



161

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DOS CLUBES DE FUTEBOL BRASILEIROS: QUAL A INFLUÊNCIA DO DESEMPENHO ESPORTIVO?

Aluno Mestrado/MSc. Student Raidan Iago dos Santos [ORCID iD](#), Doutor/Ph.D. Flávia Zóboli Dalmacio [ORCID iD](#)

Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, São Paulo, Brazil

Aluno Mestrado/MSc. Student Raidan Iago dos Santos

[0000-0002-2580-8941](#) Programa de Pós-Graduação/Course Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (PPGCC/FEA-RP/USP)

Doutor/Ph.D. Flávia Zóboli Dalmacio

[0000-0001-7776-1041](#) Programa de Pós-Graduação/Course Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (PPGCC/FEA-RP/USP)

Resumo/Abstract

O objetivo do estudo é investigar quais são os determinantes da estrutura de capital, sobretudo a influência dos fatores esportivos, dos clubes de futebol brasileiros. Para tanto, adotaram-se as perspectivas teóricas do *Trade-off* e do *Pecking Order*, as quais discutem e divergem acerca de um ponto ideal de endividamento que maximiza ou não o *valuation* das empresas. Com esse suporte teórico, a amostra foi constituída com dados extraídos das demonstrações contábeis de 33 clubes de futebol brasileiros, que participaram da série A, em algum dos anos entre 2015 e 2022. Com isso, utilizou-se o método estatístico de regressão para dados em painel, caracterizando a pesquisa como quantitativa. Os resultados demonstram que os clubes menos lucrativos, com menor capacidade de pagamento a curto prazo e de porte menor são os mais endividados, corroborando com o que preconiza os achados prévios da teoria do *Pecking Order*. Ademais, as equipes que possuem os piores desempenhos esportivos, são as que mais necessitam de capital externo para as suas necessidades. Assim, a pesquisa contribui com informações relevantes sobre a decisão do que precisa ser incentivado pelos gestores para que os clubes possam explorar novas receitas, bem como, no campo teórico, o estudo inova ao trazer a variável ranking da Confederação Brasileira de Futebol (CBF), que é uma *proxy* mais precisa para explorar o desempenho esportivo dos times, e como ela impacta o endividamento, logo, agregando uma perspectiva nova ao estudo das estruturas de capitais das equipes de futebol.

Modalidade/Type

Artigo Científico / Scientific Paper

Área Temática/Research Area

Tópicos Especiais de Contabilidade (TEC) / Special Topics in Accounting



DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DOS CLUBES DE FUTEBOL BRASILEIROS: QUAL A INFLUÊNCIA DO DESEMPENHO ESPORTIVO?*

RESUMO

O objetivo do estudo é investigar quais são os determinantes da estrutura de capital, sobretudo a influência dos fatores esportivos, dos clubes de futebol brasileiros. Para tanto, adotaram-se as perspectivas teóricas do *Trade-off* e do *Pecking Order*, as quais discutem e divergem acerca de um ponto ideal de endividamento que maximiza ou não o *valuation* das empresas. Com esse suporte teórico, a amostra foi constituída com dados extraídos das demonstrações contábeis de 33 clubes de futebol brasileiros, que participaram da série A, em algum dos anos entre 2015 e 2022. Com isso, utilizou-se o método estatístico de regressão para dados em painel, caracterizando a pesquisa como quantitativa. Os resultados demonstram que os clubes menos lucrativos, com menor capacidade de pagamento a curto prazo e de porte menor são os mais endividados, corroborando com o que preconiza os achados prévios da teoria do *Pecking Order*. Ademais, as equipes que possuem os piores desempenhos esportivos, são as que mais necessitam de capital externo para as suas necessidades. Assim, a pesquisa contribui com informações relevantes sobre a decisão do que precisa ser incentivado pelos gestores para que os clubes possam explorar novas receitas, bem como, no campo teórico, o estudo inova ao trazer a variável *ranking* da Confederação Brasileira de Futebol (CBF), que é uma *proxy* mais precisa para explorar o desempenho esportivo dos times, e como ela impacta o endividamento, logo, agregando uma perspectiva nova ao estudo das estruturas de capitais das equipes de futebol.

Palavras-chave: Estrutura de Capital. Teoria do *Trade-off*. Teoria do *Pecking Order*. Determinantes. Clubes de Futebol.

1 INTRODUÇÃO

Os avanços nas legislações e as mudanças na operacionalização do futebol fizeram com que ele passasse a ser visto de uma forma diferente, não sendo visualizado apenas como uma forma de lazer e uma maneira de identificar o Brasil como “o país do futebol”, mas também sendo notado como um meio de fomento à criação de recursos financeiros (Dantas & Boente, 2012). Ratificando essa ideia, o estudo elaborado pela Sports Value (2023) expõe que as receitas dos 20 maiores clubes de futebol brasileiros totalizaram R\$ 7,5 bilhões em 2022, obtendo um crescimento de 3% em relação ao ano de 2021, exercício no qual as equipes tiveram um somatório de R\$ 7,3 bilhões em rendimentos.

Por outro lado, em 2022, o endividamento dos 20 principais clubes brasileiros totalizou R\$ 10,6 bilhões, revelando uma diminuição de 4% em relação ao ano de 2021, no qual obteve um somatório de R\$ 11,0 bilhões em dívidas totais (Sports Value, 2023). Esse leve decréscimo no passivo exigível dos clubes se deu em virtude da retomada de diversas receitas, as quais haviam sido suprimidas durante o ápice da Covid-19 (Drewes, Daumann, & Follert, 2021), em 2020 e 2021. Todavia, apesar desse breve cenário positivo em relação aos seus passivos, a Sports Value (2023) afirma que o quadro financeiro de muitas equipes ainda é preocupante.

Esse comportamento crítico acontece, principalmente, pois os clubes têm como principal objetivo montar equipes competitivas e estruturadas, a fim de que possam ter força e,

XVII
CONGRESSO
ANPCONT

Universidade Presbiteriana Mackenzie
29 de Novembro a 01 de Dezembro de 2023
São Paulo-SP



Superior – Brasil (Capes) – Código de Financiamento 001.



consequentemente, consigam se manter competitivos dentro dos campeonatos os quais participam (Dantas, Macedo, & Machado, 2016). Haas (2003) ainda explica, nesse contexto, que os clubes, ano após ano, investem cada vez mais na composição de seus elencos, com o intuito de melhorarem os seus desempenhos dentro dos campos, o que desperta o interesse de consumidores, patrocinadores e apoiadores no seu bem-estar.

Nesse cenário, a tentativa de atingir o sucesso dentro dos gramados, que é o objetivo de todo clube, nem sempre é alcançado, uma vez que o fracasso pode não retornar os investimentos feitos (Espetia-Escuer & Gracia-Cebrián, 2010). Além disso, o insucesso esportivo afasta os consumidores e investidores, em virtude de sua insatisfação com o que foi planejado e o que de fato foi alcançado. Isso, no que se refere às finanças, faz com que o clube deixe de obter receitas não somente pela não conquista dos campeonatos, mas também pela falta de investimentos externos e pelo desinteresse de consumo dos torcedores (Haas, 2003).

Dessa forma, a falta de eficiência na atividade futebolística causa uma ineficiência no aspecto financeiro, o que vai de encontro aos modelos de gestão implementados atualmente pelos clubes de futebol, os quais, de acordo com Gomes, Gomes e Lisboa (2022), abandonaram as práticas amadoras e passaram a adotar modelos de gerenciamento profissionais usualmente aplicados no mercado empresarial, com a finalidade de possibilitar mais investimentos e menos riscos financeiros. Esses benefícios são possibilitados, particularmente, por meio da busca de performances que focam na rentabilidade, competitividade e eficiência (Rodrigues & Silva, 2009).

Embora haja uma expectativa de que esse novo cenário dos clubes de futebol proporcione uma melhora na eficiência financeira, uma grande quantidade de equipes ainda apresenta um alto endividamento e uma inclinação para uma provável descontinuidade do empreendimento, colaborando para a diminuição da solvência da organização esportiva (Santos, Silva, Costa, & Cavalcante, 2020; Pacheco, 2023). Como solução, para que se possa entender melhor as dificuldades financeiras dos clubes, é precípua que os gestores equilibrem os objetivos esportivos com os recursos financeiros e econômicos disponíveis à agremiação esportiva (Terrien, Scelles, Morrow, Maltese, & Durand, 2017).

Nesse sentido, o estudo dos determinantes pode proporcionar a viabilidade para esse equilíbrio financeiro, pois estudar os fatores explicativos das escolhas de determinada fonte de capital pode contribuir para o avanço e a compreensão das decisões financeiras tomadas pelas entidades desportivas (Póvoa & Nakamura, 2014; Bernardo, Albanez, & Securato, 2018),

especialmente, no tocante aos clubes que têm um bom desempenho esportivo, mas não conseguem ter a mesma performance no campo financeiro (Cunha, Santos, & Haveroth, 2017).

Diante desse contexto, depreende-se o seguinte questionamento: **qual o impacto do desempenho esportivo na composição da estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros?** Portanto, a pesquisa tem por objetivo identificar qual a influência dos fatores esportivos na composição do capital dos clubes de futebol brasileiros.

Apesar dos esforços feitos pelo governo federal, com a criação do Timemania e do Programa de Modernização da Gestão e de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro (PROFUT), os quais buscam proporcionar uma melhora no quadro financeiro dos clubes de futebol brasileiros, por meio da arrecadação de receitas para pagamentos de tributos e do parcelamento de dívidas tributárias e trabalhistas, respectivamente, é notável que as equipes ainda não conseguem se estruturar financeiramente de maneira adequada. Assim, entender o que de fato influencia e o porquê de determinado comportamento na dinâmica financeira dos times é intensificado, sobretudo, em um momento em que o futebol está se modernizando em termos de gestão e cada vez mais as agremiações esportivas estão adotando uma permissibilidade maior aos investimentos externos, aspecto característico de clubes-empresa.



Diante desse cenário, a pesquisa justifica-se pela lacuna pertinente relacionada ao tema deste trabalho, uma vez que, na visão de Pacheco (2023), pesquisas, de maneira geral, sobre a estrutura de capital dos clubes de futebol ainda são escassas, de modo que isso é ratificado pelos poucos estudos produzidos no Brasil abordando a temática, que foram as pesquisas de Brandão (2012), Dantas, Freitas, Costa e Barbosa (2017), e Cunha, Santos e Haveroth (2017).

Com a presença dessa lacuna, a pesquisa contribui de forma prática com informações relevantes quanto aos fatores explicativos da estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros, permitindo que os gestores possam ter informes suficientes sobre o que eles devem apontar como mais importante na determinação da capacidade de financiamento das equipes, com a finalidade de viabilizar mais investimentos. Além disso, as equipes de futebol estão visando novos caminhos por meio de uma exploração mais ampla do mercado consumidor do desporto (Dantas, 2013), de modo que o número de investidores e consumidores tem crescido demasiadamente, os quais necessitam de informações relevantes e confiáveis acerca do cenário futebolístico, sejam elas positivas ou negativas, pois aquela irá atrair consumidores, enquanto que esta poderá ser visualizada como uma oportunidade para investidores e/ou um desencorajamento ao consumo dos torcedores.

Quanto às contribuições teóricas, o estudo busca evoluir ao trazer novos fatores à temática abordada, especialmente relacionados ao desempenho esportivo dos clubes de futebol brasileiros, pois, em virtude das poucas abordagens do tema (Pacheco, 2023), a performance esportiva nos principais campeonatos ainda não foi levada em consideração em pesquisas nacionais. Nessa perspectiva de avanço teórico, investiga-se se a performance esportiva, representada pelo somatório dos pontos obtidos pelos times no *ranking* da Confederação Brasileira de Futebol (CBF), em conjunto com as variáveis “Títulos” e “Rebaixamento”, influencia a composição da estrutura de capital das equipes. Como resultado, essas informações podem evidenciar o quão importante é o fator esportivo para o equilíbrio financeiro, possibilitando que os gestores possam estabelecer um *trade-off* entre os aspectos esportivos e financeiros, com o intuito de viabilizar investimentos e, com isso, atrair consumidores e investidores, os quais são atraídos pela expectativa positiva de retorno do clube.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Estrutura de capital e o cenário do futebol brasileiro

Um dos tópicos essenciais à teoria de finanças corporativas é a discussão acerca da temática de estruturação de capital das empresas (Brito, Batistella, & Corrar, 2007), uma vez que nenhuma escolha de investimento deve ser feita sem considerar os custos dos financiamentos, os quais são determinados mediante a verificação da composição de capitais próprios e externos empregados na estrutura de financiamento da organização (Perobelli & Famá, 2002; Brealey, Meyers, & Allen, 2017).

Nessa perspectiva, Tristão e Sonza (2019) definem a estrutura de capital de uma empresa como a composição das fontes de financiamentos de longo prazo, a qual é formada pelos capitais de terceiros e pelo capital próprio. Corroborando com essa visão, de acordo com Nakamura *et al.* (2007), é predominante o pensamento de que a estrutura de capital refere-se somente às dívidas de longo prazo. Todavia, Brealey *et al.* (2017) afirmam que se as obrigações de curto prazo são recorrentes, as mesmas devem compor o cálculo do custo de capital e, conseqüentemente, figurar no endividamento total que compõe a estruturação de capital da entidade.



Dessa forma, diante da relevância dos custos de financiamento para as organizações, surgiram pesquisadores interessados em identificar uma combinação apropriada entre o endividamento e o capital próprio, com a finalidade de minimizar os gastos derivados das fontes de recursos, de modo a maximizar, portanto, o valor das empresas (Perobelli & Famá, 2002). Ademais, Brito *et al.* (2007) expressam que, no tocante ao tema, a indagação principal é se a forma como o empreendimento é financiado tem influência ou não no seu valor de mercado.

Diante desse questionamento, surgiram duas vertentes teóricas que explicam o comportamento da estrutura de capital: a tradicionalista, representada, principalmente, por Durant (1952); e a proposição colocada por Modigliani e Miller (1958). A corrente teórica tradicional, sobretudo reproduzida por Durant (1952), expressa que os custos advindos de capitais externos são inferiores ao custo do capital próprio, de maneira que a companhia necessitaria se endividar suficientemente para que o seu custo de capital atingisse um nível ideal (Brito *et al.*, 2007).

Com isso, nessa perspectiva do grau adequado de endividamento, Durant (1952) expõe que, para cada empresa, há um nível “ótimo” de estrutura de capital, contendo um montante necessário que irá levar à maximização do valor de mercado do empreendimento, uma vez que níveis excessivos de endividamento podem interferir no gerenciamento e em outros aspectos operacionais da companhia, como o controle de votos, por exemplo.

Em contrapartida a essa vertente teórica, Modigliani e Miller (1958) apresentaram algumas proposições que foram de encontro à teoria tradicional, as quais afirmaram que o valor da empresa não é determinado pela maneira como esta é financiada. Ainda, para esses autores, não haveria uma estrutura de capital “ótima”, uma vez que o custo de capital apresentado pelas companhias é o mesmo seja qual o for o nível de endividamento. Portanto, o *valuation* dos empreendimentos não é determinado pela forma como eles são financiados, mas pelos seus fluxos de caixa produzidos e pelo risco operacional existente (Brito *et al.*, 2007).

Assim, dentro da teoria de finanças corporativas, a temática de estrutura de capital é uma das mais controversas e complexas, pois envolve diversos fatores determinantes, tais como o nível de tangibilidade, o tamanho da companhia, a rentabilidade, o risco, os benefícios fiscais, entre outros, os quais podem variar de acordo com o nicho empresarial e as especificidades da organização (Bastos & Nakamura, 2009). Dessa forma, diante dessa divergência teórica, diversos trabalhos, envolvendo as estruturas de capitais organizacionais, passaram a ser elaborados, com o objetivo de verificar como as companhias se estruturam e se financiam.

Esses avanços teóricos possibilitam que os *stakeholders* (torcedores, patrocinadores, investidores, dentre outros) possam entender o cenário financeiro das organizações ou, no caso específico deste estudo, dos clubes de futebol (Cunha *et al.*, 2017). Além disso, com o crescimento exponencial do endividamento das equipes futebolísticas, é realçada a necessidade de uma evolução dos níveis de eficiência financeira das agremiações esportivas (Miragaia, Ferreira, Carvalho, & Ratten, 2019).

Esse alto endividamento é explicado por Dantas e Boente (2012), uma vez que, embora os clubes sejam associações sem fins lucrativos, eles têm o objetivo de ter um bom desempenho nos campeonatos dos quais participam e, conseqüentemente, conquistarem títulos, a fim de que possam ter o devido retorno financeiro. Conseqüentemente, os investimentos em bons jogadores e no pagamento de salários são fundamentais para que o clube se torne competitivo, o que explica a dificuldade de as entidades desportivas não conseguirem diminuir as fontes de capitais externos.

Todavia, os clubes precisam investir para ter a possibilidade de ganhar partidas e, dessa forma, conquistarem os campeonatos, mas não há uma garantia de que isso vá acontecer, o que torna o futebol um esporte imprevisível (Marques & Costa, 2016). Ademais, esses altos



endividamentos podem gerar desperdícios de recursos disponíveis, podendo colocar as equipes futebolísticas em dificuldades financeiras, tanto em curto quanto em longo prazo (Dantas, Machado, & Macedo, 2015).

Em meio a esse contexto instável e imprevisível, Barros, Assaf e Araújo (2011) expressam que os clubes de futebol devem ter dois principais objetivos: sucesso nos campeonatos e estabilidade financeira, pois para as equipes conquistarem vitórias e, conseqüentemente, atraírem mais receitas de bilheteria, patrocínios e publicidade, elas precisam investir em bons jogadores, em uma boa equipe técnica e em bons gestores. Ademais, embora os times considerem as vitórias nos campeonatos a sua principal tarefa, a estabilidade financeira é também um dos principais condutores para o sucesso a longo prazo (Barros *et al.*, 2011).

Nesse sentido, em virtude das dificuldades financeiras dos clubes de futebol brasileiros, estudar os níveis e a composição do endividamento tem se tornado um aspecto importante, levando em consideração esse cenário que persiste ao longo dos últimos anos (Dantas *et al.*, 2017). Portanto, ratificando esse pensamento, Pacheco (2023) afirma que, em razão das dificuldades financeiras apresentadas pela maioria das equipes de futebol, investigar os níveis de seus débitos, assim como os determinantes dos mesmos, pode oferecer perspectivas importantes para a tomada de decisão. Para tanto, utilizam-se como perspectivas teóricas, que visam suportar as hipóteses levantadas, as teorias do *Trade-Off* e do *Pecking Order*.

2.2 Teorias do *Trade-off* e do *Pecking Order*

Nos últimos 50 anos, diversas teorias tentaram explicar o modo como as companhias se estruturam financeiramente (Pinheiro, Vasconcelos, De Luca, & Crisóstomo, 2017). Todavia, indo de encontro ao estudo de Modigliani e Miller (1958), no qual foi afirmado a não relevância da estrutura de capital para o valor das empresas, diversos estudos concluíram que a estrutura de capital é relevante nesse sentido, em virtude da influência de vários fatores que causam deficiências no mercado e impactam as organizações, tais como os impostos, os riscos, a assimetria informacional, dentre outros (Pinheiro *et al.*, 2017; Cunha *et al.*, 2017).

Essas imperfeições são apresentadas sob diferentes perspectivas (Pinheiro *et al.*, 2017), sobretudo, no caso deste estudo, pelas teorias do *Trade-off* e *Pecking Order*. A teoria do *Trade-off*, proposta por Myers (1984), expressa que as companhias possuem uma estrutura de capital ideal, uma vez que, para tanto, as mesmas equilibram os custos e os benefícios fiscais, com o intuito de manter os investimentos constantes. Ainda, de acordo com esse autor, as empresas buscam balancear os benefícios fiscais e os seus custos das dificuldades financeiras, de maneira que, ao passo que a empresa obtém uma ampliação em seu benefício fiscal, o endividamento é elevado até um nível “ótimo”, levando a organização a maximizar o seu valor de mercado.

Contrariando essa vertente teórica, a teoria do *Pecking Order* afirma que não há uma estrutura “ótima” de capital, de modo que há uma hierarquia na utilização das fontes de capitais presentes na estruturação da empresa, recorrendo, inicialmente, aos recursos próprios gerados pelo acúmulo de resultados positivos (Myers, 1984). Em seguida, se necessário, as companhias recorrem à contratação de financiamentos externos e, em último caso, utilizam-se da emissão de ações, com o intuito de trazer maior liquidez para o empreendimento (Myers, 1984; Tristão & Sonza, 2019).

Destaca-se que, na falta de recursos próprios, os clubes de futebol brasileiros frequentemente recorrem aos capitais de terceiros e por não possuírem ações negociadas em bolsas, para que possam recorrer à emissão desse último artifício, os mesmos têm utilizado os benefícios do modelo de clube-empresa, aprovado pela Lei 14.193/21, que propõe que os clubes possam se estruturar como Sociedades Anônimas de Futebol (SAF). Nesse novo molde, as



equipes utilizam-se do aporte de investidores externos, principalmente, como uma saída para os altos endividamentos ocasionados por falhas na gestão de recursos (Gomes *et al.*, 2022).

Diante desse contexto controverso sobre as teorias, foram desenvolvidos diversos estudos para analisar a relação entre a estrutura de capital das empresas e os diversos fatores existentes, como a lucratividade (Perobelli & Famá, 2002; Bastos & Nakamura, 2009; Póvoa & Nakamura, 2014), a tangibilidade (Póvoa & Nakamura, 2014; Pinheiro *et al.*, 2017; Mendonça, Martins, & Terra, 2019; Pacheco, 2023), a liquidez corrente (Nakamura *et al.*, 2007; Bastos & Nakamura, 2009; Dantas *et al.*, 2017), o tamanho das empresas (Perobelli & Famá, 2003; Póvoa & Nakamura, 2014; Bernardo *et al.*, 2018), os ativos intangíveis (Cunha *et al.*, 2017; Pacheco, 2023), os títulos (Dantas *et al.*, 2017), o rebaixamento (Dantas *et al.*, 2017) e, como proposição, no tocante ao avanço teórico, a pontuação do *ranking* da CBF (Dantas *et al.*, 2015; Dantas *et al.*, 2016; Faria, Dantas, & Azevedo, 2019). Dessa forma, com base nesses estudos e variáveis utilizadas, são delineadas as hipóteses testadas nesta pesquisa.

A lucratividade, sob a perspectiva da teoria do *Trade-off*, possui uma ligação simétrica com o endividamento das companhias, uma vez que, à medida que a empresa se endivida mais por conta da ampliação dos benefícios fiscais, ela vai ajustando em direção ao seu objetivo, também, o percentual de dividendos a ser distribuído, possibilitando depreender que a empresa está obtendo maiores lucros e dívidas (Myers, 1984). Por outro lado, a teoria do *Pecking Order* expressa que firmas mais lucrativas possuem uma relação negativa com o nível de dívidas obtidas, tendo em vista que, de acordo com a hierarquia de recursos, essas empresas tendem a recorrer ao capital próprio primeiro em detrimento dos demais (Myers, 1984; Titman & Wessels, 1988).

Assim, como *proxies* de lucratividade, serão utilizados os indicadores de *Return on Assets* sem o impacto do custo da dívida ($ROA = \text{Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) / lucro operacional/ativo total}$), portanto, avaliando a eficiência dos investimentos em gerar lucros operacionais, e de *Return on Equity* ($ROE = \text{lucro líquido/patrimônio líquido}$) (Tristão & Sonza, 2019). Logo, será adotado o pressuposto da teoria do *Pecking Order*, de modo que se espera que haja uma relação assimétrica entre a lucratividade e o endividamento dos clubes.

H1: A lucratividade está negativamente relacionada com o endividamento dos clubes.

De acordo com a teoria do *Trade-off*, em função da constância exigida em relação aos investimentos feitos nos empreendimentos, a tangibilidade evidencia uma relação positiva com o endividamento (Titman & Wessels, 1988; Pinheiro *et al.*, 2017). Alinhado com esse direcionamento, a teoria do *Pecking Order* expressa que as empresas que detêm mais ativos tangíveis tendem a ter uma necessidade maior de financiamento externo, retratando uma relação positiva entre as variáveis.

Todavia, em ambas as abordagens, mesmo com a possibilidade de utilizar esses ativos como garantias, em caso de falência das companhias, a necessidade de se endividar para realizar esses investimentos pode levar a uma diminuição do seu valor de mercado (Myers, 1984; Pacheco, 2023). Nesse contexto, é realçada a importância de se confrontar a tangibilidade, que é calculada pela relação entre o ativo fixo e o ativo total, com o endividamento, esperando-se uma relação positiva entre os fatores.

H2: A tangibilidade tem um impacto positivo no endividamento dos times.

No tocante à liquidez corrente, que é resultante da razão entre o ativo circulante e o passivo circulante, as organizações que apresentam um alto fluxo de caixa geralmente têm uma baixa necessidade de recorrer à recursos externos (Pacheco, 2023), o que é, de certa forma, incomum entre os clubes de futebol brasileiros. Apesar desse contraste, é pressuposto que, com base na teoria do *Pecking Order*, a liquidez corrente deve ter uma relação negativa com o endividamento, de modo que os clubes mais endividados são os que têm menos ou não possuem



capital de giro para o financiamento de suas necessidades (Nakamura *et al.*, 2007; Dantas *et al.*, 2017; Cunha *et al.*, 2017).

H3: A liquidez corrente influencia negativamente o endividamento dos clubes.

O tamanho da organização, expresso pelo logaritmo do ativo total, evidencia em relação às empresas de maior porte, sobretudo, a sua propensão a ter um maior nível de endividamento (Nakamura *et al.*, 2007), uma vez que essas companhias conseguem diminuir a assimetria informacional entre o que elas têm conhecimento e informam aos credores, resultando em uma aquisição de capital de terceiros com custos menores (Perobelli & Famá, 2003; Nakamura *et al.*, 2007; Pacheco, 2023). Além de ambas as teorias explicarem essa simetria, a teoria do *Pecking Order* também propõe uma relação negativa do tamanho com o endividamento, pois os empreendimentos (clubes) menores têm menos acesso a recursos próprios (Nakamura *et al.*, 2007), o que faz com que eles necessitem de recursos externos de maneira mais acentuada. Dessa forma, adota-se o que preconiza a teoria do *Pecking Order*.

H4a: O tamanho dos clubes tem um impacto positivo no endividamento das equipes.

H4b: O tamanho dos clubes tem um impacto negativo no endividamento das equipes.

Além dessas variáveis, serão utilizados os investimentos intangíveis, os quais serão operacionalizados pela divisão dos investimentos intangíveis pelo ativo total (Pacheco, 2023). Esses ativos, de acordo com Dantas (2013), no tocante aos clubes de futebol, são representados pelos custos com a formação de atletas, dentro das categorias de base do clube, e com a aquisição de direitos federativos de jogadores. Em complemento, Kulikova e Goshunova (2014) afirmaram que o investimento em jogadores promove o bom desempenho esportivo, o que acaba impactando de maneira positiva a exposição midiática, resultando em um acréscimo nos resultados financeiros. Com isso, apesar da importância dos investimentos intangíveis, espera-se que eles sejam feitos com recursos próprios e não com recursos externos, de modo que a sua relação com o endividamento deve ser negativa.

H5: Os investimentos intangíveis têm um efeito negativo no endividamento dos clubes.

Para que se tenha uma visualização mais ampla dos determinantes, Tristão e Sonza (2019) expressam que, de acordo com a literatura recente, é pressuposto que não somente os atributos das empresas causam impacto na sua estrutura de capital, mas também as variáveis que se relacionam com a necessidade das companhias por capital, assim como os aspectos ligados à oferta de recursos.

Tendo isso em vista, são incluídas variáveis esportivas que, de forma conjunta, ainda não foram estudadas no tocante ao futebol brasileiro, as quais demandam uma determinada oferta de recursos e geram necessidade de capital aos clubes. Assim, utiliza-se o logaritmo da pontuação do *ranking* da CBF, a qual evidencia o somatório de pontos dos clubes brasileiros em campeonatos nacionais, apresentando os desempenhos esportivos das equipes nos Campeonatos Brasileiros (séries A, B, C ou D) e na Copa do Brasil, em consonância com a convenção de pontos do *ranking* nacional de clubes gerenciado pela CBF (Faria *et al.*, 2019).

Ainda, segundo Dantas (2013), a utilização da pontuação do *ranking* nacional de clubes é a mais adequada, uma vez que estabelece critérios de pontuações mais realistas e apropriados em relação ao fator aproveitamento de pontos, trazendo pontuações distintas para cada série (A, B, C ou D) e colocação alcançada dentro da respectiva divisão, como também cada fase da copa do Brasil possui pontuações diferentes. Além disso, serão incluídas as variáveis *dummies* que representam os títulos conquistados e o rebaixamento (Dantas *et al.*, 2015; Dantas *et al.*, 2017), levando em consideração que conquistar títulos e/ou evitar o rebaixamento são os objetivos de toda equipe, que serão alcançados por meio de um bom desempenho esportivo. Portanto, com a junção desses três fatores, que são relevantes para qualquer time, espera-se uma associação positiva com o endividamento das agremiações esportivas.



H6: O desempenho esportivo impacta positivamente o endividamento dos clubes.

3 METOLOGIA

3.1 Dados e amostra

Os dados financeiros foram coletados das demonstrações contábeis dos clubes de futebol brasileiros, as quais foram retiradas dos sites das agremiações esportivas e/ou dos sítios eletrônicos das federações estaduais de futebol. Além disso, os dados esportivos são provenientes da base de informações da Confederação Brasileira de Futebol (CBF). Assim, nenhum clube apresentou falta de informações financeiras e esportivas, o que não impôs a necessidade de excluir eventualmente algum time.

A amostra consiste em um painel desbalanceado, no qual estão presentes os clubes que participaram, em algum dos anos do espaço temporal, do Campeonato Brasileiro da Série A entre os anos de 2015 e 2022, totalizando 33 equipes, que são: América-MG, Atlético-PR, Atlético-MG, Atlético-GO, Avaí, Bahia, Botafogo-RJ, Ceará, Chapecoense, Corinthians, Coritiba, Cruzeiro, CSA-AL, Cuiabá, Figueirense, Flamengo, Fluminense, Fortaleza, Goiás, Grêmio, Internacional, Joinville, Juventude, Palmeiras, Paraná, Ponte Preta, Red Bull Bragantino, Santa Cruz, Santos, São Paulo, Sport, Vasco e Vitória. Com isso, foi possível obter um total de 160 observações ao longo do período analisado.

3.2 Variáveis utilizadas

As variáveis foram selecionadas com base em estudos anteriores, assim como a presente pesquisa tem o intuito de trazer novas contribuições teóricas por meio da adição de novos fatores, análises conjuntas, principalmente fatores que ainda não foram trabalhados na literatura nacional, como a performance esportiva e os seus impactos na conquista de títulos e no rebaixamento dos clubes. Assim, no Quadro 1 são delineadas as variáveis utilizadas no estudo.

Quadro 1 - Variáveis dependentes e explicativas utilizadas no estudo

<i>Proxy</i>	<i>Siglas</i>	Operacionalização	Sinais Esperados	Estudos Anteriores
Endividamento Total	ET	Razão entre o Passivo Exigível e o Ativo Total	Variável Dependente	Bastos e Nakamura (2009); Dantas <i>et al.</i> (2017); Pacheco (2023).
Endividamento de Curto Prazo	ECP	Relação entre o Passivo Circulante e o Ativo Total	Variável Dependente	Bastos e Nakamura (2009); Cunha <i>et al.</i> (2017); Pacheco (2023).
Endividamento de Longo Prazo	ELP	Razão entre o Passivo Não Circulante e o Ativo Total	Variável Dependente	Bastos e Nakamura (2009); Cunha <i>et al.</i> (2017); Pacheco (2023).
<i>Return on Assets</i>	ROA	Razão entre o EBIT, ou Lucro Operacional, e o Ativo Total	-	Dantas (2013); Pacheco (2023).
<i>Return on Equity</i>	ROE	Divisão entre o Lucro Líquido e o Ativo Total	-	Tristão e Sonza (2019); Pacheco (2023).
Tangibilidade	Tang	Relação entre os Ativos Permanentes e o Ativo Total	+	Póvoa e Nakamura (2014); Tristão e Sonza (2019).
Liquidez Corrente	LC	Relação entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante	-	Nakamura <i>et al.</i> (2007); Dantas <i>et al.</i> (2017).



Tamanho	Tam	Log do Ativo Total	+	Bastos e Nakamura (2009); Tristão e Sonza (2019); Pacheco (2023).
Investimentos Intangíveis	Intang	Relação entre o Ativo Intangível e o Ativo Total	-	Dantas (2013); Pacheco (2023).
Ranking da CBF	Rank	Log do somatório da pontuação dos clubes em campeonatos organizados pela CBF, de acordo com a convenção de pontos vigente atualmente	+	Dantas <i>et al.</i> (2015); Dantas <i>et al.</i> (2016); Faria <i>et al.</i> (2019).
Dummy Títulos	Tit	Atribuição de 1 para os clubes que conquistaram títulos e 0 para os demais	+	Dantas, Machado e Macedo (2015).
Dummy Rebaixamento	Reb	Atribuição de 1 para os clubes rebaixados e 0 para os demais	+	Dantas <i>et al.</i> (2017); Faria <i>et al.</i> (2019).

Fonte: Elaborado pelos autores (2023).

Ressalta-se que, devido ao elevado número de *outliers* presentes e o pequeno número de observações na amostra do estudo, as variáveis foram tratadas através do processo de *winsorização*, ao nível de 5% de significância, com exceção das *proxies* esportivas e da variável “Tamanho”. Dessa forma, o procedimento tem a finalidade de diminuir os valores discrepantes acima e abaixo dos limites inferiores e superiores calculados com base na amplitude interquartil do primeiro e terceiro quartis, respectivamente, os quais foram detectados por meio de *boxplot*.

3.3 Modelos econométricos

Os modelos de regressão para dados em painel foram utilizados como método de pesquisa, os quais permitem que o pesquisador analise o comportamento das observações de determinados grupos (*cross-sections*) e, além disso, seja possível visualizar como se dá a evolução temporal para cada observação em um grupo ou em grupos diferentes (Fávero & Belfiore, 2017). Assim, baseadas nas variáveis selecionadas para este estudo, apresentam-se os modelos:

$$ET_{it} = \alpha_i + \beta_1ROA_{it} + \beta_2ROE_{it} + \beta_3Tang_{it} + \beta_4LC_{it} + \beta_5Tam_{it} + \beta_6Intang_{it} + \beta_7Rank_{it} + \beta_8Tit_{it} + \beta_8Reb_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

$$ECP_{it} = \alpha_i + \beta_1ROA_{it} + \beta_2ROE_{it} + \beta_3Tang_{it} + \beta_4LC_{it} + \beta_5Tam_{it} + \beta_6Intang_{it} + \beta_7Rank_{it} + \beta_8Tit_{it} + \beta_8Reb_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

$$ELP_{it} = \alpha_i + \beta_1ROA_{it} + \beta_2ROE_{it} + \beta_3Tang_{it} + \beta_4LC_{it} + \beta_5Tam_{it} + \beta_6Intang_{it} + \beta_7Rank_{it} + \beta_8Tit_{it} + \beta_8Reb_{it} + \mu_{it} \quad (3)$$

Após o processo de *winsorização*, foram realizadas análises descritivas, por meio da apresentação da Média, do Desvio Padrão, da Mediana, do Mínimo e do Máximo, com o intuito de analisar o comportamento das variáveis no período analisado. Ademais, foi realizada a correlação de *Spearman*, que tem por objetivo verificar o nível de associação, seja positivo ou negativo, entre os aspectos utilizados no estudo, aos níveis de significância de 1%, 5% e 10%. Ademais, a associação entre os fatores contribui para uma verificação prévia de uma possível multicolinearidade entre os fatores explicativos e indicativos de prováveis relações de causa e efeito.



Após isso, com as equações definidas, foram estimados os modelos de regressão para dados em painel (*Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), Efeitos Fixos (EF) e Efeitos Aleatórios (EA)), aos níveis de significância de 1%, 5% e 10%, bem como os testes necessários para a definição de qual modelo é o mais adequado para expressar os resultados evidenciados pelos dados (teste de F de *Chow*, LM de *Breusch-Pagan* e *Hausman*).

Posteriormente, definido o modelo mais satisfatório para cada variável dependente, para a melhor especificação e eficiência das regressões, foram realizados os testes para verificação dos pressupostos dos modelos definidos, que são os testes de *Shapiro-Wilk*, *Breusch-Pagan* e

Wooldridge, a fim de verificar a normalidade, a homocedasticidade e a ausência de autocorrelação dos resíduos, respectivamente. Além disso, realizou-se o teste de *Variance Inflation Factor* (VIF) para a verificação de multicolinearidade entre as variáveis explicativas.

Portanto, para a realização das análises descritivas, da correlação de *Spearman* e as estimações das regressões para dados em painel, bem como os testes de adequação dos modelos e pressupostos envolvidos, utilizou-se o *software* Rstudio, compatível com a linguagem R.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS DADOS

4.1 Análises descritivas e de correlação

Na Tabela 1 são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis dependentes e independentes utilizadas neste estudo.

Tabela 1 - Análise descritiva das variáveis

Variáveis	Observações	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ET	160	1,2937	1,0499	0,7693	0,3979	3,4087
ECP	160	0,5490	0,4494	0,3819	0,1112	1,5924
ELP	160	0,7448	0,5742	0,4845	0,1794	2,0800
ROA	160	0,1021	0,0739	0,1813	-0,2727	0,5272
ROE	160	0,0270	0,0091	0,1624	-0,2730	0,3858
Tangibilidade	160	0,7123	0,7538	0,1711	0,3729	0,9364
LC	160	0,4236	0,3600	0,3213	0,0741	1,3093
Tamanho	160	8,5075	8,5533	0,5353	7,1002	9,3092
Intangível	160	0,1866	0,1683	0,1158	0,0279	0,4166
Ranking	160	2,8682	2,8549	0,1229	2,6580	3,1461
Títulos	160	0,4438	0,0000	0,4984	0,0000	1,0000
Rebaixamento	160	0,2000	0,0000	0,4013	0,0000	1,0000

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

É notável que os clubes brasileiros possuem um endividamento elevado, pois, em média, as dívidas totais ultrapassam o total dos ativos (1,2937), assim evidenciando que as equipes possuem “passivos a descoberto”, o que demonstra uma situação de insolvência. Além disso, as obrigações de curto prazo e longo prazo consomem mais de 50% dos ativos, situação que é mais crítica a longo prazo, consumindo quase 75% da capacidade de cobertura das obrigações. Esse comportamento foi exposto no estudo de Minatto e Borba (2021), no qual os autores afirmaram que os clubes insolventes têm uma incidência superior em apresentar a maior parte das dívidas nas contas de longo prazo, para que possam melhorar o nível de liquidez.



Dessa forma, os clubes possuem esse comportamento crítico em relação ao endividamento em virtude da ausência de superávits ou lucros, uma vez que na ausência de recursos próprios as organizações tendem a recorrer ao capital oneroso (Mendonça *et al.*, 2019). Isso é ratificado pelos resultados apresentados pelos indicadores de rentabilidade (ROA e ROE), os quais apresentaram baixas médias de lucratividade (0,1021 e 0,0270, respectivamente), o que é confirmado pelo baixo desvio padrão, indicando que a situação entre os clubes não destoava de maneira relevante.

Além disso, a tangibilidade se mostrou bastante expressiva, com os clubes apresentando, em média, mais de 70% de seus bens alocados no ativo permanente, tendo em vista que os bens mais representativos de um clube são o centro de treinamento, o estádio, os equipamentos para preparação física dos jogadores, dentre outros, os quais possuem valores relevantes dentro do total de investimentos (ativos). Todavia, os investimentos intangíveis evidenciaram um percentual médio não tão expressivo dentro do ativo total (aproximadamente 19%), resultado que se assemelha com o estudo de Cunha *et al.* (2017), depreendendo-se que o Brasil costuma ser um frequente exportador de jogadores para o mercado internacional, justificando uma menor representação dos respectivos investimentos.

Ademais, a crítica situação em relação ao endividamento dos clubes é ratificada pelo comportamento da liquidez corrente, tendo em vista que os clubes, em suma, têm uma baixa capacidade de pagamento das obrigações de curto prazo. Para Dantas *et al.* (2015), os altos investimentos podem implicar em mau uso dos recursos obtidos, além de colocar as equipes em uma situação de insolvência não somente em longo prazo, mas também em curto prazo. Outrossim, nota-se que, através do desvio padrão, que se mostrou relevante, há um contraste entre os tamanhos das equipes, pois alguns times detêm uma capacidade maior de obtenção e gestão de recursos do que outros, sobretudo os que se mantêm constantes na série A.

Em relação aos fatores esportivos, visualiza-se que os clubes ao longo do período analisado não possuem pontuações extremamente dispersas, o que é ratificado pelo baixo número de equipes que foram rebaixadas, com uma média de 20%, e, em adição, nota-se que 44% das observações conquistaram algum título em algum dos anos estudados. Portanto, entende-se que o mal desempenho incorreu em uma pequena parcela das observações e a boa/razoável performance em uma maior quantidade, fazendo com que a performance esportiva (*ranking* da CBF), em média, não fosse tão destoante dos mínimos e máximos observados.

A Tabela 2 apresenta os coeficientes da correlação de *Spearman*, os quais evidenciam os níveis de associação, positivo ou negativo, entre as variáveis utilizadas. O ROE, a tangibilidade, a LC, o tamanho e o intangível apresentaram coeficientes negativos e moderados ou fracos, ao nível de 1% de significância, em relação às variáveis dependentes de Endividamento Total e de Curto Prazo. Isso evidencia que quanto menor for a lucratividade, os ativos fixos, a capacidade de pagamento a curto prazo, o tamanho e os investimentos em atletas dos clubes de futebol, maiores serão as dívidas totais e de curto prazo. Ademais, ao nível de 10% de significância, o rebaixamento apresentou correlação fraca e positiva com o endividamento total. Logo, entende-se que por conta do mau desempenho esportivo, que causa o rebaixamento, os times irão elevar os seus endividamentos.

A LC e o tamanho evidenciaram coeficientes negativos, além de moderado e fraco em relação às dívidas de longo prazo (significância de 1%), respectivamente. Assim, quanto menor for a capacidade de pagamento de curto prazo e o tamanho das equipes, maior será o endividamento de longo prazo. Ao nível de 5% de significância, os títulos apresentaram uma associação negativa e fraca, depreendendo-se que quanto menos títulos os clubes conquistam, maior será o endividamento.

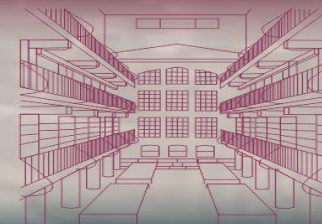


Tabela 2 - Correlação de Spearman

Variáveis	ET	ECP	ELP	ROA	ROE	Tang	LC	Tam	Intang	Rank	Tit	Reb
ET	1,0000 -----											
ECP	0,8112*** (0,0000)	1,0000 -----										
ELP	0,8285*** (0,0000)	0,4206*** (0,0000)	1,0000 -----									
ROA	0,0568 (0,4756)	-0,0130 (0,8700)	0,1476* (0,0625)	1,0000 -----								
ROE	-0,2682*** (0,0006)	-0,2853*** (0,0003)	-0,1341* (0,0910)	0,8044*** (0,0000)	1,0000 -----							
Tang	-0,3088*** (0,0001)	-0,4458*** (0,0000)	-0,1422* (0,0728)	-0,0369 (0,6434)	-0,0172 (0,8294)	1,0000 -----						
LC	-0,4274*** (0,0000)	-0,3894*** (0,0000)	-0,3710*** (0,0000)	0,1983** (0,0119)	0,4011*** (0,0000)	-0,2994*** (0,0001)	1,0000 -----					
Tam	-0,3427*** (0,0000)	-0,2533*** (0,0012)	-0,2486*** (0,0015)	-0,1948** (0,0135)	-0,0809 (0,3091)	0,0367 (0,6448)	-0,0234 (0,7688)	1,0000 -----				
Intang	0,2251*** (0,0042)	0,2758*** (0,0004)	0,1494* (0,0593)	0,1052 (0,1856)	-0,0417 (0,6002)	-0,1606** (0,0424)	-0,0327 (0,6818)	-0,1090 (0,1702)	1,0000 -----			
Rank	-0,0821 (0,3022)	0,0368 (0,6443)	-0,1089 (0,1706)	0,1155 (0,1459)	0,0837 (0,2925)	-0,0853 (0,2837)	0,0411 (0,6059)	0,5405*** (0,0000)	0,2758*** (0,0004)	1,0000 -----		
Tit	-0,0893 (0,2612)	-0,0034 (0,9659)	-0,1805** (0,0224)	0,1122 (0,1577)	0,2077*** (0,0084)	-0,0881 (0,2678)	0,1456* (0,0662)	0,0222 (0,7805)	0,1466* (0,0644)	0,2635*** (0,0008)	1,0000 -----	
Reb	0,1331* (0,0933)	0,0528 (0,5074)	0,1221 (0,1239)	-0,1702** (0,0314)	-0,0854 (0,2828)	0,0858 (0,2809)	-0,0665 (0,4036)	-0,3894*** (0,0000)	-0,1732** (0,0285)	-0,4706*** (0,0000)	-0,0692 (0,3846)	1,0000 -----

***Significância ao nível de 0,01 (1%). **Significância ao nível de 0,05 (5%). *Significância ao nível de 0,1 (10%). Nota: o valor-p de cada relação está entre parênteses.

Fonte: Dados da pesquisa (2023)



Ao nível de 10% de significância, as variáveis ROE e tangibilidade apresentaram correlação negativa e fraca com o endividamento de longo prazo. Portanto, quanto menor for a lucratividade e os ativos fixos, maior será o endividamento não circulante. Ademais, ao nível de 10% de significância, o ROA e os ativos intangíveis apresentaram uma relação positiva e fraca com as dívidas de longo prazo. Desse modo, quanto maior a eficiência dos ativos em gerar lucros e os investimentos em atletas, maior será o endividamento de longo prazo.

4.2 Análise das regressões para dados em painel

Foram estimados os modelos POLS, Efeitos Fixos (EF) e Efeitos Aleatórios (EA). Assim, para determinar o modelo mais adequado de análise de dados para cada variável dependente, realizou-se, para tanto, os testes de F de *Chow*, LM de *Breusch-Pagan* e *Hausman*. Dessa forma, para as variáveis dependentes de Endividamento Total e de Endividamento de Curto Prazo, por meio da rejeição da hipótese nula, o teste de F de *Chow* evidenciou um valor-p menor do que 1% (significância ao nível de 5%), evidenciando que o modelo de Efeitos Fixos é o mais adequado em relação ao POLS. No tocante ao teste de LM de *Breusch-Pagan*, que verifica se o modelo POLS ou de efeitos Aleatórios é o ideal, apresentou um valor-p significativo ao nível de 5%, o que corrobora a rejeição da hipótese nula e conclui-se que os EA são mais apropriados em relação ao POLS.

Por fim, realizou-se o teste de *Hausman*, para que fosse possível concluir qual o modelo a ser utilizado para essas variáveis dependentes: Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios. Assim, o teste apresentou um resultado significativo ao nível de 5%, denotando a rejeição da hipótese nula e, conseqüentemente, a evidencia de que o modelo de EF é o mais adequado. Em relação à variável dependente de Endividamento de Longo Prazo, o teste de F de *Chow* revelou um valor-p menor do que 5%, de modo que a hipótese nula foi rejeitada, concluindo-se que o modelo de EF é o mais indicado. Ademais, o teste de LM de *Breusch-Pagan* demonstrou significância ao nível de 5%, resultando na rejeição da hipótese nula, constatando-se que os EA se adequam melhor ao modelo.

Em conclusão, o teste de *Hausman* apresentou um valor-p de 0,5709, evidenciando que não foi possível rejeitar a hipótese nula, depreendendo-se que o modelo de Efeitos Aleatórios é o mais adequado para o modelo de ELP. Após a constatação de quais modelos se adequam melhor para a estimação de cada variável dependente, foram verificados os pressupostos de normalidade, homocedasticidade e ausência de autocorrelação dos resíduos das regressões. Assim, para a verificação de normalidade na distribuição dos resíduos, realizou-se o teste de *Shapiro-Wilk*, o qual afirma, por meio da hipótese nula, que a distribuição é normal. Os resultados, para todos os modelos escolhidos, apresentaram um valor-p de 0,0000, indicando a rejeição da hipótese nula (valor-p < $\alpha = 0,05$), o que evidencia a falta de normalidade na distribuição dos erros.

Para identificar se os erros têm variância igual ao longo da distribuição (homocedásticos), foi realizado o teste de *Breusch-Pagan*, o qual a hipótese nula afirma que os erros são homocedásticos. Dessa forma, os resultados para todos os modelos apresentaram valor-p menor do que 1%, de modo que a hipótese nula foi rejeitada (valor-p < $\alpha = 0,05$), demonstrando que as variâncias não são homogêneas ao longo da distribuição (heterogêneas).

O teste de *Wooldridge* busca verificar se os resíduos são correlacionados ao longo da distribuição, apresentando, em sua hipótese nula, que os resíduos não são autocorrelacionados. Portanto, com exceção dos modelos de ET e ECP, o modelo de ELP apresentou um valor-p de 0,0011 (valor-p < $\alpha = 0,05$), indicando autocorrelação na distribuição dos erros. Assim, para corrigir as violações dos pressupostos, no caso da heterocedasticidade e autocorrelação dos



resíduos dos modelos de Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios, foi utilizada a metodologia de estimação da matriz de covariância com erros robustos de Driscoll e Kraay (1998), com vistas à estimação mais consistente dos erros padrões.

Ademais, visualizou-se a violação do pressuposto de normalidade, o que não é apropriado, pois é importante que os pressupostos sejam respeitados para que os resultados dos modelos possam ser generalizados (Field, Miles, & Field, 2012). Todavia, para esses autores, é possível obter bons modelos e inferir conclusões acerca da amostra, mesmo que o pressuposto de normalidade seja violado, porém os resultados não podem ser generalizados para outras amostras que não seja a utilizada no estudo.

Além disso, na verificação de multicolinearidade entre as variáveis explicativas, por meio do teste VIF, constatou-se uma média de aproximadamente 1,91 e o maior valor não chegou a 5. Desse modo, levando em consideração que as variáveis que apresentam problemas de multicolinearidade apresentam valores maiores que 10, conclui-se que a pesquisa não apresenta este problema (Field *et al.*, 2012; Fávero & Belfiore, 2017). Na Tabela 3 são apresentados os resultados dos modelos para a variável dependente de Endividamento Total.

Tabela 3 - Estimações das regressões para a variável dependente de Endividamento Total (ET)

Variáveis	POLS	Efeitos Fixos Robustos	Efeitos Aleatórios Robustos
ROA	1,3445*** (0,4229)	0,1321 (0,4738)	0,2467 (0,4258)
ROE	-1,5349*** (0,5127)	-0,9057** (0,4544)	-0,8857** (0,3711)
Tang	-1,6992*** (0,2814)	-0,7447*** (0,2260)	-0,7317*** (0,2522)
LC	-1,1085*** (0,1746)	-0,4188* (0,2244)	-0,6565*** (0,1635)
Tam	-0,4123*** (0,1121)	-0,8697*** (0,2412)	-0,4128*** (0,1115)
Intang	0,2027 (0,4300)	0,2635 (0,5473)	0,2535 (0,5682)
Ranking	0,0912 (0,5146)	-0,4522** (0,2122)	-0,3622* (0,2072)
Títulos	-0,0905 (0,0980)	0,0178 (0,0221)	-0,0022 (0,0201)
Rebaixamento	0,1658 (0,1311)	0,2332*** (0,0695)	0,2066*** (0,0753)
Constante	6,0935*** (1,2872)		6,4609*** (0,7190)
Observações	160	160	160
R²	0,4987	0,5052	0,4606

***Significância ao nível de 0,01 (1%). **Significância ao nível de 0,05 (5%). *Significância ao nível de 0,1 (10%). Nota: os desvios padrão estão entre parênteses.

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

De acordo com a estimação por meio dos Efeitos Fixos Robustos, a liquidez corrente demonstrou uma relação positiva com as dívidas totais, ao nível de significância de 10%, concluindo-se que quanto menor a capacidade de cobertura das dívidas de curto prazo, maior será o endividamento. O ROE e o *ranking* apresentaram um coeficiente negativo significativo ao nível de 5% com o endividamento, dependendo-se que quanto menor a lucratividade do clube e pior o seu desempenho esportivo, maior será o endividamento total.



Ao nível de significância de 1%, as variáveis de tangibilidade e tamanho apresentaram uma relação negativa com o endividamento, de modo que quanto menor a estrutura fixa dos clubes, bem como o seu tamanho, mais necessidade de recursos de terceiros as equipes têm. Entretanto, ao nível de significância de 1%, o rebaixamento evidenciou um coeficiente positivo com o endividamento, entendendo-se que quanto pior o desempenho esportivo, que resulta no rebaixamento das equipes, maior será o endividamento total. Na Tabela 4 são expressos os resultados dos modelos para a variável dependente de Endividamento de Curto Prazo.

Tabela 4 - Estimacões das regressões para a variável dependente de Endividamento de Curto Prazo (ECP)

Variáveis	POLS	Efeitos Fixos Robustos	Efeitos Aleatórios Robustos
ROA	0,3017 (0,1956)	-0,4415** (0,2046)	-0,2227 (0,1701)
ROE	-0,6469*** (0,2371)	-0,0554 (0,2380)	-0,2131 (0,1910)
Tang	-1,0395*** (0,1301)	-0,5545*** (0,0935)	-0,7071*** (0,1575)
LC	-0,5635*** (0,0807)	-0,2971*** (0,0923)	-0,4418*** (0,0745)
Tam	-0,2705*** (0,0518)	-0,3946*** (0,1475)	-0,2454*** (0,0536)
Intang	0,0800 (0,1988)	0,0133 (0,1264)	0,1421 (0,1172)
Ranking	0,3485 (0,2380)	-0,1340 (0,0876)	-0,0021 (0,0681)
Títulos	-0,0269 (0,0453)	0,0147 (0,0296)	0,0063 (0,0284)
Rebaixamento	0,0633 (0,0606)	0,1259** (0,0504)	0,0979** (0,0482)
Constante	2,8014*** (0,5953)		3,2808*** (0,6466)
Observações	160	160	160
R ²	0,5648	0,5157	0,4882

***Significância ao nível de 0,01 (1%). **Significância ao nível de 0,05 (5%). *Significância ao nível de 0,1 (10%). Nota: os desvios padrão estão entre parênteses.

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

Conforme o modelo de Efeitos Fixos Robustos, o ROA apresentou um coeficiente negativo e significativo ao nível de 5% com as dívidas, de maneira que quanto menor for a eficiência dos investimentos em gerar lucros aos clubes, maior será o endividamento de curto prazo. Outrossim, o rebaixamento apresentou uma relação positiva e significativa ao nível de 5% com o endividamento, indicando que as equipes que são rebaixadas da série A, em virtude do mau desempenho esportivo, são as que possuem mais dívidas de curto prazo. Ademais, ao nível de significância de 1%, a tangibilidade, a liquidez corrente e o tamanho evidenciaram associações negativas com o endividamento, concluindo-se que quanto menor o ativo fixo, a liquidez corrente e o tamanho, maiores serão as dívidas de curto prazo. A Tabela 5 evidencia os resultados dos modelos para a variável dependente de Endividamento de Longo Prazo.

Tabela 5 - Estimacões das regressões para a variável dependente de Endividamento de Longo Prazo (ELP)

Variáveis	POLS	Efeitos Fixos Robustos	Efeitos Aleatórios Robustos
ROA	1,0311*** (0,3070)	0,4778** (0,2167)	0,4950** (0,2131)
ROE	-0,8650** (0,3722)	-0,7819*** (0,2203)	-0,6897*** (0,1447)



Tang	-0,6900*** (0,2042)	-0,2973** (0,1431)	-0,1743 (0,1263)
LC	-0,5815*** (0,1267)	-0,0982 (0,1449)	-0,2699** (0,1100)
Tam	-0,1391* (0,0814)	-0,5899*** (0,1846)	-0,1801* (0,1067)
Intang	0,1386 (0,3121)	0,3394 (0,4184)	0,2239 (0,3947)
Ranking	-0,3062 (0,3736)	-0,2976* (0,1608)	-0,2803 (0,1709)
Títulos	-0,0638 (0,0711)	0,0056 (0,0236)	-0,0108 (0,0272)
Rebaixamento	0,0890 (0,0951)	0,0927* (0,0486)	0,0826 (0,0503)
Constante	3,4475*** (0,9344)		3,1828*** (0,7679)
Observações	160	160	160
R²	0,3340	0,2952	0,2439

***Significância ao nível de 0,01 (1%). **Significância ao nível de 0,05 (5%). *Significância ao nível de 0,1 (10%). Nota: os desvios padrão estão entre parênteses.

Fonte: Dados da pesquisa (2023).

O ROA, no modelo de Efeitos Aleatórios Robustos, apresenta uma relação positiva e significativa ao nível de 5%, evidenciando que quanto maior a eficiência dos ativos em gerar lucros, maior será o endividamento de longo prazo. O ROE, a liquidez corrente e o tamanho demonstraram uma associação negativa e significativa aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente, concluindo-se que quanto menor a lucratividade, a capacidade de pagamento de dívidas de curto prazo e o tamanho dos clubes, maior será o endividamento de longo prazo.

Com os resultados obtidos, é possível aceitar a H1, pois os resultados convergiram em parte com a teoria do *Pecking Order*, tendo em vista que o ROE apresentou uma relação negativa com os endividamentos totais e de longo prazo e o ROA com as dívidas de curto prazo, demonstrando que os clubes conseguem maximizar os seus lucros, tendo como prioridade utilizar os recursos internos para financiar os seus investimentos e, dessa forma, somente recorrendo aos recursos externos após a falta de capital próprio (Pinheiro *et al.*, 2017; Tristão & Souza, 2019; Mendonça *et al.*, 2019), comportamento predito pela respectiva abordagem teórica.

Além disso, a H3 foi corroborada a partir da teoria do *Pecking Order*, uma vez que a liquidez corrente apresenta uma associação negativa consistente com todos os níveis de endividamento, assim como no estudo de Bernardo *et al.* (2018). Para Dantas *et al.* (2017), equipes que possuem mais folga nos recursos de curto prazo para investir em suas necessidades operacionais e esportivas, têm menos necessidades e, conseqüentemente, endividam-se menos.

Nessa perspectiva, a lucratividade e os recursos de curto prazo dos clubes são afetados pela má gestão, pois, na visão de Dantas *et al.* (2016) e Gomes *et al.* (2022), a falta de um gerenciamento adequado de recursos financeiros faz com que as equipes percam a capacidade de estar em dia com os tributos fiscais e trabalhistas e não consigam arrecadar receitas, sobretudo, pela ineficiência em buscar novas receitas ou incrementar a rentabilidade pela captação e fidelização de torcedores e patrocinadores. Diante disso, decorre a necessidade de os times recorrerem aos recursos de terceiros, o que é ratificado pelos altos índices de endividamento e os baixos indicadores de lucratividade e de liquidez.

A H4b foi confirmada sob a perspectiva da teoria do *Pecking Order*, pois revelou uma relação negativa entre o tamanho e todas as variáveis dependentes de endividamento. Essa



necessidade por financiamento externo é explicada no estudo de Pacheco (2023), no qual o autor expressa que os clubes pequenos têm uma capacidade interna insuficiente para financiar o seu crescimento, uma vez que isso se dá, provavelmente, pela necessidade de os clubes formarem bons elencos para que possam competir de maneira igual com as equipes mais ricas, resultados que são semelhantes aos encontrados por Cunha *et al.* (2017) e Dantas *et al.* (2017).

Quanto aos aspectos esportivos, a H6 foi corroborada em parte, pois a única variável que majoritariamente apresentou um coeficiente positivo e significante, conforme proposto na hipótese, foi a variável rebaixamento em relação aos endividamentos total e de curto prazo. A *proxy* de pontuação do *ranking* da CBF apresentou uma relação significativa somente em relação às dívidas totais, entretanto demonstrou uma assimetria com o endividamento.

De acordo com esses achados, os clubes precisam fazer massivos investimentos nas suas equipes, contratando bons jogadores, por exemplo, para que se mantenham competitivos, conquistem títulos e/ou bons posicionamentos, mas, em virtude de o futebol ser um esporte com um grau acentuado de imprevisibilidade, não há certeza de que o clube irá alcançar o que de fato foi planejado (Espetia-Escuer & Gracia-Cebrián, 2010; Marques & Costa, 2016).

Assim, à medida que as equipes têm uma performance ruim no campeonato brasileiro da série A, elas tendem a estar mais próximas do rebaixamento e mais endividadas (Dantas *et al.*, 2017). Em outras palavras, para esses autores, não atingir o ápice esportivo (conquistar títulos) e não se manter na principal divisão do campeonato, faz com que os clubes percam receitas importantes, aumentando, demasiadamente, as dívidas para os próximos exercícios.

É importante ressaltar que a H2, referente à tangibilidade, foi rejeitada, tendo em vista os sinais contrários e a não significância apresentada em relação às variáveis dependentes. Além disso, a H5, a qual afirma o impacto dos investimentos intangíveis no endividamento, não pode ser corroborada, em virtude da não apresentação de significância em todos os níveis de endividamento. Por apresentar sinal contrário nos resultados, a H4a foi rejeitada.

Ademais, a H1 não foi confirmada em parte por conta da não significância e do sinal contrário apresentado pela variável ROA em relação às dívidas totais e de longo prazo, enquanto que a H6 também não foi corroborada em parte, pois a variável títulos não apresentou significância em todos os níveis de endividamento e a pontuação do *ranking* da CBF apresentou sinal contrário em relação ao endividamento total, além de não ter apresentado significância em relação às dívidas de curto e longo prazo, confirmando em parte os achados de Pacheco (2023).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo da pesquisa foi identificar os determinantes da estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros, especialmente o impacto das variáveis esportivas sobre as dívidas. Para tanto, utilizaram-se os modelos de regressão para dados em painel, com um painel desbalanceado, sendo a amostra composta por 33 clubes, totalizando 160 observações, entre 2015 e 2022. Assim, encontrou-se, após os testes de adequação, que as estimações pelos modelos de Efeitos Fixos Robustos e Efeitos Aleatórios Robustos eram os mais adequados para a base de dados.

Os resultados evidenciaram que a lucratividade e a liquidez dos clubes têm uma relação assimétrica com o endividamento, de modo que é possível depreender que as equipes que mais lucram, são as mesmas que conseguem obter uma maior liquidez e, conseqüentemente, uma maior capacidade de pagamento com recursos próprios, necessitando menos de recursos advindos de terceiros. Além disso, notou-se que os clubes pequenos, os quais são caracterizados por terem menos recursos, devido a uma menor base de fãs e patrocinadores, são os clubes que possuem uma necessidade acentuada de recursos externos, demonstrando uma relação negativa



entre o tamanho e o endividamento. Dessa forma, os resultados encontrados corroboram com a teoria do *Pecking Order*, a qual deu suporte para as hipóteses relativas às variáveis financeiras.

Ademais, notou-se que os clubes que têm uma má performance esportiva, sobretudo os que possuem menos recursos, possuem mais dívidas. Portanto, como esses times têm um desempenho negativo no campeonato brasileiro e, conseqüentemente, estão com uma alta possibilidade de rebaixamento, isso faz com que a necessidade de capital externo seja maximizada, uma vez que essas agremiações esportivas não dispõem de capital próprio para investir e, assim, os recursos externos são uma saída para tentar fugir dessa situação. Com isso, é visível que o desempenho nos gramados possuem um impacto relevante no endividamento, embora todas as variáveis não puderam ser corroboradas.

Quanto às limitações do estudo, ratifica-se que os dados não podem ser generalizados para outras amostras, em virtude da violação do pressuposto de normalidade dos resíduos dos modelos de regressão. Para pesquisas futuras, sugere-se que seja abordado como o custo da dívida tem impactado o lucro das equipes, analisando como se dá a relação de custos *versus* benefícios entre os valores adquiridos de terceiros e os custos para se ter esse capital, envolvendo, como uma possível variável, o papel das SAFs nesse contexto. Ressalta-se que, nesta pesquisa, foi utilizado o lucro sem os descontos referentes às despesas financeiras (o EBIT ou lucro operacional) para o cálculo do ROA, o que abre espaço para essa exploração.

O estudo contribui com informações que permitem que os gestores possam visualizar como as equipes podem evoluir a sua captação de recursos próprios, além de proporcionar *insights* sobre quais times representam uma boa oportunidade de investimento para os investidores e consumidores (torcedores). Ademais, no campo teórico, a pesquisa avançou ao trazer uma variável mais adequada e justa para medir o desempenho esportivo, que é o *ranking* da CBF, possibilitando observar a relação entre o desempenho, o rebaixamento e as dívidas, pois os clubes com a pior performance nos gramados são os que mais se endividam e estão mais suscetíveis ao rebaixamento, trazendo uma nova perspectiva de análise esportiva para a estrutura de capital dos clubes de futebol.

REFERÊNCIAS

- Barros, C. P., Assaf, A. G., & Araújo, A. F. de, Jr. (2011). Cost performance of brazilian soccer clubs: a Bayesian varying efficiency distribution model. *Economic Modelling*, 28(6), 2730-2735.
- 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.
- Bernardo, C. J., Albanez, T., & Securato, J. R. (2018). Fatores macroeconômicos e institucionais, composição do endividamento e estrutura de capital de empresas latino-americanas. *BBR. Brazilian Business Review*, 15(2), 152-174.
- Brandão, A. R. (2012). *O endividamento dos clubes de futebol no Brasil*. Dissertação de mestrado, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, SP, Brasil.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2017). *Principles of corporate finance* (12th ed.). Nova York: McGraw-Hill Education.
- 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), 09-19.



- Cunha, P. R. da, Santos, C. A. dos, & Haveroth, J. (2017). Fatores contábeis explicativos da política de estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros. *PODIUM Sport, Leisure and Tourism Review*, 6(1), 01-21.
- Dantas, M. G. da S. (2013). *Fatores determinantes da eficiência financeira e esportiva de clubes de futebol do Brasil*. Dissertação de mestrado, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, RN, Brasil.
- Dantas, M. G. da S., & Boente, D. R. (2012). A utilização da análise envoltória de dados na medição de eficiência dos clubes brasileiros de futebol. *Contabilidade Vista & Revista*, 23(2), 101-130.
- Dantas, M. G. da S., Freitas, R. M. de N., Costa, M. A. A. da, & Barbosa, A. (2017). The determinants of Brazilian football clubs' debt ratios. *BBR. Brazilian Business Review*, 14(Special Ed.), 94-109.
- Dantas, M. G. da S., Machado, M. A. V., & 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.
- Dantas, M. G. da S., Macedo, M. A. da S., & Machado, M. A. V. (2016). Eficiência dos custos operacionais dos clubes de futebol do Brasil. *Contabilidade Vista & Revista*, 27(2), 23-47.
- Drewes, M., Daumann, F., & Follert, F. (2021). Exploring the sports economic impact of COVID-19 on professional soccer. *Soccer and Society*, 22(1-2), 125-137.
- Driscoll, J. C., & Kraay, A. C. (1998). Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data. *Review of economics and statistics*, 80(4), 549-560.
- Durand, D. (1952). *Conference on Research in Business Finance*. (Cap. 8, pp. 215-262). Nova York: National Bureau of Economic Research.
- Espitia-Escuer, M., & García-Cebrián, L. I. (2010). Measurement of the efficiency of football teams in the Champions League. *Managerial and Decision Economics*, 31(6), 373-386.
- Faria, C. L. D. do N., Dantas, M. G. da S., & Azevedo, Y. G. P. (2019). A influência dos fatores financeiros e esportivos sobre o valor dos clubes de futebol brasileiros. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 7(1), 94-111.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise dos dados*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Field, A., Miles, J., & Field, Z. (2012). *Discovering statistics using R*. Londres: Sage Publications.
- Gomes, R. M., Gomes, R. C., & Lisboa, E. (2022). From amateurism to professionalism: legislation changes transforming Brazilian football. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, ahead-of-print(ahead-of-print), 01-04.
- Haas, D. J. (2003). Productive efficiency of english football teams - a data envelopment analysis approach. *Managerial and Decision Economics*, 24(5), 403-410.
- Kulikova, L. I., & Goshunova, A. V. (2014). Efficiency measurement of professional football clubs: A non-parametric approach. *Life Science Journal*, 11(11), 117-122.
- Marques, D. S. P., & Costa, A. L. (2016). Administração de clubes de futebol profissional: proposta de um modelo específico de governança para o setor. *Organizações & Sociedade*, 23(78), 378-405.



- Mendonça, F. F., Martins, H. C., & Terra, P. R. (2019). Estrutura de capital e mecanismos de governança externos à firma: uma análise multipaís. *Revista de Administração Contemporânea*, 23(6), 765-786.
- Minatto, F., & Borba, J. A. (2021). Insolvência em clubes de futebol brasileiros: proposição de modelos baseados em redes neurais. *BBR. Brazilian Business Review*, 18(6), 624-642.
- Miragaia, D., Ferreira, J., Carvalho, A., & Ratten, V. (2019). Interactions between financial efficiency and sports performance: data for a sustainable entrepreneurial approach of European professional football clubs. *Journal of Entrepreneurship and Public Policy*, 8(1), 84-112.
- 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.
- Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., Forte, D., Carvalho, A. F. de, F., 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.
- Pacheco, L. M. (2023). Capital structure of Iberian football clubs: does sport performance matter? *International Journal of Sport Management and Marketing*, 22(5-6), 336-360.
- Perobelli, F. F. C., & Famá, R. (2002). Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *RAUSP Management Journal*, 37(3), 33-46.
- Perobelli, F. F. C., & Famá, R. (2003). Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, 7(1), 9-35.
- Pinheiro, B. G., Vasconcelos, A. C. de, De Luca, M. M. M., & Crisóstomo, V. L. (2017). Estrutura de capital e governança corporativa nas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 11(4), 451-466.
- Póvoa, A. C. S., & Nakamura, W. T. (2014). Homogeneidade versus heterogeneidade da estrutura de dívida: um estudo com dados em painel. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 19-32.
- Rodrigues, M. S., & Silva, R. C. da. (2009). A estrutura empresarial nos clubes de futebol. *Organizações & Sociedade*, 16(48), 17-37.
- Santos, R. I. dos, Silva, V. da, Costa, C. E. S. da, & Cavalcante, P. S. (2020). Desempenhos econômico e financeiro dos clubes de futebol participantes dos campeonatos brasileiros das séries A, B e C no ano de 2017. *CAFI*, 3(1), 67-82.
- Sports Value. (2023). *Finanças TOP 20 clubes brasileiros em 2022*. Recuperado em 12 maio, 2023, de <http://www.sportsvalue.com.br/wp-content/uploads/2023/05/Financas-clubes-2022-Sports-Value-maio-2023-4.pdf>
- Terrien, M., Scelles, N., Morrow, S., Maltese, L., & Durand, C. (2017). The win/profit maximization debate: strategic adaptation as the answer? *Sport, Business and Management: An International Journal*, 7(2), 121-140.
- Tristão, P. A., & Sonza, I. B. (2019). A estrutura de capital no Brasil é estável? *Revista de Administração Mackenzie*, 20(4), e190154.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 01-19.