,210	1,167
	Sig.	0,886	0,066	0,100	
Tangibilidade	Coeficiente	0,552	0,336	0,216	8,981
	Sig.	0,000	0,000	0,004	
Intangível	Coeficiente	1,736	-1,138	1,875	8,677
	Sig.	0,239	0,866	0,082	
Rentabilidade do Ativo Total	Coeficiente	-1,861	-1,388	-0,473	3,731
	Sig.	0,000	0,000	0,000	
Rentabilidade do Patrimônio Líquido	Coeficiente	-0,168	-0,080	-0,088	1,099
	Sig.	0,414	0,490	0,549	

Legenda: ET = Endividamento Total; ECP = Endividamento de Curto Prazo; ELP = Endividamento de Longo Prazo; VIF = Fator de Inflação das Variáveis.

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 9, as variáveis independentes Tamanho, Tangibilidade e Rentabilidade do Ativo Total podem ser consideradas estatisticamente significantes ao nível de 5% ($p\text{-value} < 0,05$). Assim, pode-se considerar que o Tamanho influencia significativamente e de forma negativa os Endividamentos Total, de Curto Prazo e de Longo Prazo, o que corrobora os achados de Titman e Wessels (1988), e não se torna possível rejeitar a hipótese H1, de que o tamanho do clube de futebol brasileiro está relacionado negativamente com o seu endividamento.

Na Tabela 9, constatou-se que a Tangibilidade influencia de forma significativa e positiva o Endividamento Total, o Endividamento de Curto Prazo e o Endividamento de Longo Prazo, o que está de acordo com Jensen e Meckling (1976), Myers e Majluf (1984), Titman e Wessels (1988) e Brito, Corrar e Batistella (2007), e, assim, não é possível rejeitar a hipótese H3, de que a tangibilidade do clube de futebol brasileiro está relacionada positivamente com o seu endividamento.

O estudo revelou também que a Rentabilidade do Ativo Total influencia de forma significativa e negativa os Endividamentos Total, de Curto Prazo e de Longo Prazo, corroborando Myers e Majluf (1984), Myers (1984), Gomes e Leal (2000) e Brito, Corrar e Batistella (2007). Nesse último caso, os achados não permitem rejeitar a hipótese H5, de que a rentabilidade do clube de futebol brasileiro está relacionada negativamente com o seu endividamento. Além disso, os modelos de explicação são significativos, visto que os R^2 apresentados anteriormente foram considerados como altos.

Quanto às variáveis independentes Liquidez Corrente, Liquidez Imediata, Intangível e Rentabilidade do Patrimônio Líquido, não foram consideradas estatisticamente significantes ao nível de 5% ($p\text{-value} < 0,05$), ou seja, a Liquidez Corrente, Liquidez Imediata, Intangível e Rentabilidade do Patrimônio Líquido não influenciam significativamente o Endividamento Total, o Endividamento de Curto Prazo e o Endividamento de Longo Prazo dos clubes de futebol brasileiros das séries A, B e C pesquisados. Vale ressaltar que a

Rentabilidade do Ativo Total foi considerada estatisticamente significativa, o que não permitiu rejeitar a Hipótese H5, conforme evidenciado anteriormente. Portanto, com base nesses resultados, rejeitam-se as hipóteses H2, de que a liquidez do clube de futebol brasileiro está relacionada negativamente com o seu endividamento, e a H4, de que a utilização dos intangíveis pelo clube de futebol brasileiro está relacionada negativamente com o seu endividamento.

Com base nos achados já mencionados e nos argumentos de Bastos e Nakamura (2009) de que, nos últimos 60 anos, tem-se observado diversas pesquisas contemplando estrutura de capital sendo realizadas em todo o mundo com empresas, tornando a temática estrutura de capital mais desafiadora, e ainda de não ter algo concreto quanto à explicação do endividamento das empresas, o presente estudo trouxe a realidade dos clubes de futebol brasileiros, incluindo novas discussões, como o intangível que apresenta um volume e movimentação constante. Assim, foi possível mostrar que o tamanho, tangibilidade e rentabilidade do ativo total dos clubes de futebol brasileiros estão relacionados com seus endividamentos.

Os achados mostram que o Tamanho do clube de futebol apresenta relação negativa com o endividamento, assim, pode-se considerar que clubes menores recorrem mais às dívidas de curto e longo prazo, o que faz corroborar as Teorias do *Pecking Order* e Assimetria de Informações, já que os recursos internos dessas organizações menores são insuficientes para financiar o seu crescimento.

A relação positiva da Tangibilidade com o endividamento revela que os clubes de futebol brasileiros que dispõem de ativos fixos que podem ser ofertados como garantia de pagamento detêm maior capacidade de endividamento. Esse resultado confirma a Teoria da Agência e a Teoria do *Trade Off*.

E, por fim, a Rentabilidade do Ativo Total apontou uma relação negativa para os níveis de endividamento, o que permite confirmar as Teorias do *Pecking Order* e

Assimetria de Informações. Essa relação pode ser argumentada em função de que os recursos gerados internamente, ou seja, a partir dos lucros, acabam competindo com recursos obtidos de terceiros, como os empréstimos. Dessa forma, pode-se considerar que clubes de futebol mais lucrativos captam menos recursos externos, pois têm condições de se autofinanciar e, assim, recorrem menos à obtenção de dívidas.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

A presente pesquisa verificou os fatores contábeis explicativos da política de estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros. Para alcançar o objetivo proposto, realizou-se uma pesquisa descritiva com abordagem quantitativa por meio de análise documental na amostra de 35 clubes de futebol presentes nas séries A, ou B, ou C do Campeonato Brasileiro de Futebol de 2015.

Considera-se que os clubes de futebol naturalmente são vistos e relacionados à diversão frente à grande admiração dos torcedores pelos clubes e à movimentação financeira que o futebol, como um todo, realiza em um país como o Brasil, por ser considerado o país do futebol. No entanto, os clubes são primeiramente organizações empresariais que movimentam uma volumosa quantia monetária e, portanto, devem apresentar desempenho e arrecadações para continuar competindo nesse mercado; para tanto, o ganho de títulos nos campeonatos disputados, como estadual, nacional ou internacional é necessário.

O que pode ser observado é que os clubes brasileiros não necessariamente têm refletido o seu desempenho operacional na gestão do capital da empresa. Muitas vezes, as dívidas são milionárias e enquanto em campo é um time imponente e atuante, ou vice-versa. Esse é o motivo pelo qual estudos como este são tão importantes na busca de entendimento quanto à estrutura de capital dessas organizações. Nesse intuito, esta pesquisa buscou observar quais são os fatores contábeis

explicativos da política de estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros, por meio da observação de hipóteses, quanto à relação entre o endividamento e as variáveis independentes: tamanho, liquidez, tangibilidade, intangíveis e rentabilidade.

Os resultados do estudo foram expressos a partir de tabelas na seção anterior e demonstram que as variáveis tamanho, tangibilidade e retorno do ativo total foram consideradas estatisticamente significantes, e confirmam as hipóteses H1, que corrobora a Teoria do *Pecking Order* e Assimetria de Informações, e H3, que se coaduna com a Teoria da Agência e a Teoria do *Trade Off*, sendo que respectivamente descrevem uma relação negativa e positiva com os endividamentos total, de curto prazo e de longo prazo dos clubes. A hipótese H5 também foi confirmada, por apresentar relação significativa e negativa da rentabilidade do ativo total nos endividamentos total, de curto prazo e de longo prazo. E, dessa forma, a H5 confirma a Teoria do *Pecking Order* e Assimetria de Informações.

Quanto às demais hipóteses, sendo elas H2 e H4, que trataram das variáveis independentes de liquidez corrente, liquidez imediata e utilização do intangível pelos clubes, foram rejeitadas, uma vez que não demonstraram significância nos endividamentos total, de curto prazo e de longo prazo. Essas hipóteses tratavam de uma relação negativa para os critérios de liquidez expostos e igualmente negativas para a utilização do intangível dos clubes. Analisadas, desse modo,

todas as hipóteses de pesquisa levantadas para a realização deste estudo.

O estudo limita-se à análise conjunta de 20 clubes da série A, 11 da série B e 4 da série C do período de 2015. Devido à diferença no quantitativo de clubes por série na presente amostra, uma análise comparativa nesse momento seria inviável, e, ainda mais, uma análise contemplando vários períodos, pois não há uma regularidade nas publicações dos relatórios contábeis por parte dos clubes. Assim, para estudos futuros, sugere-se uma ampliação no número da amostra, no número de períodos de análise, como também uma análise comparativa entre as séries A, B e C, já que há uma perspectiva no aumento dos clubes em publicar os relatórios contábeis, sendo que a legislação exige tal procedimento e a cobrança por mais transparência tem se intensificado (Frey & Cunha, 2014; Mota, Brandão & Ponte, 2016).

Vistos os presentes resultados, recomendam-se também novos estudos com observação de outros clubes de futebol, como os da Europa, visto que estes apresentam maior coerência entre a gestão organizacional e operacional, e, ainda, por pertencerem a um cenário econômico diferente do Brasil. Outros estudos ainda podem realizar uma comparação entre clubes brasileiros e europeus para explorar suas diferenças e/ou características, frente à constatação de que as pesquisas, nesse sentido, ainda estão em um patamar incipiente, cabendo assim novas interpretações possíveis para o desenvolvimento de novas pesquisas.

REFERÊNCIAS

Assaf Neto, A. (2010). *Estrutura de análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro*. 9. ed. São Paulo: Atlas.

Bah, R., & Dumontier, P. (2001). R&D intensity and corporate financial policy: Some international evidence. *Journal of Business*

Finance & Accounting, 28(5-6), 671-692. DOI: 10.1111/1468-5957.00389.

Balakrishnan, S., & Fox, I. (1993). Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure. *Strategic Management Journal*, 14(1), 3-16. DOI: 10.1002/smj.4250140103.

Bastos, D. D., & Nakamura, W. T. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 75-94.

Bastos, D. D., Nakamura, W. T., & Basso, L. F. C. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 47-77. DOI: 10.1590/S1678-69712009000600005.

Brandão, A. R. (2012). O endividamento dos clubes de futebol no Brasil. Dissertação de mestrado. Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, Brasil.

Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(43), 9-19. DOI: 10.1590/S1519-70772007000100002.

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. DOI: 10.1590/S0034-71402005000200002.

Corrar, L. J., Paulo, E., & Dias Filho, J. M. (2007). *Análise Multivariada para os Cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia*. São Paulo: Editora Atlas.

Costa Pereira, A. G., Brunozi Júnior, A. C., Kronbauer, C. A., & Abrantes, L. A. (2015). Eficiência técnica e desempenho econômico-financeiro dos clubes de futebol brasileiros. *Reuna*, 20(2), 115-138.

Couto, G., & Ferreira, S. (2010). Os determinantes da estrutura de capital de empresas do PSI 20. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9(1-2), 26-38.

Damascena, L. G., & Paulo, E. (2013). Pareceres de auditoria: um estudo das ressalvas e parágrafos de ênfase constantes nas demonstrações contábeis das companhias abertas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, v.9, n.3, p. 104-127.

Dantas, M. G. S., & Boente, D. R. (2011). A eficiência financeira e esportiva dos maiores clubes de futebol europeus utilizando a análise envoltória de dados. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 5(13), 75-90. DOI: 10.11606/rco.v5i13.34805.

Dantas, M. G. S., Machado, M. A. V., & da Macedo, M. A. da S. (2015). Fatores determinantes da eficiência dos clubes de futebol do Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(1), 113-132.

Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4), 387-405. DOI: 10.1016/j.mulfin.2004.03.001.

Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F., & Cham, B. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisão*. São Paulo: Campus.

Frey, I. A., & Cunha, R. Z. (2014). Demonstrações contábeis dos clubes de futebol do campeonato catarinense de 2012: verificação da adequação à legislação vigente. *REAVI-Revista Eletrônica do Alto Vale do Itajaí*, 3(4), 12-24. DOI: 10.5965/2316419003042014012.

Gomes, G. L., & Leal, R. P. C. (2000). *Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores*. In: Leal, R. P. C., Costa Jr., Newton C. A., Lemgruber, E. F. *Finanças Corporativas*. São Paulo: Atlas, p. 42-57.

Greene, W. H. (2012). *Econometric Analysis*. 7. ed. New Jersey: Prentice Hall.

Gujarati, D. N. (2006). *Econometria Básica*. Tradução Maria José Cyhlar Monteiro. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier.

Guzmán, I., & Morrow, S. (2007). Measuring efficiency and productivity in professional football teams: evidence from the English Premier League. *Central European Journal of Operations Research*, 15(4), 309-328. DOI: 10.1007/s10100-007-0034-y.

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x.

Holanda, A. P., Meneses, A. F. D., Mapurunga, P. V. R., De Luca, M. M. M., & Coelho, A. C. D. (2012). Determinantes do nível de disclosure em clubes brasileiros de futebol. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 17(1), 2-17.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. DOI: 10.1016/0304-405X(76)90026-X.

Kaveski, I. D. S., Degenhart, L., Vogt, M., & Silva, T. P. (2015). Determinantes de la estructura de capital de las empresas brasileñas de tecnología de la información. *Revista CTS*, v.10, n.29, p. 235-262.

Kayo, E. K., Teh, C. C., & Basso, L. F. C. (2006). Ativos intangíveis e estrutura de capital: a influência das marcas e patentes sobre o endividamento. *Revista de Administração*, 41(2), 158-168. DOI: 10.1590/S0080-21072006000200004.

Kayo, E. K., & Kimura, H. (2011). Hierarchical determinants of capital structure. *Journal of Banking & Finance*, 35(2), 358-371. DOI:10.1016/j.jbankfin.2010.08.015.

Kennedy, P. (1998). *A guide to econometrics*. 4. ed. Oxford: Blackwell.

Kim, D. Y., & Kim, J. Y. (2013). Effects of corporate social responsibility and corporate governance on determining audit fees. *International Journal of Multimedia and Ubiquitous Engineering*, 8(2), 189-196.

Maroco, J. (2007). *Análise estatística com utilização do SPSS*. 3. ed. Lisboa: Edições Sílabo.

Marques, D. S. P., & Costa, A. L. (2009). Governança em clubes de futebol: um estudo comparativo de três agremiações no estado de São Paulo. *Revista de Administração da USP*, 44(2), 118-130.

Matarazzo, D. C. (2010). *Análise financeira de balanços: abordagem gerencial*. 7. ed. São Paulo: Atlas.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Mota, A. F., Brandão, I. de F., & Ponte, V. M. R. (2016). Disclosure e materialidade: evidências nos ativos intangíveis dos clubes brasileiros de futebol. *RACE-Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 15(1), 175-200. DOI: 10.18593/race.v15i1.6326.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. DOI: 10.1016/0304-405X(84)90023-0.

Myers, S. C., Rajan, R. G. (1998). The Paradox of Liquidity. *Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 733-771. DOI:10.1162/003355398555739.

Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., Forte, D. Carvalho Filho, A. F. de, Costa, A. C. F. da, & Amaral, A. C. do. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(44), 72-85. DOI: 10.1590/S1519-70772007000200007.

O'Brien, J. P. (2003). The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation. *Strategic Management Journal*, 24(5), 415-431. DOI: 10.1002/smj.308.

Perobelli, F. F., & Famá, R. (2002). Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 37(3), 33-46.

Pohlmann, M. C., & De Iudícibus, S. (2010). Relação entre a tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 21(53), 1-25. DOI:10.1590/S1519-70772010000200002.

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. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x.

Reis, R. T., & Neto, V. G. (2015). Análise das mudanças dos fatores determinantes da estrutura de capital em função do ciclo de vida de empresas brasileiras no período de 2008 a 2013. *Revista de Tecnologia Aplicada*, 3(1), 42-53.

Rezende, A. J., Dalmácio, F. Z., & Salgado, A. L. (2010). Nível de disclosure das atividades operacionais, econômicas e financeiras dos clubes brasileiros. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 13(2), 36-50.

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.

Silva, J. D., & Carvalho, F. A. A. (2009). Evidenciação e desempenho em organizações desportivas: um estudo empírico sobre clubes de futebol. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 3(6), 96-116.

Silva, C. V. D. G. F., & Campos Filho, L. A. N. (2006). Gestão de clubes de futebol brasileiros: fontes alternativas de receita. *Sistemas & Gestão*, 1(3), 195-209.

Silva, A. N. V. (2009). *A gestão dos centros de treino dos clubes de futebol*. Porto, 2009.162 f. Tese (Mestrado) Curso de Mestrado em Gestão Esportiva – Universidade do Porto, Porto.

Silva, C. A. T., Teixeira, H. M., & Niyama, J. K. (2009). Evidenciação contábil em entidades desportivas: uma análise dos clubes de futebol brasileiros. In *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade* (Vol. 9).

Tabachnick, B., & Fidell, L. S. (1996). *Using multivariate statistics*. 3. ed. New York: Harper Collins.

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

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x.