Insper

Graduação em Ciências Econômicas

Matheus Talatinian Caruso

Impacto da estrutura de capital na performance de clubes: estudo de caso no futebol inglês

São Paulo

2025

Matheus Talatinian Caruso

Impacto da estrutura de capital na performance de clubes: estudo de caso no futebol inglês

TCC apresentado ao programa de Graduação em economia como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Takashi Okimura

São Paulo

2025

Caruso, Matheus Talatinian.
Impacto da estrutura de capital na performance de clubes: estudo de caso no futebol inglês.
Matheus Talatinian Caruso. – São Paulo, 2025.
31 f.

Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharel em Economia) – Insper, 2025
Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Takashi Okimura
1. Estrutura de capital. 2. Performance. 3. Futebol Inglês. 4. Estratégias de Investimento. I. Matheus Talatinian Caruso. II. Impacto da estrutura de capital na performance dos clubes: estudo de caso no futebol inglês

Matheus Talatinian Caruso

Impacto da estrutura de capital na performance de clubes: estudo de caso no futebol inglês

TCC apresentado ao Curso de Graduação em Economia como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Takashi Okimura

Banca Examinadora

_____

Prof. Dr. Rodrigo Takashi Okimura

Orientador

Insper

_____

Prof. PhD José Carlos Oyadomari

Examinador

Insper

Agradecimentos

Gostaria de agradecer inicialmente a Deus, pela oportunidade de realizar minha graduação em uma instituição de prestígio. Em segundo lugar, agradecer a minha família, Marco Aurélio, Cristina e Rafaela, pelo apoio incondicional durante a graduação, sem eles, nada disso teria sido possível.

Também gostaria de agradecer a minha namorada Rebeca, que me motivou e me ensinou muito durante todo esse processo, com muita paciência.

Por fim, também gostaria de agradecer ao Prof. Rodrigo Okimura, que me orientou e guiou durante todo o desenvolvimento do trabalho, contribuindo para o aperfeiçoamento dessa monografia.

Resumo

A estrutura de capital é determinante para a sustentabilidade de qualquer modelo de negócio, principalmente para aqueles de capital intensivo, como clubes de futebol. Entretanto, não são todos os investimentos que atingem o retorno esperado quando se trata desse esporte, devido a fatores tangíveis e intangíveis. Desse modo, este trabalho se propõe a investigar a relação entre a estrutura de capital de um clube e sua performance no campeonato nacional. Os resultados obtidos apontam para o endividamento do clube e a gestão do prazo de seus passivos como aspectos decisivos quanto ao desempenho da equipe em suas competições.

Palavras-chave: Estrutura de capital; Performance; Futebol inglês; Estratégia de Financiamento.

Abstract

Capital structure is a key factor for the sustainability of any business model, especially for capital-intensive ones, such as soccer clubs. However, not all investments yield the expected return in this sport, due to both tangible and intangible factors. This study aims to investigate the relationship between a club's capital structure and its performance in the national championship. The results suggest that the club's level of indebtedness and the management of its liabilities maturity are decisive aspects regarding the team's performance in competitions.

Keywords: Capital Structure; Performance; English Soccer; Financial Strategy.

Lista de Ilustrações e Tabelas

Figura 1 – Jogo entre o clube e potencial credor/investidor

Figura 2 – Solução do jogo entre o clube e potencial credor/investidor

Tabela 1 – Variáveis independentes

Tabela 2 – Quantificação da performance esportiva

Tabela 3 – Estatísticas Descritivas

Tabela 4 – Teste de Hausman

Tabela 5 – Teste F para efeitos fixos

Tabela 6 – Resultado da primeira estimação com efeitos fixos

Tabela 7 – Resultado da segunda estimação com efeitos fixos

Lista de Siglas

LAIR – Lucro antes do imposto de renda

UEFA - União das Associações Europeias de Futebol (em inglês, *Union of European Football Associations)*

FFP – Lei do Fair Play Financeiro (em inglês, *Financial Fair Play)*

SAF – Sociedade Anônima do Futebol

Sumário

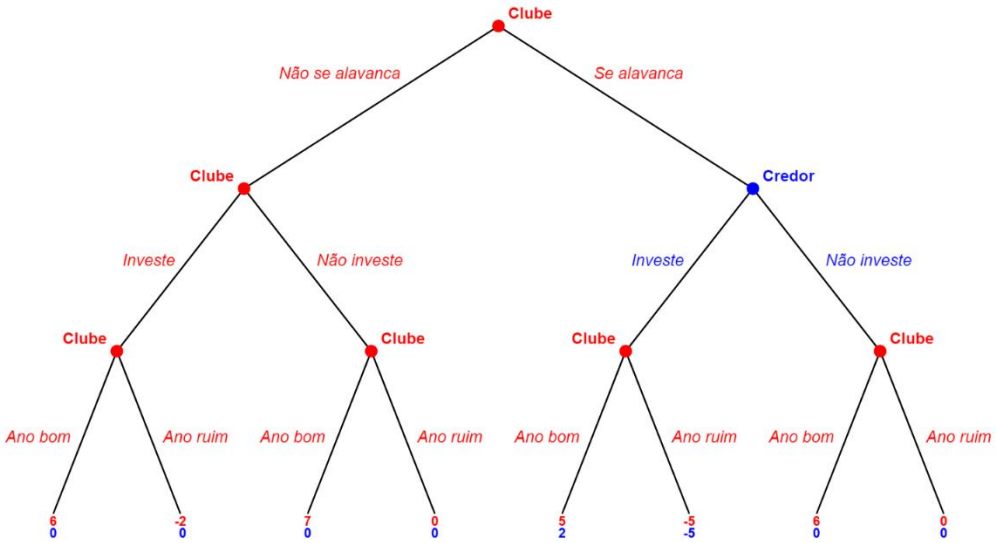
1 Introdução 11
2 Revisão de literatura 14
2.1 Estrutura de capital 14
2.2 Finanças corporativas e futebol 15
2.3 Futebol inglês 17
3 Hipóteses 18
4 Dados e Metodologia 20
4.1 Dados 20
4.2 Metodologia 21
5 Resultados 23
6 Conclusões 28
7 Referências Bibliográficas 29

1 Introdução

O futebol é o esporte mais popular no mundo (Baker, 2020). À medida que foi ganhando mais escala, ele deixou de ser apenas uma forma de entretenimento e começou a se tornar um negócio, movimentando mais de bilhões de euros ao ano. Na temporada 2022/23, o futebol global arrecadou 35,3 bilhões de euros, sendo 19,6 somente nas cinco maiores ligas nacionais da Europa (Deloitte, 2024).

Por ser um mercado crescente, tem atraído cada vez mais interesse dos indivíduos, incluindo investidores. Entretanto, existe uma assimetria de informação entre as sociedades esportivas e possíveis sócios, uma vez que a visão dos clubes está direcionada ao curto prazo, com o objetivo de conquistar títulos, se manterem competitivos e agraderem os torcedores. No entanto, os investidores direcionam seus olhares para prazos mais longos, com o propósito de desenvolver uma companhia rentável e sustentável, que não necessariamente estará alinhada com a visão do clube. Essa dinâmica pode ser ilustrada da seguinte forma:

Figura 1 – Jogo entre o clube e potencial credor/investidor



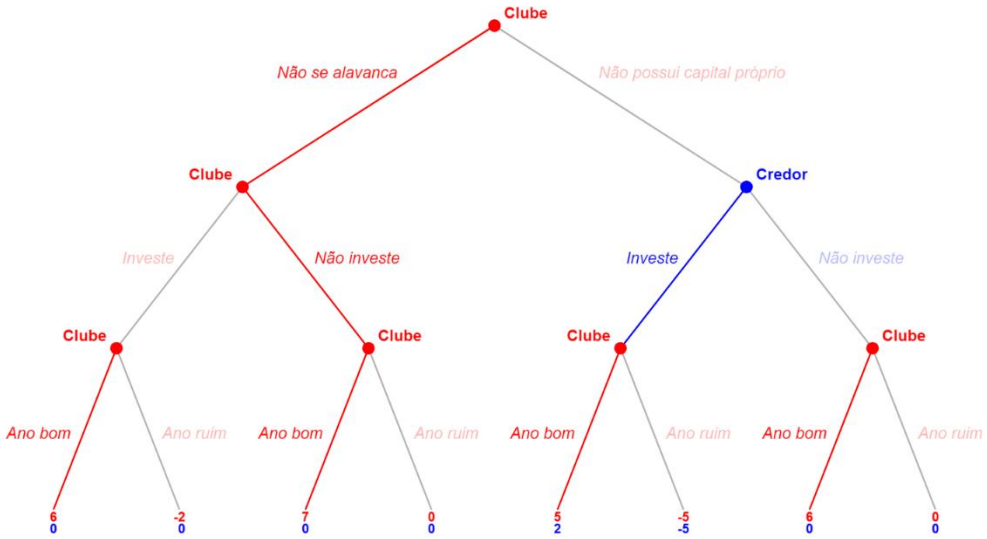
Fonte: Elaborado pelo autor

O jogo possui dois jogadores: o clube e o potencial credor/investidor. A decisão inicial vem da parte do clube, que opta por se financiar ou não, avaliando a disponibilidade do capital próprio frente aos investimentos programados para o ano. A jogada seguinte resulta em dois caminhos: o

clube opta por financiar via capital próprio ou via capital de terceiros. A terceira e última jogada possui dois desfechos: clube conquista um campeonato, tendo um ano bom, ou ele tem um ano ruim, sem a conquista de nenhum campeonato.

Após a última decisão, surgem os payoffs correspondentes a cada cenário possível. Caso o clube tenha um ano positivo, o retorno é favorável devido à satisfação dos torcedores com a conquista do título e às receitas adicionais oriundas das premiações do campeonato. O cenário ideal ocorre quando o clube não utiliza financiamento externo e ainda assim conquista o campeonato, maximizando seu retorno financeiro. Do ponto de vista do credor, o retorno positivo acontece somente quando o clube obtém bons resultados, garantindo maior segurança no cumprimento da dívida contraída. Por outro lado, caso o clube tenha um ano negativo, o retorno será desfavorável apenas se houver optado por realizar investimentos, já que não atingirá as expectativas dos torcedores e sofrerá perdas financeiras. O pior cenário possível envolve o clube se financiar com capital de terceiros sem conquistar resultados esportivos satisfatórios, o que levaria a uma deterioração das condições para amortização dessa dívida e geraria insatisfação entre os torcedores devido às expectativas frustradas.

Figura 2 – Solução do jogo entre o clube e potencial credor/investidor



Fonte: Elaborado pelo autor

A solução do jogo consiste em: Para o clube, é melhor que ele não se alavanque e saia vitorioso, dado que ele ainda será campeão de algum título, porém com menor investimento, o que gera oportunidades para realizar um investimento ainda maior no futuro, considerando boa

governança. Para o credor, é melhor que o clube se alavanque com ele e ganhe, dado que aumentará a probabilidade de o clube retornar o empréstimo, devido ao aumento na arrecadação, seguindo a premissa de uma boa governança por parte do clube.

Após a crise de 2008, mais da metade dos clubes analisados pela Union of European Football Associations (UEFA) operavam com prejuízo e um a cada cinco corria risco de insolvência (UEFA, 2010). Diante desse contexto, foram elaboradas regras de fair play financeiro (FPF, ou do inglês *financial fair play regulations*), com o objetivo de promover sustentabilidade de longo prazo do futebol europeu, promovendo disciplina nas finanças dos clubes.

Entre as regras, destaca-se o equilíbrio financeiro, que consiste que num período de três anos, os clubes não podem estar em um déficit excessivo. Gastos com infraestrutura e base do clube são considerados de maneira mais favorável, pois estão incentivando o desenvolvimento interno. Além disso, os clubes devem enviar relatórios para a UEFA, de modo que ela valide se eles se encaixam nos critérios exigidos pela federação. Caso haja não eligibilidade, podem ser aplicadas sanções que vão desde multas até exclusão de competições europeias.

A gestão financeira de um clube de futebol é crucial para a sustentabilidade do negócio. Na temporada 2022/23, nas cinco maiores ligas, os clubes operavam com um índice salários/receita acima de 50%, prejudicando a rentabilidade da operação do negócio (Delloite, 2024). Quanto ao endividamento, a dívida líquida consolidada dos clubes da Premier League era de € 3.1 bilhões, um aumento de € 473 milhões comparando com o mesmo saldo na temporada anterior.

O estudo está estruturado em cinco seções. Na próxima seção, realizo uma revisão da literatura existente sobre o tema, destacando sua conexão com este trabalho e esclarecendo os aspectos que o diferenciam dos estudos anteriores. Na seção 3, estabeleço as principais hipóteses que irão guiar a análise empírica desenvolvida no estudo. Na seção seguinte, descrevo detalhadamente a estratégia empírica adotada, bem como o desenho metodológico da pesquisa. Posteriormente, na seção 5, apresento e discuto os resultados obtidos com o modelo empírico aplicado. Por fim, na última seção, trago as considerações finais, retomando o objetivo central da tese, identificando as limitações enfrentadas ao longo da pesquisa, sugerindo caminhos para estudos futuros e concluindo o trabalho com base nos achados apresentados.

2 Revisão de literatura

2.1 Estrutura de capital

O debate acerca de estrutura de capital popularizou a partir de *Modigliani e Miller* (1958), constatando que em um mercado perfeito, o valor de uma empresa não depende da forma como ela é financiada. Assumindo um mundo sem impostos, sem custos de transação e sem custos de falência, o valor da companhia dependeria exclusivamente de sua capacidade de geração de caixa. Eles consideram a estrutura de capital irrelevante porque investidores podem replicar qualquer nível de alavancagem da empresa, mantendo o custo médio ponderado do capital constante.

Cinco anos depois, os autores revisitam a teoria original e apresentam uma extensão e correção do trabalho. Nesse novo estudo, a alteração proposta foi a incorporação do imposto de renda que havia sido simplificado na publicação anterior. A partir dessa correção, *Modigliani e Miller* (1963) demonstram que empresas que se financiam via divida possuem uma vantagem quanto ao financiamento próprio, dado que o pagamento de juros gera um escudo fiscal, reduzindo efetivamente o custo do financiamento via divida.

Futuramente, *Myers* (1984a) elenca alguns contrapontos à *Modigliani e Miller* (1963), enfatizando que eles não capturam aspectos fundamentais da realidade. Entre eles, destaca que custos de falência e agência afetam a alavancagem e também critica a não inclusão da assimetria de informação entre gestores e investidores, que gera sinalização e custos de emissão. Outra divergência apresentada foi uma limitação do benefício tributário gerado pela dívida. O autor defende a ideia de um nível-alvo de dívida, que maximiza o valor da companhia.

Além dos contrapontos acima, *Myers* (1984b) defende a ideia de que a estrutura de capital não é um objetivo, mas resultado de decisões sequenciais de financiamento, influenciadas pela assimetria de informação e custos relacionados à emissão de títulos. Outro argumento apresentado é de que não existe um único nível ótimo de dívida, como defendido nas teorias de trade-off. Por fim, a principal contribuição foi uma hierarquia de preferências quanto a decisões de financiamento. Em primeiro lugar, estaria o financiamento via recursos internos, como caixa e lucros retidos, justificado pela não emissão de novos títulos, o que evita custos com emissão e uma possível sinalização negativa. A segunda opção seria o financiamento via dívida, por três motivos: i) mais barato que ações; ii) menor risco de diluição e; iii) menor efeito negativo sob a percepção

do mercado. Em última instância, o autor recomenda o financiamento via ações, porém alerta que haverá sinalização de que outras vias de captação não são possíveis e adiciona o risco de diluição e perda de controle, além de maiores custos de emissão.

2.2 Finanças corporativas e futebol

Em 2010, o Comitê Executivo da UEFA aprovou um regime contratual com o objetivo de melhorar a saúde financeira dos clubes, chamado de *Financial Fair Play Regulations* (FFP). A principal regra era chamada de *break-even*, que exigia um déficit de no máximo 30 milhões de euros entre as receitas relevantes, categorizadas como prêmios, bilheteria e direitos de transmissão, e as despesas relevantes, compostoas de salários, custos operacionais e juros.

A partir de 2022, foi implementada a *Club Licensing & Financial Sustainability Regulations* (CLFSR) em lugar da FFP, devido a fragilidades no regulamento anterior. Além de analisar *break-even*, também introduz regras a respeito de solvência, limite de custo e uma regra de equity. O limite de custo envolve majoritariamente salários, colocando um teto de custos até 70% das receitas do clube.

Desde a introdução da FFP, houve um maior interesse em estudar gestão financeira de clubes de futebol na Europa (López, 2024). Dentre os principais tópicos pesquisados, 46,6% envolvem medidas financeiras, com 13 papers abordando sobre a performance financeira dos clubes. Os autores também alegam que, se o modelo de negócios pré FFP continuasse, poderia impactar negócios além do clube, dada à proporção que o esporte alcançou.

Conforme observado por Bose (2010), caso práticas de negócio convencionais fossem aplicadas a clubes da Premier League, metade destes estaria insolvente em 2010. Apesar do histórico de falência dessas institções, quase nenhum investidor no futebol inglês sofreu prejuízos. Pelo contrário, alguns chegaram a lucrar milhões.

Dessa maneira, alguns debates acerca desse modelo de gestão foram surgindo. Prinz (2021) argumenta que existem majoritariamente dois modelos estudados: *profit-maximization e winning-percentage maximization*. Em seu paper, ele também traz mais um possível modelo de gestão, que é o value-maximizing, ou seja, buscando alcançar o maior valor de mercado possível. Entretanto, existe mais de um fator que pode impactar no valor de mercado, e os três principais são: Popularidade, sucesso histórico e perspectivas futuras.

Entretanto, para uma boa gestão de um clube, não basta apenas a escolha de um modelo, mas também depende da governança corporativa. Dimitropoulos (2014) examina diferentes tipos de governança e saúde da dívida. Ele alega que as principais características de uma boa governança são: conselhos de administração fortes, seguir à risca normas financeiras e se mostrar transparente nas decisões.

O autor também aborda sobre a relação entre a governança, estrutura de capital e financiamento dos clubes. As principais maneiras são via capital próprio ou via dívida, porém é enfatizado que o uso excessivo de dívidas para financiar operações pode prejudicar a situação financeira do clube, em caso de queda de performance ou de eliminação precoce em competições importantes.

Os resultados encontrados por Acero (2017) indicam que a relação entre estrutura de controle acionário e desempenho financeiro de clubes segue uma curva em U invertido, influenciada pelos impactos de supervisão e apropriação. Portanto, temos que uma participação altamente concentrada está negativamente relacionada com a performance financeira do clube, e o mesmo vale para uma participação pouco concentrada. Por outro lado, quando há uma estrutura equilibrada, o clube apresenta um resultado financeiro mais positivo, frente as outras opções.

Um clube de futebol possui três linhas de receita: propagandas e comerciais, receita de transmissão e receita com bilheteria. A principal destas é a receita com transmissão, que arrecadou 9,25 bilhões de euros e corresponde a 47% das receitas totais nas cinco maiores ligas da Europa (Deloitte, 2024). Em termos de custo, o principal deles é com relação a salários e, apesar de um aumento em todas as competições, com exceção da Itália, a proporção salários/receita diminuiu em todas as ligas, resultando em uma melhora operacional (Deloitte, 2024).

Como consequência desse maior nível de eficiência, as ligas saíram de um resultado operacional agregado de 301 milhões de euros negativo em 2022 para um resultado positivo de 470 milhões em 2023, sendo a maior contribuidora a Inglaterra com 452 milhões de euros e a maior detratora sendo a França com 395 milhões de resultado operacional negativo. Em termos de lucro antes do imposto de renda (LAIR), de 2021/22 para 2022/23, as ligas reduziram um resultado negativo de 2,5 bilhões para um resultado negativo de 963 milhões (Deloitte, 2024).

2.3 Futebol inglês

Em termos de receita, o futebol na Inglaterra é o maior do mundo. Na temporada de 2022/23, arrecadou 6,97 bilhões de euros, enquanto a Alemanha, a segunda maior, arrecadou 3,84 bilhões.

Sob a perspectiva dos custos, um clube médio da Premier League, principal liga na Inglaterra, possui uma proporção salário/receita de 67%. Ao analisar a evolução do resultado operacional, na temporada 2018/19, 16 clubes possuíam um resultado operacional positivo, sendo a média destes 42 milhões de euros, enquanto na temporada 2022/23, apenas 12 clubes apresentaram um resultado operacional positivo, com uma média de 20 milhões de euros (Deloitte, 2024).

Sob a mesma ótica temporal, em termos de LAIR, anteriormente 11 clubes tiveram um LAIR positivo e a média era de 8 milhões de euros negativos e esses números na última temporada chegaram em apenas 4 clubes obtendo um LAIR positivo com uma média negativa de 34 milhões de euros. Em termos de dívida líquida, em 2022 a Premier League possuía uma dívida líquida total de 2,7 bilhões de euros, até atingir o valor de 3,1 bilhões no ano de 2023 (Deloitte, 2024).

Outro fato de destaque com relação a Premier League é a transformação na maneira como os clubes eram geridos na Inglaterra. Wilson (2013) apresenta três diferentes modelos: gestão por associação de torcedores, por investimento estrangeiro e via mercado de ações. Entretanto, o modelo baseado em ações se tornou cada vez menos atrativo, com muitos clubes retirando seu capital da bolsa.

Modelos ineficientes eram penalizados, tanto por torcedores como por credores. Desde a década de 1980 até 2010, foram registrados 67 casos de insolvência no futebol inglês, com 13 clubes se tornando insolventes mais de uma vez (Szymanski, 2017). Dessa maneira, se tornou mais comum investidores profissionais, tanto domésticos como estrangeiros, adquirirem clubes ou parte deles. Esse modelo teve seu início em 2003, a partir de Roman Abramovich e Chelsea, em uma negociação de 140 milhões de libras, modelo que permanece com consistência até hoje, com destaque para Sir Jim Ratcliffe e Manchester United, transação que envolvia 25% do clube e 1,25 bilhões de libras (Deloitte, 2024).

3 Hipóteses

A partir da introdução e revisão de literatura acima, o estudo buscará, através de uma análise das equipes da *Premier League*, responder a seguinte pergunta: A estrutura de capital de um clube impacta na sua performance dentro de campo?

As hipóteses testadas terão como base as principais conclusões das teorias *Pecking Order* (Myers, 1984b) e *Trade-off* (Modigliani e Miller, 1963), dada a relevância dessas teorias para análise da estrutura de capital das companhias. As hipóteses a serem testadas são as seguintes:

H1: A rentabilidade de um clube impacta positivamente o desempenho do clube, *ceteris paribus*

A teoria *Pecking Order* (Myers, 1984b) desenvolveu uma hierarquia de preferências quanto ao financiamento das empresas. A escolha principal seria financiamento via recursos internos, como lucros acumulados, a segunda opção seria captar recursos via dívida, como debêntures ou empréstimos e em último caso, através de uma oferta de ações. Assumindo que empresas mais rentáveis possuem mais recursos para investir em elenco, infraestrutura ou outros potencializadores, a primeira hipótese defende que clubes com melhores margens operacionais tendem a apresentar melhores resultados dentro de campo.

H2: O endividamento de um clube impacta negativamente o desempenho do clube, *ceteris paribus*

A teoria *Trade-off* (Modigliani e Miller, 1963) defende uma empresa se alavancar para usufruir do benefício tributário, entretanto, quanto maior o montante da dívida, maior o volume de juros pagos e, existem estudos como o de Abel (2017) e Myers (1984b) que concluíram que o escudo fiscal é limitado e possui um ponto ótimo. Dessa forma, a segunda hipótese defende que clubes mais endividados tendem a demonstrar desempenhos menos satisfatórios nos campeonatos, uma vez que estarão restritos ao apetite dos bancos na concessão de crédito ao clube, limitando as possibilidades de investimento.

H3: Um prazo maior dos passivos impacta positivamente o desempenho do clube, *ceteris paribus*

Hatem (2017) conclui que dívidas de curto prazo são insuficientes e as empresas tem de contrair dívidas de longo prazo para arcar com seus déficits. Possuir passivos mais longos permite que firmas travem o benefício fiscal por mais tempo e suportem níveis mais altos de alavancagem sem elevar *spread*, pois os credores descontam menor incerteza de refinanciamento (Barclay,

1995). Tendo como base os argumentos acima, a terceira hipótese estabelece que quanto maior o prazo dos passivos, maior a probabilidade dos clubes demonstrarem resultados positivos nas competições, uma vez que há mais tempo para consolidação do investimentto.

4 Dados e Metodologia

4.1 Dados

A amostra utilizada nesse trabalho é composta de 15 clubes[1] da *Premier League* durante a temporada 2024/2025. O critério de seleção das equipes foi o horizonte temporal dos dados disponíveis. As informações foram coletadas a partir das demonstrações contábeis dos times, disponibilizadas pelo *Companies House* – órgão oficial do governo do Reino Unido responsável pelo registro e divulgação das demonstrações financeiras das empresas.

A variável dependente é a performance esportiva dos clubes na *Premier League*, definida por uma pontuação que é calculada a partir da posição do clube na tabela da competição. As variáveis independentes foram definidas com base em indicadores financeiros que apresentem efeitos na estrutura de capital dos clubes sob as óticas de endividamento, prazo e rentabilidade, conforme tabela a seguir.

Tabela 1 – Variáveis independentes

Variável Independente	**Sigla**	**Fórmula**	**Sinal Esperado**
Margem EBIT	M_EBIT	EBIT / Receitas	+
Margem Líquida	M_LIQ	Lucro Líquido / Receitas	+
ROA	ROA	Lucro Líquido / Ativos Totais	+
ROE	ROE	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	+
Liquidez Corrente	LIQ_COR	Ativos Correntes / Passivos Correntes	+
Passivos de Curto Prazo	P_CP	Passivo Circulante / Passivos Totais	-
Dívida Líquida/EBIT	DL_EBIT	Dívida Líquida/EBIT	-
Dívida de Curto Prazo	D_CP	Dívida de Curto Prazo / Total da Dívida	-
Dívida e Passivo	TD_PT	Total da Dívida / Total do Passivo	-
Dívida Líquida	DL	Total da Dívida - Caixa	-
Passivo / Patrimônio Líquido	DE	Passivos Totais / Patrimônio Líquido	-

Fonte: Elaborado pelo autor

[1] Os clubes incluidos na amostra são Arsenal, Aston Villa, Brentford, Brighton, Chelsea, Everton, Fulham, Ipswich Town, Liverpool, Manchester City, Manchester United, Newcastle, Tottenham e West Ham.

Tabela 2 – Quantificação da performance esportiva

Posição	Pontuação
1º Lugar	9
2º Lugar	7
3º Lugar	(9 x pontos do clube/pontos do campeão) - 2

Fonte: Pacheco (2022)

Tabela 3 – Estatísticas descritivas

Sigla	**N**	**Média**	**Desvio Padrão**	**Mínimo**	**Máximo**
M_EBIT	315	-0,215	0,428	-2,662	1,536
M_LIQ	315	-0,211	0,414	-2,662	1,314
ROA	315	-0,117	0,243	-1,899	0,52
ROE	315	-0,339	5,42	-79,769	22,271
LIQ_COR	315	0,730	1,391	0,006	19,186
P_CP	315	0,612	0,279	0,083	1,15
DL_EBIT	315	14,244	198,382	-158,785	3.462,355
D_CP	315	0,472	0,398	0	1
TD_PT	315	0,556	0,267	-0,294	1,828
DL	315	129.465,1	195.816,5	-127,897	1.273.603
DE	315	2,429	43,418	-320,091	593,596

Fonte: Elaborado pelo autor

4.2 Metodologia

Como a amostra é composta por observações das mesmas unidades ao longo do tempo, foi adotada a metodologia de dados em painel. Lee (2019) defende a utilização do modelo de efeitos fixos quando o trabalho envolve análise de impacto de endividamento e dividendos, por isolar efeitos específicos de cada compania e permitindo focar apenas nas variações internas dos mesmos. De modo a identificar qual o melhor método de estimação e análise, foram realizados dois testes: o teste de Hausman e um teste F.

O teste de Hausman (1978) avalia se os efeitos individuais possuem correlação com as

variáveis explicativas. Caso a correlação seja significativa, é recomendado utilizar o modelo de efeitos fixos. A hipótese nula consiste que os efeitos individuais não estão correlacionados com os regressores, indicando que o modelo de efeitos aleatórios é consistente e eficiente, enquanto a hipótese alternativa diz que o modelo de efeitos aleatórios é inconsistente e o de efeitos fixos deve ser usado.

Tabela 4 – Teste de Hausman

Estatística	**Graus de liberdade**	**P-Valor**	**Decisão**
$\chi^2 = 62{,}022$	11	$P < 0{,}0001$	Rejeição da hipótese nula, utilização efeito fixo

Fonte: Elaborado pelo autor

A utilização do teste F para dados em painel foi introduzida por Wooldrige (2010), defendendo sua utilização para verificar se os interceptos individuais seriam todos iguais. Isso implicaria a inexistência de heterogeneidade não observada entre os individuos. A hipótese nula defende a utilização do modelo *pooled* pelos interceptos serem iguais entre as unidades, enquanto a hipótese alternativa defende a utilização.

Tabela 5 – Teste F para efeitos fixos

Estatística	**GL1**	**GL2**	**P-Valor**	**Decisão**
$F = 19{,}615$	11	289	$P < 0{,}0001$	Rejeição da hipótese nula, utilização efeito fixo

Fonte: Própria

Diante dos resultados acima, conclui-se que o modelo de efeitos fixos é o mais apropriado para esta análise.

5 Resultados

A equação inicialmente utilizada contempla todas as variáveis apresentadas na Tabela 1 e, a partir dela, foram obtidos os seguintes resultados.

$$PER_{SPOR} = M_{EBIT} + M_{LIQ} + ROA + ROE + LIQ_{COR} + P_{CP} + D_{CP} + DL_{EBIT} + TD_{PT} + DL + DE \quad (1)$$

Tabela 6 – Resultado da primeira estimação com efeitos fixos.

Variável	Coeficiente	Erro-padrão	P-Valor	Significância
Margem EBIT	1,737	0.981	0.08	*
Margem Líquida	-1,838	1,072	0,09	*
ROA	0,18	0,72	0,80	
ROE	0,005	0,042	0,90	
Liquidez Corrente	-0,106	0,112	0,35	
Passivos de Curto Prazo	0,7	1,077	0,52	
Dívida Líquida / EBITDA	0,0002	0,001	0,74	
Dívida de curto prazo	-1,291	0,725	0,08	*
Dívida e Passivo	1,158	0,658	0,08	*
Dívida Líquida	-0,005	0,001	< 0,001	***
Passivos / Patrimônio Líquido	0,0002	0,005	0,96	
Observações			315	
R^2			0,101	
R^2 Ajustado			0,023	
Estatística F			2,938*** (df = 11; 289)	
Notas:	*p<0,1;		**p<0,05	***p<0,01

Fonte: Elaborado pelo autor

Os resultados acima apresentam algumas variáveis sem significância estatística, sob as quais haviam expectativas de relação com a variável dependente. Para análise mais acurada, foi realizado um teste de multicolinearidade, a partir da função VIF. Asteriou e Hall (2015) defendem a ideia de que diagnósticos como o VIF fornecem uma aproximação razoável para detectar multicolinearidade prejudicial ao modelo.

Os resultados indicaram que a maioria das variáveis apresentaram um valor de VIF inferior ao comumente adotado de 5, sugerindo ausência de multicolinearidade. No entanto, duas variáveis obtiveram um valor acima de 10: M_EBIT, com 10,58 e M_LIQ com 12,13. Com base nos resultados apresentados e considerando a forte correlação de 0,95 entre essas variáveis, optou-se por manter apenas a variável M_EBIT no modelo, por ser mais alinhada com os objetivos do trabalho. A exclusão de M_LIQ visa reduzir a instalibilidade dos coeficientes estimados, conforme recomenda Allison (2009) e Fávero e Belfiore (2017).

A segunda regressão estimada replica a equação inicial, descartando apenas a variável M_LIQ, e foram obtidos os seguintes resultados:

$$PER_{SPOR} = M_{EBIT} + ROA + ROE + LIQ_{COR} + P_{CP} + D_{CP} + DL_{EBIT} + TD_{PT} + DL + DE \quad (2)$$

Tabela 7 – Resultado da segunda estimação com efeitos fixos.

Variável	Coeficiente	Erro-padrão	P-Valor	Significância
Margem EBIT	0,181	0,374	0,63	
ROA	-0,327	0,659	0,62	
ROE	0,013	0,042	0,76	
Liquidez Corrente	-0,116	0,113	0,30	
Passivos de Curto Prazo	0,553	1,076	0,62	
Dívida Líquida / EBITDA	0,0003	0,001	0,69	
Dívida de curto prazo	-1,288	0,727	0,08	*
Dívida e Passivo	1,201	0,66	0,08	*
Dívida Líquida	-0,005	0,001	< 0,0001	***
Passivos / Patrimônio Líquido	0,001	0,005	0,87	
Observações			315	
R^2			0,091	
R^2 Ajustado			0,016	
Estatística F			2,919*** (df = 10; 290)	
Notas:	*p<0,1;		**p<0,05	***p<0,01

Fonte: Elaborado pelo autor

Os resultados apresentam variáveis sem significância estatística, sob as quais haviam expectativas de relação com a variável dependente. Para análise mais acurada, foram realizados dois tratamentos: o primeiro é a verificação de multicolinearidadeas variáveis sem significância estatística foram retiradas do modelo pelo método de *backwards* até atingir R^2 adequado com todas as variáveis estatisticamente significantes. A equação final está disposta dessa forma:

$$PER_{SPOR} = D_{CP} + TD_{PT} + DL \quad (3)$$

As variáveis indicativas da primeira hipótese eram: Margem EBIT, ROA e ROE. A hipótese constatava que a rentabilidade de um clube impacta positivamente o desempenho do mesmo, *ceteris paribus*. Nenhuma das variáveis apresentou significância estatística, apontando para a rejeição da hipótese 1. Porém, os clubes apresentaram um histórico escasso de lucros, conforme indica a Tabela 3, em que a Margem EBIT apresentou uma média de -21,5%, por exemplo. Pode-se inferir validade da lógica da hipótese 1, já que margens negativas levariam a menor volume de recursos disponíveis para investimentos e consequentemente, dificultando a performance dos clubes nos campeonatos.

Isso se deve aos salários exorbitantes que os clubes pagam aos jogadores, além de cláusulas de rescisão altíssimas e, quando um projeto não apresenta boas perspectivas futuras, se tornam um passivo relevante para o clube. A alta remuneração paga aos jogadores somada das despesas financeiras, fruto dos empréstimos contraídos para a contratação do elenco, pressionam a operação e o balanço da instituição, punindo a companhia e atrasando um possível novo projeto. Apesar da validade da lógica da hipótese 1, temos evidências para rejeitá-la por não atingir significância estatística, indicando que essas variáveis não estão determinando a atuação dos clubes nas competições.

As variáveis avaliadas na hipótese dois eram: Dívida Líquida / EBITDA, Dívida Líquida, Passivos / Patrimônio Líquido e Total da Dívida sobre o Passivo. A hipótese defendia que o endividamento de um clube impacta negativamente o desempenho do clube, *ceteris paribus*. Apenas a Dívida Líquida e o Total da Dívida Sobre os Passivos apresentaram significância estatística, porém com direções opostas.

A proporção da dívida sobre o total dos passivos é positivamente associada a performance esportiva do clube. Para cada aumento de um ponto percentual nessa razão, *ceteris paribus*, há um aumento de 1,15 na pontuação que define a performance do clube no campeonato. O número apresentado foi contrário ao esperado e indicaria rejeição da hipótese 2, uma vez que o número indica que um maior montante de divida dentro dos passivos é benéfico para a performance do clube dentro de campo. Esse valor pode ser explicado por um maior montante disponível para o clube alocar em investimentos que gerariam resultados dentro de campo.

Quanto a dívida líquida, o aumento de uma unidade, estimada em milhões de euros, reduz a pontuação do clube em 0,005, *ceteris paribus*. O coeficiente estimado está em linha com o sinal esperado e indica validade da hipótese 2, uma vez que um aumento na dívida líquida do clube

restringe orçamentos futuros do clube, exigindo um redirecionamento de recursos para a amortização da dívida contraída anteriormente. Ao comparar as variáveis, entende-se que ambas contribuem para uma performance negativa dos clubes, sob a perspectiva econômica. Do lado da dívida líquida, representa um valor que deverá ser alocado para amortização daquele empréstimo, sendo retirado de orçamentos de investimentos futuros, que poderiam alavancar a performance do clube. Sob a perspectiva da razão entre total da dívida e total do passivo, é um valor aplicável ao curto prazo, considerando que essa obrigação financeira depende de uma boa sequência de resultados nos campeonatos e, em caso de má performance, o cronograma de pagamento do saldo remanescente é dificultado, além de limitar a contratação de novos empréstimos até a quitação dos valores anteriores. Tendo esse raciocínio como base, temos evidências para validar a hipótese dois, com base nas justificativas apresentadas acima e na relevância estatística das variáveis.

Em relação a hipótese 3, as variáveis que a testavam eram: Passivo Circulante / Total dos Passivos, Dívida de Curto Prazo / Dívida Total e Liquidez corrente. A hipótese defendia que um prazo maior dos passivos impacta positivamente o desempenho do clube, *ceteris paribus*. Apenas a Dívida de Curto Prazo / Dívida Total apresentou significância estatística.

Para cada aumento de um ponto percentual nessa razão, espera-se uma redução de 0,757 na pontuação que define a performance, *ceteris paribus*. O valor obtido está de acordo com o sinal esperado e indica validação da hipótese 3, uma vez que, quanto maior o endividamento no curto prazo, há menos avenidas para investimento em elenco, infraestrutura e outros potencializadores de desempenho. Dessa forma, temos evidências para validar a hipótese três, uma vez que uma das variáveis apresenta resultados estatísticamente significativos.

6 Conclusões

Esse trabalho tem como objetivo investigar a relação entre a performance esportiva de clubes de futebol e sua estrutura de capital, definida através de indicadores de saúde financeira dessas equipes. A teoria econômica utilizada nesse trabalho é baseada nos estudos pioneiros a respeito da estrutura de capital das firmas, *Trade-off Theory* (Modigliani e Miller, 1963) e *Pecking Order* (Myers, 1984b) e a análise empírica foi realizada por meio de um modelo de dados em painel com efeitos fixos, utilizando uma amostra de 15 clubes da *Premier League*, principal liga na Inglaterra, ao longo de 20 anos.

Os resultados indicam que a proporção da dívida no curto prazo, o total da dívida em relação aos passivos e a dívida líquida são relevantes para determinar a performance dos clubes. A dívida líquida e a proporção da dívida no curto prazo contribuem negativamente para a atuação dos clubes nas competições, enquanto a proporção da dívida em relação aos passivos contribui positivamente para o desempenho da equipe nos campeonatos.

Com base nas estimações, pode-se dizer que a gestão da dívida é extremamente importante para a campanha da equipe, visto que todas as variáveis relevantes envolviam algum indicador de endividamento. Outra aplicação envolve a gestão de passivos, que se mostrou determinante para a performance dos clubes, considerando que mais da metade das receitas dos clubes envolvem salários (Delloite, 2024).

As limitações desse trabalho englobam geografia, por se restringir a apenas um único país e uma única liga, sem incorporar clubes de outras regiões e sem incorporar competições continentais. Outra limitação se estende a disponibilidade dos dados, uma vez que pouquíssimos clubes apresentam relatórios com formato gerencial e também há escassez de indicadores do setor que poderiam auxiliar na compreensão das performances dentro e fora de campo.

Sugestões para futuros trabalhos envolvem analisar principalmente outras ligas e países, incluindo competições internacionais na quantificação da performance do clube. Outra sugestão seria a análise de modelos de Sociedade Anônima do Futebol (SAF), dado que é um formato de gestão recente e pode impactar nos resultados apresentados acima. Por fim, uma última sugestão seria avaliar o impacto da nova regulamentação proposta pela FIFA, que substitui a FFP, verificando se auxiliou os clubes a ter melhor eficiência operacional e se essa eficiência se traduziu em melhores resultados nas competições nacionais e internacionais.

7 Referências Bibliográficas

ABEL, A. B. Optimal Debt and Profitability in the Trade-Off Theory. **The Journal of Finance**, v. 73, n. 1, p. 95–143, 14 dez. 2017.

ACERO, I.; SERRANO, R.; DIMITROPOULOS, P. Ownership structure and financial performance in European football. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 17, n. 3, p. 511–523, 5 jun. 2017.

ALLISON, Paul D. *Fixed Effects Regression Models*. Thousand Oaks: SAGE Publications, 2009.

ASTERIOU, Dimitrios; HALL, Stephen G. *Applied Econometrics: A Modern Approach Using EViews and Microfit*. 3. ed. London: Palgrave Macmillan, 2015.

BARCLAY, Michael J.; SMITH, Clifford W. Jr. The maturity structure of corporate debt. Journal of Finance, v. 50, n. 2, p. 609-631, 1995.

DELOITTE. Annual Review of Football Finance 2024. 26 de junho de 2024. 52p. Disponível em: www.deloitte.co.uk/arff. Acesso em: 15 set. 2024.

BAKER, J. et al. Talent Research in Sport 1990–2018: A Scoping Review. **Frontiers in Psychology**, v. 11, 25 nov. 2020.

BOSE, M. **The deflating world of English football**. Disponível em: <https://www.spectator.co.uk/article/the-deflating-world-of-english-football/>. Acesso em: 27 out. 2024.

CALAHORRO-LÓPEZ, A.; RATKAI, M. Los clubes de fútbol europeos y sus finanzas. Una revisión sistemática de la literatura. **Revista de contabilidad**, v. 27, n. 1, p. 75–91, 1 jan. 2024.

DIMITROPOULOS, P. Capital structure and corporate governance of soccer clubs. **Management Research Review**, v. 37, n. 7, p. 658–678, 10 jun. 2014.

FÁVERO, Luiz Paulo; BELFIORE, Patrícia. Manual de Análise de Dados: Estatística e Modelagem Multivariada com Excel, SPSS e Stata. Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.

GOV.UK. **Welcome to GOV.UK**. Disponível em: <https://www.gov.uk/>.

HATEM, B. S. Influence of Debt Maturity on Firm Performance: An International Comparison. **International Journal of Economics and Finance**, v. 9, n. 5, p. 106, 15 abr. 2017.

HAUSMAN, J. A. Specification Tests in Econometrics. **Econometrica**, v. 46, n. 6, p. 1251–1271, 1978.

LEE, C.-F.; CHEN, H.-Y.; LEE, J. **Fixed Effects Versus Random Effects in Finance Research**. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/333573806_Fixed_Effects_Versus_Random_Effects_in_Finance_Research>.

MANDE, V.; PARK, Y. K.; SON, M. Equity or Debt Financing: Does Good Corporate Governance Matter? **Corporate Governance: An International Review**, v. 20, n. 2, p. 195–211, 16 nov. 2011.

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, jun. 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433–443, 1963.

MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575–592, jul. 1984a.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187–221, jun. 1984b.

PACHECO, L. M. Capital structure of Iberian football clubs: does sport performance matter. **International Journal of Sport Management and Marketing**, v. 22, n. 5/6, p. 336, 2022.

RODRIGUES, Ricardo Jorge Ferreira. **Os determinantes do Endividamento dos Clubes Europeus de Futebol.** 2015. 36 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais) – Instituto Superior de Economia e Gestão, 2015. Disponível em: https://www.repository.utl.pt/handle/10400.5/10887. Acesso em 13 nov. 2024.

SZYMANSKI, S. Entry into exit: insolvency in English professional football. **Scottish Journal of Political Economy**, v. 64, n. 4, p. 419–444, 23 maio 2017.

UEFA. *Club Licensing and Financial Sustainability Regulations: edition 2024*. Nyon: Union of European Football Associations, 2024. Disponível em: https://documents.uefa.com/r/UEFA-Club-Licensing-and-Financial-Sustainability-Regulations-2024-Online. Acesso em: 18 maio 2025.

UEFA. *Club Licensing and Financial Fair Play Regulations: edition 2010*. Nyon: Union of European Football Associations, 2010. Disponível em: https://www.uefa.com/multimediafiles/download/uefaorg/clublicensing/01/50/09/12/1500912_download.pdf. Acesso em: 18 maio 2025.

UNION OF EUROPEAN FOOTBALL ASSOCIATIONS. *Winners – History – UEFA Champions League*. 2025. Disponível em: https://www.uefa.com/uefachampionsleague/history/winners/. Acesso em: 25 mai. 2025.

WILSON, R.; PLUMLEY, D.; RAMCHANDANI, G. The relationship between ownership structure and club performance in the English Premier League. **Sport, Business and Management: An International Journal**, v. 3, n. 1, p. 19–36, 15 mar. 2013.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data. 2. ed. Cambridge, MA: The MIT Press, 2010.