

## **FATORES EXPLICATIVOS DA POLÍTICA DE ESTRUTURA DE CAPITAL DOS CLUBES DE FUTEBOL BRASILEIROS**

**CLESTON ALEXANDRE DOS SANTOS**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MATO GROSSO DO SUL (UFMS)

cleston.alexandre@hotmail.com

**JUÇARA HAVEROTH**

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)

jucara\_haveroth@hotmail.com

**PAULO ROBERTO DA CUNHA**

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)

paulocsa@furb.br

## **Introdução**

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 a melhor a ou mais adequada estrutura de capital para uma organização, inclusive no contexto futebolístico que não foram encontrados estudos com essa discussão. O futebol é um esporte de entretenimento que chama a atenção do público no mundo todo e também é responsável por movimentar muito dinheiro.

## **Problema de Pesquisa e Objetivo**

A literatura mostra que a identificação de fatores contábeis 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. Diante da má gestão e alto endividamento dos clubes de futebol brasileiros, surge o objetivo de evidenciar os fatores contábeis explicativos da política de estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros.

## **Fundamentação Teórica**

A estrutura de capital corresponde ao modo como às organizações se valem do capital próprio como também do capital alheio como meio de financiar seus ativos. A literatura mostra que possíveis determinantes de uma estrutura de capital envolvem fatores como tamanho da empresa, liquidez, tangibilidade, intangíveis e rentabilidade, sendo que tais fatores podem se apresentar com variações em função do enfoque utilizado por cada organização, inclusive clubes de futebol, que movimentam muitos recursos.

## **Metodologia**

O estudo caracteriza-se como descritivo, realizado por meio de análise documental e abordagem quantitativa quanto ao período de 2015. A população é composta de 60 clubes de futebol brasileiros presentes nas séries A, B e C do Campeonato Brasileiro do ano de 2015, abrangendo uma amostra de 40 clubes. Para análise dos dados, foi utilizado a Análise Descritiva, Correlação de Pearson e Análise de Regressão Múltipla por meio do software estatístico SPSS® 22.0.

## **Análise dos Resultados**

Os resultados apontam que o Tamanho e Rentabilidade influenciam de forma negativa o Endividamento dos clubes de futebol enquanto a Tangibilidade influencia de forma positiva o mesmo, confirmando estas hipóteses. Ao contrário a Liquidez e o Intangível não foram consideradas 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 estes casos as hipóteses levantadas.

## **Conclusão**

O estudo mostrou que o Tamanho, Tangibilidade e Rentabilidade do clube de futebol brasileiro está relacionado com o seu endividamento, sendo que para Tamanho e Rentabilidade a relação foi negativa, e no caso da Tangibilidade foi positiva. Recomendam-se 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.

## **Referências Bibliográficas**

DANTAS, M. G. S.; MACHADO, M. A. V.; MACEDO, M. A. S.. Fatores determinantes da eficiência dos clubes de futebol do Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v. 8, n. 1, p. 113-132, 2015.  
JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H.. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, v.3, n.4, p. 305-360, 1976.  
KAYO, E.K.; KIMURA, H.. Hierarchical determinants of capital structure, *Journal of Banking & Finance*, v. 35, n. 2, p. 358-371, 2011.

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

## 1 INTRODUÇÃO

O futebol é um esporte de entretenimento que chama a atenção do público no mundo todo e também é responsável por movimentar muito dinheiro. Considerado como uma atividade que 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 na geração e circulação de bilhões de dólares nas temporadas, principalmente no Brasil e em países da Europa (DANTAS; BOENTE, 2011). Gúzman e Morrow (2007) discorrem que as entidades desportivas são a todo momento julgadas nas práticas conduzidas no campo de futebol, como também na gestão, e nessa pressão e cobrança, a conquista de vitórias e títulos, como também ter lucros e boa situação financeira, necessitam fazer parte do mesmo contexto da atividade.

Como a atividade futebolística visa de forma operacional a conquista de vitórias nos jogos, e como consequência dessas vitórias, buscam-se títulos em competições estaduais, nacionais e internacionais, o aumento crescente das arrecadações precisa ser uma realidade. Dessa forma, para o alcance das metas acima, recursos precisam ser captados para serem aplicados de forma eficiente e eficaz (DANTAS; BOENTE, 2011). Porém, Dantas, Machado e Macedo (2015) argumentam que nem sempre os resultados são coerentes aos investimentos realizados, sendo que o observado é que há uma alta captação de recursos por parte dos clubes, seja próprio ou de terceiros, e que tem levado a uma má aplicação e gestão dos recursos, resultando a desperdícios, dificuldades financeiras e um elevado endividamento, o que acaba afetando 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, propõem que diante de determinados pressupostos, a estrutura de capital torna-se irrelevante para o valor da empresa, o que contrapõe a 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 a melhor a ou mais adequada estrutura de capital para uma organização (BASTOS; NAKAMURA, 2009), inclusive no contexto futebolístico que não foram encontrados estudos com 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 tem mostrado que os fatores contábeis tamanho, tangibilidade, liquidez, rentabilidade, risco, crescimento, nível de imposto de renda, benefícios fiscais, entre outros, tem se revelado como possíveis meios de explicação 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. Diante da má gestão e do alto endividamento dos clubes de futebol brasileiros e da 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 identificação de estudos similares no contexto futebolístico e para possibilitar aos gestores dos clubes de futebol brasileiros a identificação de indicadores que devem ser considerados na decisão da política de estrutura de capital da entidade. O 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, que percorre a aplicação e o controle durante as temporadas. Dantas, Machado e Macedo (2015) apontam que os altos investimentos dos clubes de futebol no Brasil realizados de forma desorganizada, além de resultar em altos desperdícios, tem impactado em dificuldades financeiras, tanto a curto quanto a longo prazo, o que tem revelado altos 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 o relacionamento da 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, tem 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 gestão praticada na gestão do futebol brasileiro pode ser observada no desempenho operacional (esportivo), com alta frequência de clubes considerados renomados sendo rebaixados de divisão do 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 a 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 desta prática esportiva no Brasil se deu por meio de Charles Miller, em 1894, sendo que até hoje o mesmo é reconhecido no meio esportivo como o precursor desta atividade. Posterior 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 reflete conseqüentemente, na esfera econômica, onde 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 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 a gestão, o que tem ocasionado grandes crises tanto financeiras como esportivas nos clubes. Este retrocesso, vivenciado pelos clubes, se refere a salários atrasados, problemas de corrupção, dívidas com INSS, lavagem de dinheiro, má gestão, dentre outros fatores (REZENDE; DALMÁCIO; SALGADO, 2010).

O problema consiste na questão que os clubes de futebol deveriam ser gerenciados como empresas normais, contudo, o fato 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 fatos que 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 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.

Deste modo, fica observado 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 endividada, acabam por desvalorizar sua marca ligando 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 repensar a estrutura da empresa e seu papel perante a sociedade, que demanda iniciativas e já começa 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 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 por que, 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 com essa ideia, Couto e Ferreira (2010) afirmam que a estrutura de capital corresponde ao modo como às empresas se valem do capital próprio como também do capital alheio como meio de financiar seus ativos. Concomitantemente a 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 neste 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 Quadro 1.

**Quadro 1 – Teorias de Estrutura de Capital**

Teoria	Modelo	Características	Autores
<b>Teoria <i>Trade Off</i></b>	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 a 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.	
<b>Teoria <i>Pecking Order</i></b>	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.	
<b>Teoria da agência</b>	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).

Deste modo, se confirma que as teorias são caracterizadas por informações com propriedades próprias, sendo que a teoria *Trade Off* conforme Bastos e Nakamura (2009), bem como explicitado no Quadro 1, corroborado por diversos autores, se refere a uma corrente teórica que entendem haver uma estrutura, uma combinação ótima de capital próprio e capital de terceiros e que a mesma 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 as dêem 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 na 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 as quais os fatores explicativos influenciam na 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 entender de que modo que essas organizações se estruturam e se financiam fornecendo um panorama mais completo em relação a sua estrutura de capital e assim possibilitando os *stakeholders* visualizarem e entenderem 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; BATISTELA, 2007); liquidez (MYERS; RAJAN, 1998; KAVESKI et al., 2015); tangibilidade (JENSEN; MECKLING, 1976; MYERS; MAJLUF, 1984; TITMAN; WESSELS, 1988; RAJAN; ZINGALES, 1995; BRITO; CORRAR; BATISTELA, 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; BATISTELA, 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 Batistela (2007) tem apresentados 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, se estabelece 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 transformar ativos em financiamento interno e a desapropriação do valor aplicado pelos sócios, como também possibilita um maior controle dos investidores nos gestores por ser menos oneroso (MYERS; RAJAN, 1998).

Os fatos mencionados acima 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 tem 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 os recursos de curto e longo prazo, como forma de financiamento. A partir da presente discussão, se estabelece 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 na redução dos riscos de os credores terem custos de agência da dívida e no 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 terem 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 os mesmos 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 a redução da assimetria informacional entre gestores e credores (TITMAN; WESSELS, 1988; BRITO; CORRAR; BATISTELA, 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 detém 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), tem 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 maior 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 em maior dedicação a projetos com maior risco do que os inicialmente analisado, 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 por 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 relacionado 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 da 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 obtém e oferecem mais lucros, tem a possibilidade de reter maior 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 Batistela (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 envidadas. 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 divisão, é devido as competições terem o mesmo formato, sendo composto por 20 times e 38 jogos, e ainda, pelo fato dos 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. Na Tabela 1 descreve a característica da população e amostra do estudo.

**Tabela 1– População e amostra da pesquisa**

Clubes por Série	População	% da População	Amostra	% da Amostra
Série A	20	33,33%	20	50,00%
Série B	20	33,33%	15	37,50%
Série C	20	33,34%	5	12,50%
<b>Total</b>	<b>60</b>	<b>100,00%</b>	<b>40</b>	<b>100,00%</b>

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. Vale destacar que os clubes de futebol brasileiros devem cumprir a Lei 12.395 de 2011, a qual acrescentou à Lei 9.615 de 1998 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.

Para responder à questão problema deste estudo, foram utilizadas as variáveis, conforme apresentadas no Quadro 1.

**Quadro 1– Variáveis utilizadas no estudo**

Dados	Variável	Operacionalização	Autores
<b>Dependente</b>	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)
<b>Independente</b>	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:

$$ET = \beta_0 + \beta_1TAM_{it} + \beta_2LC_{it} + \beta_3LI_{it} + \beta_4TAN_{it} + \beta_5INT_{it} + \beta_6ROA_{it} + \beta_7ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

**Equação 1**

$$ECP = \beta_0 + \beta_1TAM_{it} + \beta_2LC_{it} + \beta_3LI_{it} + \beta_4TAN_{it} + \beta_5INT_{it} + \beta_6ROA_{it} + \beta_7ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

**Equação 2**

$$ELP = \beta_0 + \beta_1TAM_{it} + \beta_2LC_{it} + \beta_3LI_{it} + \beta_4TAN_{it} + \beta_5INT_{it} + \beta_6ROA_{it} + \beta_7ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

**Equação 3**

As siglas utilizadas nas Equações 1, 2 e 3, representam as variáveis apresentadas no Quadro 1. 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 2.

**Tabela 2 – Estatística Descritiva**

Variáveis	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
Endividamento Total	0,2689	32,2290	3,2036	1,1801	5,7808
Endividamento de Curto Prazo	0,0785	22,7708	1,5317	0,5586	3,8065
Endividamento de Longo Prazo	0,0000	9,7442	1,6718	0,6980	2,5456
Tamanho	4,0041	8,9806	6,8719	7,0099	1,3637
Liquidez Corrente	0,0000	1,8044	0,3159	0,1891	0,3417
Liquidez Imediata	0,0000	4,5368	0,3156	0,0145	0,9620
Tangibilidade	0,0000	28,0217	1,5576	0,5956	4,7416
Intangível	0,0000	1,9572	0,1699	0,1047	0,3142
Rentabilidade do Ativo Total	-12,4019	0,9929	-0,3191	-0,0240	1,9972
Rentabilidade do Patrimônio Líquido	-13,6613	4,0998	-0,4925	-0,0134	2,8185

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme a Tabela 2, as variáveis Endividamento de Curto Prazo, Tangibilidade e Endividamento Total apresentam estatísticas descritivas elevadas devido à própria escala. Assim, a alta variabilidade dessas variáveis, e na análise do desvio padrão, é possível constatar que há diferenças significativas quanto a endividamento e 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 a liquidez, tanto corrente como imediata, as médias revelam que os clubes não tem

disponibilidade suficientes para quitar as obrigações a curto prazo, caso fosse preciso. A rentabilidade também revela um resultado médio negativo para a amostra analisada, mostrando que as organizações não tem gerado lucro com os recursos investidos.

Vale destacar que antes de realizar a análise de Regressão Linear Múltipla, analisou-se inicialmente a normalidade e homocedasticidade dos resíduos, como também a intensidade e o sentido das relações entre as variáveis, neste 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 que não há distribuição normal das variáveis a um nível de 5% (p-value < 0,05).

Além do exposto, foi aplicado o teste homocedasticidade de Levene que é o mais comum para verificação da homocedasticidade. Conforme observado, o teste não foi significativo (0,410), 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 homoscedásticos.

A Tabela 3 apresenta a correlação entre as variáveis. Vale ressaltar que a correlação não implica necessariamente na relação de causa e efeito, mas sim associação entre as variáveis.

**Tabela 3 – Correlação de Pearson**

Correlação	TAM	LC	LI	TAN	INT	ROA	ROE
Endividamento Total (ET)	-0,429**	-0,284	-0,042	0,731**	0,343*	-,0796**	-0,057
Endividamento de Curto Prazo (ECP)	-0,401*	-0,233	-0,060	0,651**	0,220	-0,877**	0,067
Endividamento de Longo Prazo (ELP)	-0,375*	-0,297	-0,006	0,686**	0,448**	-0,496**	-0,229
Tamanho (TAM)	1	0,209	-0,163	-0,101	-0,031	0,338*	0,018
Liquidez Corrente (LC)		1	-0,026	-0,221	-0,189	0,171	0,252
Liquidez Imediata (LI)			1	-0,067	-0,115	-0,011	0,041
Tangibilidade (TAN)				1	0,812**	-0,342*	0,037
Intangível (INT)					1	0,129	0,057
Rentabilidade do Ativo Total (ROA)						1	-0,003
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 3, os achados mostram relação entre os níveis de endividamento e com variáveis do estudo nos clubes de futebol pesquisados. O resultado mostra que a Tangibilidade e Intangível apresentam uma correlação significativa e positiva quanto aos 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 afeta 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 3 mostram que não há alto grau de correlação entre as variáveis explicativas, ou seja, com correlação superior a 85%, o que evidencia não existir 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 4 mostra o coeficiente de determinação ( $R^2$ ) dos três modelos de regressão: 0,914 (ET), 0,934 (ECP) e 0,663 (ELP). Esse resultado indica que as variáveis independentes são responsáveis por 91,4% da variação do endividamento total, 93,4% do endividamento a curto prazo e 66,3% 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 em todos os níveis de endividamento foram altos e próximos ao  $R^2$ , o que denota elevado poder de explicação.

**Tabela 4 – Modelos de Regressão Linear**

Modelos de Regressão	R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> Ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
<b>Modelo 1<sup>b</sup></b> – Endividamento Total (ET)	0,956 <sup>a</sup>	0,914	0,895	1,876	2,723
<b>Modelo 2<sup>c</sup></b> – Endividamento de Curto Prazo (ECP)	0,966 <sup>a</sup>	0,934	0,920	1,079	2,363
<b>Modelo 3<sup>d</sup></b> – Endividamento de Longo Prazo (ELP)	0,814 <sup>a</sup>	0,663	0,589	1,632	2,392

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 4 também foi analisado o *Durbin-Watson*, 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 5 apresenta os resultados do teste ANOVA para os clubes de futebol.

**Tabela 5 – ANOVA dos Clubes de Futebol**

Modelo		Soma dos quadrados	df	Quadrado médio	F	Sig. <sup>d</sup>
1 <sup>a</sup> - Endividamento Total (ET)	<b>Regressão</b>	1190,611	7	170,087	48,304	0,000
	<b>Resíduos</b>	112,678	32	3,521		
	<b>TOTAL</b>	1303,290	39			
2 <sup>b</sup> – Endividamento de Curto Prazo (ECP)	<b>Regressão</b>	527,802	7	75,400	64,673	0,000
	<b>Resíduos</b>	37,308	32	1,166		
	<b>TOTAL</b>	565,110	39			
3 <sup>c</sup> - Endividamento de Longo Prazo (ELP)	<b>Regressão</b>	167,454	7	23,922	8,977	0,000
	<b>Resíduos</b>	85,279	32	2,665		
	<b>TOTAL</b>	252,733	39			

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 5 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 no Endividamento dos clubes de futebol brasileiros presentes na amostra.

Por fim, a Tabela 6 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.

**Tabela 6 – Resultado do modelo de regressão múltipla**

Variáveis Independentes	Coeficiente / Sig.	Variável Dependente			VIF
		ET	ECP	ELP	
Constante	Coeficiente	8,099	3,995	4,103	-
	Sig.	0,000	0,001	0,016	
Tamanho	Coeficiente	-0,871	-0,427	-0,444	1,272
	Sig.	0,001	0,005	0,048	
Liquidez Corrente	Coeficiente	-0,448	-0,291	-0,157	1,200
	Sig.	0,645	0,603	0,852	
Liquidez Imediata	Coeficiente	-0,308	-0,310	0,002	1,070
	Sig.	0,347	0,105	0,995	
Tangibilidade	Coeficiente	0,783	0,447	0,335	7,776
	Sig.	0,000	0,000	0,037	
Intangível	Coeficiente	-2,377	-2,127	-0,250	7,243
	Sig.	0,362	0,160	0,912	
Rentabilidade do Ativo Total	Coeficiente	-1,408	-1,159	-0,249	3,069
	Sig.	0,000	0,000	0,285	
Rentabilidade do Patrimônio Líquido	Coeficiente	-0,128	0,091	-0,218	1,095
	Sig.	0,261	0,167	0,031	

Legenda: ET = Endividamento Total; ECP = Endividamento de Curto Prazo; ELP = Endividamento de Longo Prazo.

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 6, as variáveis independentes Tamanho, Tangibilidade, Rentabilidade do Ativo Total e Rentabilidade do Patrimônio Líquido podem ser consideradas estatisticamente significante 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 com 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 6 constatou-se que a Tangibilidade influencia de forma significativa e positiva o Endividamento Total, Endividamento de Curto Prazo e o Endividamento de Longo Prazo, o que vai de acordo com Jensen e Meckling (1976), Myers e Majluf (1984), Titman e Wessels (1988) e Brito, Corrar e Batistela (2007), e assim, não é possível rejeitar a hipótese H3, de que a tangibilidade do clube de futebol brasileiro está relacionado positivamente com o seu endividamento.

O estudo revelou também que a Rentabilidade do Ativo Total influencia de forma significativa e negativa os Endividamentos Total e de Curto Prazo, e no caso da Rentabilidade do Patrimônio Líquido a influência negativa ocorreu no Endividamento de Longo Prazo, corroborando com Myers e Majluf (1984), Myers (1984), Gomes e Leal (2000) e Brito, Corrar e Batistela (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 as variáveis independentes Liquidez Corrente, Liquidez Imediata e Intangível, não foram consideradas estatisticamente significante ao nível de 5% ( $p\text{-value} < 0,05$ ), ou seja, a Liquidez Corrente, Liquidez Imediata e Intangível não influenciam significativamente no Endividamento Total, no Endividamento de Curto Prazo e no Endividamento de Longo Prazo dos clubes de futebol brasileiros das séries A, B e C pesquisados. Com base nesses resultados, rejeita-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 relacionado negativamente com o seu endividamento.

Com base nos achados acima 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 mundo com empresas, tornando a temática estrutura de capital mais desafiadora, e ainda de não ter algo concreto quanto a 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 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 com 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 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 tem condições de se autofinanciar e assim, recorrem menos a 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 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 40 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 a grande admiração dos torcedores aos clubes, e a movimentação financeira que o futebol como um todo realiza em um país como o Brasil, considerado o país do futebol. No entanto, os clubes são primeiramente organizações empresarias 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, e muitas vezes as dívidas são milionárias enquanto em campo é um time imponente e atuante, ou o contrário, esse é o motivo pelo qual estudos como este são tão importantes na busca de entendimentos quanto à estrutura de capital destas organizações. Nesse intuito, esta pesquisa buscou observar quais 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 sessão anterior e demonstram que as variáveis: tamanho, tangibilidade foram consideradas estatisticamente significantes, e confirmam as hipóteses H1 que corrobora a Teoria do *Pecking Order* e Assimetria de Informações e H3 que coaduna 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 e de curto prazo, e ainda a rentabilidade do patrimônio líquido por demonstrar influência negativa no endividamento de longo prazo dos clubes estudados. 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 nem 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 deste modo todas as hipóteses de pesquisa levantadas para a realização deste estudo.

Visto os presentes resultados, recomendam-se 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 a constatação de que as pesquisas neste sentido ainda estão em um patamar incipiente cabendo assim novas interpretações possíveis para o desenvolvimento de novas pesquisas.

## REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, A.. **Estrutura de análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro** (9 ed). São Paulo: Atlas, 2010.
- BAH, R.; DUMONTIER, P.. R&D intensity and corporate financial policy: some international evidence. **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, v.28, n.5-6, p. 671-692, 2001.
- BALAKRISHNAN, S.; FOX, I. Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure. **Strategic Management Journal**, Chichester, v.14, n.1, p.3-16, 1993.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006, **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 75-94, 2009.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C.. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. **Revista de administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p.47-77, 2009.
- BRANDÃO, A. R.. **O endividamento dos clubes de futebol no Brasil**. 2012. Dissertação. Mestrado em Administração de Empresas. Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2012.
- BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D.. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007.
- BRITO, R. D.; LIMA, M. R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 2, p. 177-208, 2005.
- COSTA PEREIRA, A. G., BRUNOZI JÚNIOR, A. C., KRONBAUER, C. A., ABRANTES, L. A. Eficiência técnica e desempenho econômico-financeiro dos clubes de futebol brasileiros. **REUNA**, v. 20, n. 2, p. 115-138, 2015.
- COUTO, G.; FERREIRA, S.. Os determinantes da estrutura de capital de empresas do PSI 20. **Revista Portuguesa e Brasileira de gestão**, v. 9, n. 1-2, p. 26-38, 2010.

- DAMASCENA, L. G.; PAULO, E.. 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, 2013.
- DANTAS, M. G. S.; BOENTE, D. R.. A eficiência financeira e esportiva dos maiores clubes de futebol europeus utilizando a análise envoltória de dados. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 5, n. 13, p. 75-90, 2011.
- DANTAS, M. G. S.; MACHADO, M. A. V.; MACEDO, M. A. S.. Fatores determinantes da eficiência dos clubes de futebol do Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 8, n. 1, p. 113-132, 2015.
- DEESOMSAK, R.; PAUDYAL, K. e PESCIOTTO, G.. The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region, **Journal of Multinational Financial Management**, v.14, n. 4, p. 387-405, 2004.
- FÁVERO, L. P.; BELFIONE, P.; DA SILVA, F L.; CHAN, B. L.. **Análise de dados: Modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- GOMES, G. L.; LEAL, R. P. C. **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, 2000.
- GUZMÁN, I.; MORROW, S.. Measuring efficiency and productivity in professional football teams: evidence from the English Premier League. **Central European Journal of Operations Research**, v.15, n.4, p. 309-328, 2007.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.
- HOLANDA, A. P.; MENESES, A. F. D.; MAPURUNGA, P. V. R.; DE LUCA, M. M. M.; COELHO, A. C. D.. Determinantes do nível de disclosure em clubes brasileiros de futebol. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 17, n. 1, p. 2-17, 2012.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H.. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, **Journal of Financial Economics**, v.3, n.4, p. 305-360, 1976.
- KAVESKI, I. D. S.; DEGENHART, L.; VOGT, M.; Silva, T. P.. Determinantes de la estructura de capital de las empresas brasileñas de tecnología de la información. **Revista CTS**, v.10, n.29, p. 235-262, 2015.
- KAYO, E. K.; TEH, C. C.; BASSO, L. F. C.. Ativos intangíveis e estrutura de capital: a influência das marcas e patentes sobre o endividamento. **Revista de administração**, v. 41, n. 2, p. 158-168, 2006.
- KAYO, E. K.; KIMURA, H.. Hierarchical determinants of capital structure, **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 2, p. 358-371, 2011.
- KIM, D. Y.; KIM, J. Y.. Effects of corporate social responsibility and corporate governance on determining audit fees. **International Journal of Multimedia and Ubiquitous Engineering**, v.8, n.2, p.189-196 , 2013.
- MARQUES, D. S. P.; COSTA, A. L.. Governança em clubes de futebol: um estudo comparativo de três agremiações no estado de São Paulo. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 44, n. 2, p.118-130, 2009.
- MAROCO, J. **Análise estatística com utilização do SPSS**. 3. ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2007.
- MATARAZZO, D. C.. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial (7a ed)**. São Paulo: Atlas, 2010.

- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H..The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- MYERS, S. C..The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S.. Corporate financing and investment decisionswhen firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- MYERS, S. C.; RAJAN, R. G.. The Paradox of Liquidity. **Quarterly Journal of Economics**, v. 113, n. 3, p. 733-771, 1998.
- NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D. CARVALHO FILHO, A. F. de; COSTA, A. C. F. da e AMARAL, A. C. do.. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003, **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 44, p. 72-85, 2007.
- O'BRIEN, J. P. The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation. **Strategic Management Journal**, Chichester, v. 24, n.5, p.415-431, 2003.
- PEROBELLI, F. F. C. e FAMÁ, R.. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras, **Revista de Administração**, v. 37, n. 3, p. 33-46, 2002.
- POHLMANN, Marcelo Coletto; DE IUDÍCIBUS, Sérgio. Relação entre a tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 21, n. 53, p. 1-25, 2010.
- RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.
- REZENDE, A. J.; DALMÁCIO, F. Z.; SALGADO, A. L.. Nível de disclosure das atividades operacionais, econômicas e financeiras dos clubes brasileiros. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 13, n. 2, p-36-50, 2010.
- REIS, R. T.; NETO, V. G.. 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**, v. 3, n. 1, p. 42-53, 2015.
- REZENDE, A. J.; DALMÁCIO, F. Z.. Práticas de Governança Corporativa e Indicadores de Performance dos Clubes de Futebol: uma Análise das Relações Estruturais. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 18, n. 3, 2015.
- SILVA, J.; CARVALHO, F. A. A.. Evidenciação e desempenho em organizações desportivas: um estudo empírico sobre clubes de futebol. **Revista de Contabilidade e Organizações, Fearp/USP**, v. 3, n. 6, p. 96-116, 2009.
- SILVA, C. V. D. G. F.; CAMPOS FILHO, L. A. N.. Gestão de clubes de futebol brasileiros: fontes alternativas de receita. **Sistemas & Gestão**, v. 1, n. 3, p. 195-209, 2006.
- SILVA, C. A. T.; TEIXEIRA, H. M.; NIYAMA, J. K.. Evidenciação contábil em entidades desportivas: uma análise dos clubes de futebol brasileiros. **Anais... Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, São Paulo, SP, Brasil, 9, 2009.
- TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.