

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA – UFU
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS – FACIC
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS – PPGCC

DIEGO CAMILO DE SOUZA

**DETERMINANTES DO CONSERVADORISMO CONTÁBIL EM CLUBES DE FUTEBOL
BRASILEIROS: EFEITOS DA ALAVANCAGEM E DA RESTRIÇÃO FINANCEIRA**

UBERLÂNDIA
FEVEREIRO 2026

DIEGO CAMILO DE SOUZA

**DETERMINANTES DO CONSERVADORISMO CONTÁBIL EM CLUBES DE FUTEBOL
BRASILEIROS: EFEITOS DA ALAVANCAGEM E DA RESTRIÇÃO FINANCEIRA**

Dissertação apresentada para a obtenção do título de
Mestre no Programa de Pós-Graduação *scrito sensu*
em ciências contábeis, da Universidade Federal de
Uberlândia (MG)

Área de concentração: Contabilidade Financeira

Orientador: Dr. Reiner Alves Botinha

UBERLÂNDIA
FEVEREIRO 2026



UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Ciências
Contábeis

Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 1F, Sala 248 - Bairro Santa Monica, Uberlândia-MG,
CEP 38400-902

Telefone: (34) 3291-5904 - www.ppgcc.facic.ufu.br - ppgcc@facic.ufu.br



ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Programa de Pós-Graduação em:	Ciências Contábeis				
Defesa de:	Dissertação de Mestrado Acadêmico, número 160 - PPGCC				
Data:	27 de fevereiro de 2026	Hora de início:	14:00 h	Hora de encerramento:	15:50
Matrícula do Discente:	12412CCT005				
Nome do Discente:	Diego Camilo de Souza				
Título do Trabalho:	Determinantes do Conservadorismo Contábil em Clubes de Futebol Brasileiros: Efeitos da Alavancagem e da Restrição Financeira				
Área de concentração:	Contabilidade e Controladoria				
Linha de pesquisa:	Contabilidade Financeira				
Projeto de Pesquisa de vinculação:	PPGCC04 - Contabilidade Internacional e Financeira				

Reuniu-se virtualmente, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, assim composta: Professores(as) Doutores(as) Lísia de Melo Queiroz (UFU), Ahmed Sameer El Khatib (UNIFESP) e Reiner Alves Botinha, orientador do candidato.

Iniciando os trabalhos o presidente da mesa, Reiner Alves Botinha, apresentou a Comissão Examinadora e o candidato, agradeceu a presença do público, e concedeu ao discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação do discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir o presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos(às) examinadores(as), que passaram a arguir o candidato. Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o candidato:

APROVADO

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre.

O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Reiner Alves Botinha, Professor(a) do Magistério Superior**, em 02/03/2026, às 16:44, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Lisia de Melo Queiroz, Professor(a) do Magistério Superior**, em 02/03/2026, às 16:57, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Ahmed Sameer El Khatib, Usuário Externo**, em 20/03/2026, às 22:49, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **7013093** e o código CRC **FD6E04F9**.

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

S729 Souza, Diego Camilo de, 1986-
2026 Determinantes do conservadorismo contábil em clubes de futebol brasileiros [recurso eletrônico] : Efeitos da alavancagem e da restrição financeira / Diego Camilo de Souza. - 2026.

Orientador: Reiner Alves Botinha.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,
Pós-graduação em Ciências Contábeis.

Modo de acesso: Internet.

DOI <http://doi.org/10.14393/ufu.di.2026.275>

Inclui bibliografia.

1. Contabilidade. I. Botinha, Reiner Alves, 1990-, (Orient.). II.
Universidade Federal de Uberlândia. Pós-graduação em Ciências
Contábeis. III. Título.

CDU: 657

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:

Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091

Nelson Marcos Ferreira - CRB6/3074

*Dedicatória: À Cinara, minha esposa e companheira de todas as horas e ao
meu filho e parceiro Davi.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, a Deus, inteligência suprema e causa primária de todas as coisas. À compreensão, ao apoio e ao companheirismo de minha esposa, Cinara, e de meu filho, Davi, que foram fundamentais ao longo de toda essa jornada. Aos meus pais, Cirlene e João Camilo, exemplos de união, trabalho e perseverança, que me ensinaram (e continuam me ensinando) valores essenciais para a vida. Aos meus irmãos, Fernando e Júnior, elo permanente com minhas origens e lembrança constante de onde vim. Aos meus amados sobrinhos Arthur, Sthela, Helena e Theodoro, fontes de alegria e afeto.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Reiner Alves Botinha, pela orientação sempre oportuna, pela paciência, compreensão e contribuições fundamentais para o desenvolvimento deste trabalho. Aos professores membros da banca de qualificação e defesa, Profa. Dra. Lísia de Melo Queiroz e Prof. Dr. Ahmed Sameer El Khatib, pelas valiosas contribuições. Agradeço, ainda, a todos os professores e professoras do PPGCC, que compartilharam seus saberes ao longo dessa caminhada, bem como aos funcionários e funcionárias, sempre atenciosos e dispostos a ajudar.

Aos diretores da Unimed Monte Carmelo, que compreenderam a importância desta jornada e flexibilizaram meus horários de trabalho, e à minha amiga Andreia Fernandes, pelo apoio e incentivo. Aos colegas de Mestrado, que estiveram sempre dispostos a ajudar e a compartilhar os desafios desse percurso: Ana Caroline, Angélica Ramos, Cesar Barbosa, Cristiane Lopes, Francisco de Assis, Laura Cristina, Luís Otávio, Moisés Lourenço, Pedro Zanoti, Rafael de Paula, Ronaldo Fernandes, Sabrina Mantovany, Talita Rafaela e Wesley Sidney, com especial agradecimento à Cleidiane Gomes, com quem compartilhei não apenas os desafios da pós-graduação, mas também os da docência na Unifucamp (Monte Carmelo/MG).

Às colegas Aldagiza Cardoso e Palloma Rossany, com quem tive a oportunidade de cursar algumas disciplinas e compartilhar experiências e saberes. À minha amiga Prof. Dra. Alessandra Marques, que plantou em meu coração o desejo de realizar este mestrado. Por fim, aos meus amigos de infância, Diego de Oliveira, Thiago Silva e Wender Corrêa, que compreenderam os períodos de ausência e o pouco contato, mas que sempre se mantiveram presentes em minha vida.

*“Agradeço todas as dificuldades que enfrentei.
Não fosse por elas,
eu não teria saído do lugar.
As facilidades nos impedem de caminhar.
Mesmo as críticas nos auxiliam muito”.*
Chico Xavier

RESUMO

Este estudo investiga os determinantes do conservadorismo contábil em clubes de futebol brasileiros, com foco nos efeitos da alavancagem financeira e da restrição financeira, considerando as especificidades institucionais de um ambiente marcado por fragilidades de governança, captura regulatória e pela coexistência entre clubes associativos e Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs). Ancorada na Teoria da Agência, na Teoria Contábil Positiva e na Teoria da Captura Regulatória, a pesquisa dialoga com a literatura internacional sobre conservadorismo contábil e regulação financeira no esporte, em especial com evidências oriundas de ligas europeias, ao mesmo tempo em que tensiona sua aplicabilidade ao contexto brasileiro. A amostra compreende 36 clubes que disputaram a Série A do Campeonato Brasileiro no período de 2010 a 2024, totalizando 457 observações clube-ano. O conservadorismo contábil é mensurado por meio da *proxy* baseada em accruals proposta por Givoly e Hayn (2000). A estratégia empírica emprega modelos de regressão com dados em painel desbalanceado e efeitos fixos bidirecionais, com erros-padrão robustos clusterizados por clube. A alavancagem financeira é mensurada pela razão entre passivo total e ativo total, enquanto a restrição financeira é capturada por modelos de *financial distress*, notadamente o G-Score de Grover e Lavin (2001). Testes de robustez incluem a substituição de métrica de desempenho e do modelo de *financial distress* (Zmijewski, 1984). Os resultados indicam que tanto a alavancagem financeira quanto a restrição financeira estão associadas a níveis mais baixos de conservadorismo contábil, contrariando a direção positiva prevista pela literatura contratual clássica. A análise da moderação pela estrutura de governança, representada pela adoção do modelo SAF, não fornece evidências robustas de alteração desses efeitos. Esses achados convergem com estudos nacionais que documentam elevada discricionariedade contábil e limitações institucionais no futebol brasileiro (Nascimento *et al.*, 2015), e contrastam com evidências internacionais observadas em ambientes de maior *enforcement* regulatório (Pujiono *et al.*, 2023). Conclui-se que, no contexto dos clubes de futebol brasileiros, o conservadorismo contábil não opera predominantemente como mecanismo disciplinador endógeno, mas é condicionado por fragilidades institucionais que limitam sua função informacional e contratual.

Palavras-chave: Conservadorismo Contábil. Alavancagem. Restrição Financeira. Clubes de Futebol.

ABSTRACT

This study investigates the determinants of accounting conservatism in Brazilian football clubs, with a focus on the effects of financial leverage and financial constraints, taking into account the institutional specificities of an environment marked by governance weaknesses, regulatory capture, and the coexistence of member-owned clubs and Football Joint-Stock Companies. Grounded in Agency Theory, Positive Accounting Theory, and Regulatory Capture Theory, the research engages with the international literature on accounting conservatism and financial regulation in sport—particularly evidence from European leagues—while critically examining its applicability to the Brazilian context. The sample comprises 36 clubs that competed in Brazil's Série A championship between 2010 and 2024, totaling 457 club-year observations. Accounting conservatism is measured using the accruals-based proxy proposed by Givoly and Hayn (2000). The empirical strategy employs panel data regressions with an unbalanced panel and two-way fixed effects, with robust standard errors clustered at the club level. Financial leverage is measured as the ratio of total liabilities to total assets, while financial constraints are captured through financial distress models, notably the G-Score proposed by Grover and Lavin (2001). Robustness tests include alternative performance measures and the substitution of the financial distress model (Zmijewski, 1984). The results indicate that both financial leverage and financial constraints are associated with lower levels of accounting conservatism, contradicting the positive relationship predicted by the classical contracting literature. The analysis of moderation by governance structure, represented by the adoption of the SAF model, does not provide robust evidence of changes in these effects. These findings are consistent with national studies documenting high accounting discretion and institutional limitations in Brazilian football (Nascimento *et al.*, 2015), and contrast with international evidence observed in environments with stronger regulatory enforcement (Pujiono *et al.*, 2023). It is concluded that, in the context of Brazilian football clubs, accounting conservatism does not operate predominantly as an endogenous disciplinary mechanism, but rather is shaped by institutional weaknesses that constrain its informational and contractual roles.

Keywords: Accounting. Conservatism. Leverage. Financial Distress. Football Clubs.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1- Estrutura Conceitual: Objetivo e Teorias de Base	32
Figura 2 - Teoria da Agência dentro dos Clubes de Futebol	34
Gráfico 1- Quantidade de estudos por ano.....	45

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Evolução legislativa do futebol brasileiro	23
Quadro 2- Comparativo entre Clube Associativo e SAF.....	26
Quadro 3 – <i>Fair Play</i> Financeiro UEFA, PROFUT e SAF: Similaridades e Diferenças.....	30
Quadro 4 - Síntese dos estudos selecionados sobre conservadorismo contábil.....	46
Quadro 5- Amarração da pesquisa.....	66
Quadro 6 - Participação dos clubes na Série A do Campeonato Brasileiro (2010–2024)	70
Quadro 7- Divulgação Contábil dos Clubes Brasileiros.....	72
Quadro 8 – Síntese das variáveis do estudo	83

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis quantitativas	85
Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis qualitativas.....	86
Tabela 3 – Matriz de correlação	87
Tabela 4 - Resultados do modelo de efeitos fixos bidirecionais (efeitos diretos)	88
Tabela 5 - Modelo com moderação pela estrutura de governança (SAF)	88
Tabela 6 - Teste do efeito total da moderação	89
Tabela 7 - Teste de robustez (substituição de ROE por ROCE)	91
Tabela 8 - Teste de robustez (substituição de Gscore por Zmijewski Score)	91
Tabela 9 - Síntese da validação das hipóteses	92

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	19
2.1 Desafios da sustentabilidade financeira no Futebol a nível mundial.....	19
2.2 O FFP na Europa: Objetivos e Resultados	20
2.3 Regulação Financeira no Futebol Brasileiro: Histórico e Evolução	23
2.4 Clubes Associativos e Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs)	235
2.5 Desafios na Sustentabilidade e Governança Financeira dos Clubes Brasileiros	26
2.6 Teorias de Sustentação.....	300
2.6.1 Teoria da Agência	33
2.6.2 Teoria Contábil Positiva.....	336
2.6.3 Teoria da Captura Regulatória	39
2.7 Conservadorismo Contábil.....	41
2.7.1 Estado da arte do Conservadorismo Contábil no Brasil.....	45
2.7.2 Conservadorismo Contábil em Clubes de Futebol: Especificidades do Contexto Brasileiro	55
2.8 Alavancagem.....	56
2.8.1 Alavancagem na aplicação do princípio do conservadorismo	58
2.9 Restrições financeiras.....	62
2.9.1 Restrições financeiras na aplicação do princípio do conservadorismo.....	63
3 ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	68
3.1 Amostra	69
3.2 Variável Dependente	73
3.2.1 Conservadorismo Contábil	73
3.3 Variáveis Independentes	75
3.3.1 Alavancagem	75

3.3.2 Restrições Financeiras.....	76
3.4 Variáveis de Controle.....	78
3.4.1 Delimitação conceitual e função das variáveis de controle	78
3.4.2 Critérios de seleção das variáveis de controle	79
3.4.3 Fundamentação e operacionalização das variáveis de controle.....	81
3.4.3.1 <i>Tamanho do clube (SIZE)</i>	81
3.4.3.2 <i>Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)</i>	81
3.4.3.3 <i>Prejuízo (LOSS)</i>	82
3.4.3.4 <i>Dummy Pandemia (PANDEMIA)</i>	82
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	85
4.1 Análise descritiva dos dados.....	875
4.2 Resultados do modelo principal	87
4.3 Análise da moderação pela estrutura de governança (SAF)	88
4.4 Teste do efeito total da moderação	89
4.5 Testes de robustez.....	90
4.6 Diagnóstico e validação do modelo	922
4.7 Principais resultados e Interpretação dos achados	92
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	97
6 REFERÊNCIAS	103

1 INTRODUÇÃO

O futebol constitui um fenômeno cultural de proporções globais, destacando-se no Brasil pela sua ampla capacidade de mobilização social. Segundo Klein e Barth (2023), o futebol é reconhecido mundialmente como o esporte mais popular, sendo acompanhado por bilhões de pessoas e explorado intensivamente pela mídia, o que impulsiona investimentos e contratos de alto valor. Além disso, Mello e Barth (2023) ressaltam que, no contexto brasileiro, o futebol transcende o entretenimento e se configura como um fenômeno cultural que mobiliza multidões em estádios, ruas e residências, alimentando debates não apenas sobre aspectos técnicos, como jogadas e formações táticas, mas também sobre as decisões estratégicas adotadas pelos clubes.

Essa visibilidade e influência midiática fundamentam as práticas de gestão dos clubes, cujos diretores e gestores aproveitam esse engajamento para maximizar receitas por meio da comercialização de bilheterias, direitos de transmissão, patrocínios e produtos esportivos, integrando teoria e prática na administração esportiva. Segundo a empresa de auditoria Deloitte (2024) a receita total gerada pelos 20 maiores clubes da Europa em 2022/23 atingiu um recorde de € 10,5 bilhões, representando um aumento de 14% em relação ao ano anterior e aos níveis pré-pandêmicos (€ 9,2 bilhões – em 2021/22 e 2018/19).

Apesar da *Union of European Football Associations (UEFA)* não registrar números oficiais de audiência da final da *Champions League* desde 2014 (380 milhões de pessoas), estima-se que a final da temporada 2022/2023 foi assistida por 450 milhões de pessoas (Lance, 2024). Segundo a Fifa, cerca de 1,5 bilhão de pessoas assistiram à final da Copa do Mundo 2022, entre França e Argentina (Lance, 2024). Durante a final da Copa do Brasil em setembro de 2023, a audiência televisiva medida pela TV Globo alcançou 6,4 milhões de espectadores na cidade de São Paulo e 4 milhões no Rio de Janeiro (Uol, 2023).

Além da relevância internacional e da enorme audiência, no Brasil essa centralidade do futebol motivou a criação de marcos legais voltados à sua modernização. O futebol brasileiro testemunhou a implementação de diversas legislações que impulsionaram sua modernização, dentre as quais se destaca a Lei Zico (Lei nº 8.672/1993) e a Lei Pelé (Lei nº 9.615/1998), que incentivaram a responsabilidade fiscal, a autonomia e a profissionalização (Brasil, 1993; Brasil, 1998). Contudo, a gestão financeira dos clubes ainda é desafiadora, com endividamentos altos limitando lucros e investimentos, dependendo de vendas extraordinárias de atletas (Farias; Werlang; Silva, 2022). A Lei PROFUT (Lei nº 13.155/2015) tentou promover gestão

responsável e equilíbrio fiscal, mas estudos indicam resultados mistos em termos de dívidas e melhorias das gestões dos clubes de futebol (Brasil, 2015; Granzotto *et al.*, 2022; Santana Filho *et al.*, 2019; Siqueira Junior; Oliveira, 2018).

No ano de 2021, foi sancionada a Lei da Sociedade Anônima do Futebol - SAF (Lei nº 14.193/2021), instituindo um marco regulatório para a modernização dos clubes brasileiros. Essa legislação introduziu a possibilidade de transformação dos clubes em sociedades empresariais, com foco na adoção de uma gestão profissionalizada e na atração de investimentos estratégicos. Além disso, a Lei das SAFs (Sociedades Anônimas do Futebol) enfatiza a implementação de práticas de *compliance* e auditoria, criando um ambiente mais transparente e eficiente (Brasil, 2021). Tais reformas têm como objetivo principal fortalecer o futebol nacional, promovendo sua sustentabilidade financeira e competitividade no cenário global.

Contudo, para Borges (2015) o governo federal deveria adotar medidas para garantir que os clubes esportivos quitem suas obrigações fiscais e tributárias de forma equivalente às demais empresas, evitando benefícios legais que favorecem a inadimplência. Além disso, embora existam mecanismos de apoio financeiro, como recursos provenientes de loterias, a falta de cumprimento dos prazos de pagamento ainda é recorrente. Para mitigar esses problemas, a legislação deveria responsabilizar diretamente os gestores esportivos por falhas administrativas e promover reformas nos estatutos dos clubes, incentivando a modernização da gestão. Nesse sentido, apesar de representar uma mudança institucional importante, a transformação em SAFs não assegura, por si só, maior transparência ou retorno em títulos e receitas (Borges, 2015).

Esse cenário revela que, mais do que modernização, muitas reformas refletem acomodações políticas, o que pode ser interpretado à luz da Teoria da Captura Reguladora (Stigler, 1971), segundo a qual grupos regulados conseguem influenciar a formulação das próprias regras que deveriam limitá-los. No futebol brasileiro, esse fenômeno encontra respaldo em legislações como o PROFUT e até na própria Lei das SAFs, que, embora apresentem como discurso oficial a modernização e a responsabilidade fiscal, foram estruturadas de forma a conceder benefícios diretos a clubes endividados. A pesquisa de Esteche Filho (2020) evidencia que o PROFUT assumiu caráter extrafiscal ao oferecer condições de refinanciamento generosas a entidades historicamente inadimplentes, favorecendo mais a acomodação política do que a disciplina financeira.

Para entender melhor as causas dessas decisões financeiras e desse cenário de desafios na gestão financeira dos clubes brasileiros, é essencial compreender as relações internas que influenciam tais decisões, o que pode ser analisado sob a perspectiva da Teoria da Agência. Para Jensen e Meckling (1976), uma relação de agência é um contrato em que uma ou mais pessoas (principais) contratam outra pessoa (agente) para realizar serviços em seu nome, delegando-lhe autoridade de tomada de decisões. Por natureza, se ambas as partes buscarem maximizar sua utilidade, haverá situações em que o agente não atuará necessariamente de acordo com os interesses do principal.

Além das relações internas destacadas pela Teoria da Agência, as decisões financeiras e contábeis dos clubes podem ser compreendidas pelos incentivos econômicos presentes na teoria desenvolvida por Watts e Zimmerman (1990), a Teoria Contábil Positiva (*Positive Accounting Theory* – PAT). Se a Teoria da Agência explica as relações entre gestores e investidores, a PAT complementa essa compreensão ao analisar como os incentivos econômicos moldam as escolhas contábeis dos clubes.

Desse modo, ao avançar da perspectiva dos conflitos contratuais para a análise dos incentivos informacionais, a PAT amplia o entendimento sobre porque determinados comportamentos se tornam recorrentes no ambiente esportivo. A partir dessa compreensão sobre como incentivos moldam decisões contábeis, torna-se possível conectar essa discussão a evidências internacionais que ilustram os efeitos concretos desses mecanismos em ambientes regulatórios distintos.

No futebol europeu, especificamente na Inglaterra (*Premiere League*), o estudo desenvolvido por Pujiono *et al.* (2023) contribui em contextos de incerteza, onde os clubes de futebol tendem a aplicar o princípio contábil do conservadorismo, que visa reconhecer perdas mais rapidamente que ganhos, conforme o conservadorismo condicional descrito por Basu (1997), como estratégia para reforçar a prudência na elaboração das demonstrações financeiras. Diante do cenário inglês, o estudo conclui que níveis elevados de alavancagem (*leverage*) e sinais de restrição financeira (*financial distress*) levam os clubes de futebol da *Premier League* a adotarem uma postura contábil mais conservadora.

Essa prática está fundamentada na tentativa de reduzir assimetrias de informação e mitigar riscos para credores e investidores, reforçando os mecanismos de regulação implementados pelo *Fair Play Financeiro* (FFP) da UEFA, que consiste em uma tentativa de promover práticas de sustentabilidade financeira, assegurar o equilíbrio competitivo e reduzir o endividamento excessivo. Embora o conservadorismo seja apontado como uma prática

eficiente para reduzir custos de agência, a literatura também indica limitações quanto à sua efetividade em contextos de forte instabilidade financeira, como o dos clubes brasileiros (Basu, 1997; Watts, 2003).

Essas limitações remetem diretamente a fatores econômicos estruturais, como a alavancagem financeira e a dificuldade de honrar obrigações. A alavancagem financeira representa uma estratégia pela qual se busca ampliar os resultados operacionais mediante o uso de capital de terceiros, de modo que os encargos financeiros oriundos desse endividamento influenciam diretamente a relação entre receitas e lucros da organização (Jardim *et al.*, 2019). Embora o uso de capital de terceiros seja uma prática comum e, muitas vezes, essencial para a expansão ou continuidade das operações, a ausência de equilíbrio entre endividamento e capacidade de pagamento pode levar a um cenário de comprometimento financeiro. Ray (2011) indica que a restrição financeira pode ser entendida como uma situação em que a empresa se vê impossibilitada de sustentar suas atividades operacionais em razão da pressão de suas obrigações financeiras. Em geral, esse quadro está associado à predominância do passivo sobre os ativos da empresa ou à impossibilidade de honrar os compromissos financeiros nos prazos estabelecidos.

No Brasil, os clubes de futebol enfrentam altos níveis de endividamento e fragilidade financeira em um ambiente regulatório frequentemente moldado por interesses privados, o que caracteriza um processo de captura regulatória. (Stigler, 1971, Oliveira; Borba; Ferreira, 2018; Rocha; Oliveira; Valdevino, 2020; Granzotto *et al.*, 2022). Essa fragilidade institucional cria incentivos para escolhas contábeis oportunistas, como prevê a Teoria Contábil Positiva, orientadas mais para atender pressões de curto prazo (políticas, esportivas e financeiras) do que para assegurar a sustentabilidade no longo prazo (Watts e Zimmerman, 1990).

Nesse cenário, o conservadorismo contábil emerge como mecanismo contratual relevante, capaz de mitigar a manipulação informacional, proteger credores e investidores e contribuir para uma governança financeira mais responsável. Neste contexto, a questão central do estudo é: De que maneira a alavancagem financeira (*leverage*) e a restrição financeira (*financial distress*) influenciam a adoção do conservadorismo contábil nos clubes de futebol brasileiros, considerando as especificidades institucionais de um ambiente marcado pela captura regulatória e pela coexistência entre modelos associativos e Sociedades Anônimas de Futebol (SAFs)?

O objetivo geral do estudo consiste em analisar de que maneira a alavancagem financeira e a restrição financeira influenciam a adoção do conservadorismo contábil nos clubes

de futebol brasileiros, considerando as especificidades institucionais de um ambiente marcado pela captura regulatória e pela coexistência entre modelos associativos e Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs).

Os objetivos específicos são: i) investigar se a alavancagem financeira está associada à adoção do conservadorismo contábil nos clubes de futebol brasileiros; ii) examinar se a estrutura de governança dos clubes, representada pela distinção entre clubes associativos e Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs), modera a relação entre alavancagem financeira e conservadorismo contábil; iii) verificar se a restrição financeira está associada à adoção do conservadorismo contábil nos clubes de futebol brasileiros; iv) examinar se a estrutura de governança dos clubes, representada pela distinção entre clubes associativos e Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs), modera a relação entre restrição financeira e conservadorismo contábil.

Desenvolver este estudo no contexto do futebol brasileiro representa uma boa oportunidade, tanto do ponto de vista acadêmico, quanto do ponto de vista prático. O cenário do futebol no Brasil, embora semelhante em alguns aspectos ao europeu, possui particularidades institucionais, legais e culturais que justificam um olhar mais aprofundado sobre como os clubes lidam com suas dificuldades financeiras e quais práticas contábeis adotam nesse processo.

À luz das discussões anteriores, a presente pesquisa delimita seu escopo analítico aos clubes de futebol que participaram da primeira divisão do Campeonato Brasileiro no período de 2010 a 2024. A amostra será composta exclusivamente por clubes que apresentarem demonstrações contábeis auditadas e com dados disponíveis de forma contínua e confiável ao longo dos anos analisados. Serão excluídas da análise as entidades que não atenderem a tais critérios, especialmente aquelas com informações inconsistentes, lacunas significativas nos relatórios financeiros ou ausência de auditoria independente.

A abordagem metodológica adotada será de natureza quantitativa, com ênfase em modelos econométricos que permitam mensurar o efeito da alavancagem e da restrição financeira sobre a adoção do conservadorismo contábil. Essa delimitação visa garantir maior rigor empírico e confiabilidade nos resultados obtidos.

Embora este estudo busque oferecer uma análise consistente sobre os determinantes do conservadorismo contábil nos clubes de futebol brasileiros, é importante reconhecer algumas limitações inerentes à pesquisa. A principal delas diz respeito à disponibilidade e qualidade dos dados financeiros divulgados pelos clubes, os quais, em muitos casos, carecem de uniformidade, continuidade e auditoria rigorosa (Dantas; Freitas Neto; Santos, 2024). Essa

limitação restringe a composição da amostra e impacta a comparabilidade entre os clubes ao longo do tempo.

Adicionalmente, a mensuração do conservadorismo contábil apresenta desafios metodológicos, uma vez que se trata de uma prática interpretativa, influenciada por múltiplos fatores institucionais, contratuais e regulatórios (Watts, 2003). Embora proxies consolidadas como *accruals*, *skewness* de lucros (Givoly; Hayn, 2000) e estimadores baseados na regressão de Basu (1997), adaptados ao contexto institucional (Ball; Shivakumar, 2005), sejam amplamente utilizadas, tais métricas não capturam integralmente a complexidade do fenômeno, variando conforme o ambiente regulatório e o período analisado. Isso exige cautela na interpretação dos achados empíricos e reforça a importância de análises críticas e contextualizadas.

Embora o conservadorismo contábil seja amplamente estudado em contextos corporativos tradicionais (Basu, 1997; Watts, 2003; Givoly; Hayn, 2000), sua aplicação em ambientes institucionais híbridos, como o caso dos clubes de futebol brasileiros, que combinam estruturas associativas e SAFs, permanece inexplorado. A literatura internacional apresenta evidências pontuais sobre comportamento contábil em entidades esportivas, com estudos concentrados sobretudo em práticas de gerenciamento de resultados e governança (Dimitropoulos; Leventis; Dedoulis, 2016; Urdaneta *et al.*, 2025), havendo ainda escassez de estudos que abordem diretamente o conservadorismo contábil em clubes de futebol, com exceções pontuais como Pujiono *et al.* (2023).

Assim, diante de temas como risco contratual, alavancagem e *disclosure* tem sido associados ao conservadorismo, a ausência de pesquisas dedicadas a contextos esportivos com arranjos institucionais híbridos, revela uma lacuna científica relevante. Essa lacuna justifica a pertinência acadêmica do presente estudo, ao mesmo tempo em que reforça seu potencial contributivo para a administração esportiva e para os órgãos reguladores, ao oferecer evidências inéditas sobre como diferentes modelos de governança influenciam o comportamento contábil em setores marcados por endividamento, captura regulatória e crescente pressão por transparência. (Oliveira; Borba; Ferreira., 2018; Rocha; Oliveira; Valdevino, 2020; Granzotto *et al.*, 2022; Farias; Werlang; Silva, 2022).

Diante das limitações empíricas e das lacunas ainda existentes na literatura aplicada ao esporte, esta pesquisa busca avançar a compreensão sobre o conservadorismo contábil no contexto do futebol brasileiro, ao examinar como a alavancagem financeira e a restrição financeira se relacionam com as práticas de divulgação contábil em um ambiente marcado por

fragilidades institucionais, endividamento recorrente e coexistência entre clubes associativos e SAFs. Em termos acadêmicos, o estudo contribui para um campo ainda pouco explorado no país, ao tensionar a aplicabilidade de evidências internacionais em um arranjo regulatório distinto, no qual mecanismos formais de disciplina convivem com acomodações políticas e riscos de captura regulatória. Em termos práticos e institucionais, os achados podem oferecer subsídios para o aprimoramento da gestão financeira dos clubes, para o fortalecimento da transparência informacional e para a reflexão sobre os limites e possibilidades das regulações recentes, como o PROFUT e a Lei das SAFs, na promoção de um futebol economicamente mais sustentável e institucionalmente mais sólido.

Além desta introdução, a dissertação está estruturada em quatro capítulos. O Capítulo 2 apresenta o referencial teórico, no qual são discutidos os desafios da sustentabilidade financeira no futebol, a evolução da regulação financeira no contexto europeu e brasileiro, as especificidades dos clubes associativos e das Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs), bem como as bases teóricas que sustentam o estudo, com destaque para a Teoria da Agência, a Teoria Contábil Positiva e a Teoria da Captura Regulatória. Ainda nesse capítulo, são examinados os fundamentos do conservadorismo contábil, da alavancagem e das restrições financeiras, articulando-se a literatura nacional e internacional pertinente ao problema investigado. O Capítulo 3 descreve os aspectos metodológicos da pesquisa, contemplando a definição da amostra, a operacionalização da variável dependente, das variáveis independentes e das variáveis de controle, além da estratégia empírica adotada para a estimação dos modelos. O Capítulo 4 apresenta e analisa os resultados, abrangendo a análise descritiva dos dados, a estimação do modelo principal, os testes de moderação pela estrutura de governança, os testes de robustez e a interpretação crítica dos achados à luz do arcabouço teórico mobilizado. Por fim, o Capítulo 5 reúne as considerações finais, retomando os principais resultados, as contribuições do estudo, suas limitações e as possibilidades para pesquisas futuras.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Desafios da sustentabilidade financeira no Futebol a nível mundial

A ideia central sobre o que define sustentabilidade financeira, gira em torno da capacidade de uma organização manter suas atividades no longo prazo, sem depender exclusivamente de financiamentos ou da ausência de crises. No universo do futebol, essa preocupação ganhou força especialmente a partir dos anos 2000, quando ficou evidente que muitos clubes europeus operavam de forma financeiramente inviável (Andrews; Harrington, 2016). Assim, começa a se consolidar uma percepção de que manter a integridade financeira no futebol exige mais do que boas intenções: exige planejamento, responsabilidade e, talvez o mais difícil no setor, uma certa resistência à imprudência que parece quase intrínseca à gestão do esporte (Morrow, 2014).

Manter um clube de futebol financeiramente saudável é tão essencial quanto conquistar vitórias em campo. A sustentabilidade econômica passou a ser um pilar estratégico diante dos altos custos com contratações, salários e operações, contrastando com receitas muitas vezes instáveis. Logo, se torna crucial adotar práticas de gestão responsáveis, como diversificação de fontes de receita (explorando novas frentes como produtos digitais, patrocínios e parcerias estratégicas) além de um controle rigoroso de gastos e a adoção de princípios de transparência. O cumprimento de regulamentações como o FFP da UEFA surge não apenas como uma exigência formal, mas como um instrumento relevante para coibir desequilíbrios e promover um ambiente competitivo mais equilibrado e sustentável (Öner; Karataş; Öztürk Karataş, 2024).

Os clubes também devem estar atentos com a forma que seus investimentos são realizados, pois, isso dependerá da sua situação no futuro. Öner, Karataş e Öztürk Karataş (2024) nos alerta que é imprescindível que os clubes invistam em suas categorias de base, como uma alternativa financeiramente viável à lógica inflacionada do mercado de transferências. Para os autores, a entrada de investidores e a formação de parcerias estratégicas também são caminhos promissores, desde que acompanhados de uma gestão técnica e ética.

Além disso, o uso de tecnologias e ferramentas digitais, como tokens e ativos virtuais, oferece uma via contemporânea de engajamento com os torcedores e de geração de receitas. Em suma, o clube que deseja manter sua relevância esportiva e econômica a longo prazo deve ser gerido com a seriedade de uma empresa moderna, sem perder de vista o espírito esportivo que o fundamenta.

2.2 O FFP na Europa: Objetivos e Resultados

Com a criação do FFP pela UEFA, surgiu um regulamento importante, que tem como objetivo enfrentar problemas financeiros que, curiosamente, também vemos no Brasil. O FFP foi criado pela UEFA em resposta a uma crescente preocupação com o endividamento excessivo e o desequilíbrio financeiro entre os clubes europeus. Conforme apontado por estudos como os de Ramchandani *et al.* (2023) e Birkhäuser, Kaserer e Urban (2019), o FFP surgiu em um contexto de instabilidade financeira, onde a falta de controle nos gastos com salários e transferências dificultava a sustentabilidade dos clubes.

O principal objetivo do FFP, então, é promover práticas de sustentabilidade financeira, assegurar o equilíbrio competitivo e reduzir o endividamento excessivo. D'Andrea e Masciandaro, (2016) destaca a implementação da regra do “*break-even*” (ponto de equilíbrio), que exige que os clubes não gastem mais do que arrecadam, além de estipular sanções rigorosas para aqueles que não cumprem as normas estabelecidas. Assim, o FFP cria um ambiente de estabilidade econômica no futebol europeu, incentivando práticas de governança responsáveis.

Em outras palavras, os clubes devem operar dentro de seus próprios meios financeiros, reduzindo a dependência de aportes externos ou endividamento excessivo. A UEFA implementou o FFP com “a principal meta de trazer estabilidade financeira ao futebol europeu” (Dunbar; Middleton, 2022), buscando impedir colapsos financeiros e incentivar uma gestão responsável.

Entre os impactos positivos observados com o FFP, destaca-se a redução do endividamento em alguns clubes europeus. De acordo com Birkhäuser, Kaserer e Urban (2019), após a introdução do FFP, muitos clubes conseguiram reorganizar suas finanças e reduzir o montante de dívidas acumuladas, promovendo maior estabilidade no setor. Outro efeito positivo foi o fortalecimento das práticas de governança financeira, já que o FFP exige uma gestão mais transparente e controlada dos clubes, como sugerido por Ramchandani *et al.* (2023). Esse estudo também indica que a regulamentação levou a um foco maior na sustentabilidade de longo prazo, reduzindo investimentos arriscados que poderiam comprometer a saúde financeira dos clubes. De maneira geral, o FFP tem sido visto como um marco regulatório que traz disciplina e organização para o cenário do futebol europeu, ajudando a controlar os gastos excessivos e promover práticas financeiras mais sólidas (Sass, 2016).

No estudo de Alabi e Urquhart (2024) chegou-se à conclusão que o FFP na *Premiere League* (Inglaterra) impactou positivamente a lucratividade dos clubes-alvo da amostra. As evidências sugerem que o aumento da renda relevante (e não a redução das despesas ou de seu crescimento) foi o principal motivo do aumento da lucratividade. Os clubes passaram a gerir melhor suas receitas e despesas após o FFP. Além disso, a venda de jogadores por valores mais altos depois do FFP ajudou esses clubes a cumprir as regras e a melhorar seus lucros.

Segundo Dimitropoulos e Scafarto (2019), a introdução do FFP parece ter provocado mudanças significativas na forma como os clubes de futebol na Itália, organizam suas finanças e estratégias esportivas. Os dados sugerem que, após a implementação do FFP, gastar mais com salários deixou de ser uma garantia de sucesso em campo. Em vez disso, tornou-se mais vantajoso atuar com inteligência no mercado de transferências, ou seja, comprar e vender jogadores de forma estratégica passou a influenciar diretamente o desempenho esportivo e financeiro dos clubes. Além disso, o estudo indica que os clubes estão sendo pressionados a adotar um modelo de gestão eficiente e sustentável, abandonando práticas de alto investimento em busca de resultados imediatos. A formação e venda de jovens talentos surgem como uma solução viável, capaz de equilibrar as finanças sem comprometer o desempenho técnico. Outro ponto relevante é o papel da governança interna: clubes com estruturas mais sólidas de gestão tendem a ter maior controle sobre seus gastos, especialmente com salários.

Embora o FFP não tenha resolvido todos os problemas do futebol europeu, Ramchandani *et al.* (2023) destacam alguns avanços importantes: (1) O FFP ajudou a melhorar a saúde financeira de muitos clubes, principalmente no que diz respeito à solvência, ou seja, à capacidade de pagar as dívidas em dia. Isso representou uma mudança importante num cenário onde era comum ver clubes gastando mais do que podiam para competir; (2) as novas regras da UEFA incentivaram uma maior responsabilidade na gestão dos recursos, com medidas rígidas contra atrasos salariais e exigência de controle frequente das finanças. Isso trouxe estabilidade ao setor, no curto prazo, evitando que clubes se endividassem de forma descontrolada em busca de resultados imediatos.

Apesar dos impactos positivos, o FFP também tem gerado controvérsias e críticas. Um dos principais pontos discutidos é que a regulamentação acaba beneficiando clubes de maior receita, ampliando o domínio dos clubes mais ricos e dificultando a competitividade para clubes menores. Sass (2016) argumenta que o FFP reforça as hierarquias existentes no futebol europeu, dificultando o crescimento de clubes que não possuem grandes receitas. Para Ghio, Ruberti e

Verona (2018), o FFP tem sido criticado por limitar a entrada de capital estrangeiro, o que, para alguns, inibe a diversidade e a expansão de clubes menores.

No estudo de Serrano *et al.* (2023), os autores não encontraram melhoria nas medidas de equilíbrio competitivo após a introdução do regulamento europeu, resultado este, que está alinhado com o estudo de Peeters e Szymanski (2014). Para Serrano *et al.* (2023) a indústria é assimétrica por natureza, apresentando um comportamento geral estacionário. Essa ideia é confirmada com a análise de quebra estrutural realizada. Apenas em algumas ligas, como a espanhola, alemã e francesa, foram observados aumentos no desequilíbrio nos indicadores devido à introdução do FFP, mas esses resultados não são robustos, pois nem todos os indicadores mostram esse resultado. Esses resultados estão em linha com os obtidos por Peeters e Szymanski (2014) que não veem qualquer benefício significativo no equilíbrio competitivo do ponto de vista da competição europeia (interligas), um aspecto já salientado por Sass (2012).

No estudo de Serrano *et al.* (2023) foram examinados o impacto do FFP no equilíbrio competitivo de 17 ligas europeias, entre as temporadas 1992/93 até a temporada 2018/19 e os resultados sugerem que as mudanças introduzidas não tiveram os efeitos desejados e que as desigualdades da indústria continuam aceleradas. As entidades responsáveis pela governança e regulação do futebol europeu enfrentam desafios significativos na busca por equilíbrio competitivo entre os clubes. Nesse cenário, destaca-se especialmente a dificuldade em preservar a sustentabilidade financeira dos clubes menores, que não conseguem usufruir plenamente do crescimento econômico e das receitas geradas pela crescente comercialização do futebol nas últimas três décadas. Os autores ressaltam ainda que as medidas introduzidas pelo FFP, ainda não foram suficientes para produzir os resultados desejados, visto que as desigualdades financeiras entre clubes continuam aumentando.

No estudo de Alabi e Urquhart (2024), a ausência de significância estatística indicou que o FFP não contribuiu para a melhoria da capacidade dos clubes-alvo em quitar suas dívidas, o que corrobora os resultados de Caglio *et al.* (2019) e Plumley, Serbera e Wilson (2020), que também não identificaram avanços no nível de endividamento dos clubes após a adoção do FFP. Ainda segundo Alabi e Urquhart (2024) foram encontrados resultados na *Premiere League* que mostram que o FFP ajudou a melhorar a rentabilidade dos clubes, mas não resultou em uma redução significativa da dívida. Os clubes continuaram investindo pesado em contratações, reinvestindo os lucros em jogadores, em vez de reduzir seus passivos. O endividamento seguiu alto, pois muitos clubes passaram a usar parcelamento em transferências como forma de

financiar compras. O FFP limitou a injeção de capital externo (*financial doping*), mas não impediu o aumento do endividamento estrutural dos clubes.

Apesar de pontuar alguns pontos positivos do FFP, o estudo de Ramchandani *et al.* (2023) também chama atenção para os efeitos colaterais do FFP, principalmente no que se refere ao equilíbrio competitivo. Ao impor limites de gastos, o FFP acabou reforçando a vantagem dos clubes que já eram financeiramente fortes, dificultando a ascensão de times menores. A participação frequente de grandes clubes nas competições da UEFA (especialmente na Liga dos Campeões) garante a esses times prêmios milionários, o que amplia a distância entre eles e os demais. Em ligas com menos vagas para torneios europeus, esse abismo se torna quase impossível de superar. Os autores argumentam que, ao tentar garantir estabilidade financeira, o FFP acabou, em muitos casos, consolidando uma hierarquia rígida entre os clubes, deixando pouco espaço para surpresas e dificultando investimentos que poderiam tornar o cenário mais competitivo.

2.3 Regulação Financeira no Futebol Brasileiro: Histórico e Evolução

O futebol ocupa um lugar central na cultura e na identidade nacional do Brasil. Desde sua popularização nas primeiras décadas do século XX, o esporte transformou-se em uma verdadeira mania nacional, capaz de mobilizar as massas e servir de elemento de coesão social. A paixão pelo futebol enraizou-se profundamente “na alma do povo brasileiro”, a ponto de vitórias e derrotas esportivas afetarem o humor nacional e torcedores se identificarem intensamente com seus clubes e seleção, transcendendo diferenças sociais (Kupper, 2022).

Concomitante a isso, diversas ações do governo brasileiro marcaram a regulamentação do esporte brasileiro, particularmente no futebol, ao buscar modernizar a gestão esportiva e fortalecer a organização de entidades esportivas. Nesse contexto, o Quadro 1 apresenta os principais marcos legais e institucionais promovidos pelo governo brasileiro com foco na regulamentação e modernização do futebol nacional.

Quadro 1 - Evolução legislativa do futebol brasileiro

Leis	Descrição	Efeitos	Referências
Lei nº 8.672/1993 (Lei Zico)	Primeiro marco regulatório moderno do esporte; promove a profissionalização do esporte e estabelece direitos e deveres de clubes e atletas.	Base para reformas futuras; marco inicial da profissionalização do esporte no Brasil.	Rezende e Custódio (2012); Rezende <i>et al.</i> (2008)
Lei nº 9.615/1998 (Lei Pelé)	Reformula a Lei Zico; fortalece a profissionalização e trata do futebol como atividade	Transformação do futebol em mercado competitivo;	Dantas e Boente (2012); Silva,

	econômica; impõe exigências sobre contratos, estatuto e PJ dos clubes.	embrião das exigências de gestão.	Santos e Cunha (2017)
Lei nº 10.672/2003	Revoga a obrigatoriedade da transformação dos clubes em empresas; exige a divulgação das demonstrações contábeis auditadas.	Eleva a exigência por transparência, mas reduz rigidez institucional.	Dantas e Boente (2012); Silva, Santos e Cunha (2017)
Lei nº 13.155/2015 (Lei PROFUT)	Cria o PROFUT; impõe regras de governança (limitação de mandatos, proibição de antecipação de receitas, auditoria, <i>compliance</i>); permite parcelamento das dívidas com a União.	Melhora de receitas, especialmente com ingressos e transmissões; sem grandes impactos relevante na redução das dívidas.	Granzotto <i>et al.</i> (2022); Santana Filho <i>et al.</i> (2019); Siqueira Junior e Oliveira (2018)
Lei nº 14.193/2021 (Lei das SAFs)	Cria o modelo SAF (Clubes-empresa); clubes podem migrar para S.A.; impõe práticas de <i>compliance</i> e auditoria; regime tributário especial; mecanismos de reestruturação de dívidas.	Possibilita reestruturação financeira e melhora da governança; fortalece transparência; atrai investidores.	Dimitri (2020); Abreu (2023)

Fonte: Elaborado pelo autor

Apesar dos avanços proporcionados por legislações como a Lei Pelé, o PROFUT e a Lei das SAFs, os clubes de futebol brasileiros ainda enfrentam desafios significativos em sua governança financeira. Ainda que esse percurso normativo represente um avanço, o desenho regulatório revela uma trajetória predominantemente reativa e fragmentada. As leis surgem, em sua grande maioria, como resposta a crises de endividamento já instaladas, com forte ênfase em programas de refinanciamento e alongamento de dívidas, mais do que na construção de mecanismos consistentes de prevenção e disciplina. A regulação oscila entre o discurso de modernização e a prática de acomodar passivos históricos, o que ajuda a explicar por que a cultura de risco e gasto excessivo encontra espaço para se perpetuar dentro dos clubes (Barbosa *et al.*, 2017; Rocha *et al.*, 2021).

Essa fragilidade normativa pode gerar incentivos ambíguos para o comportamento dos gestores, sobretudo no que se refere à adoção de práticas contábeis conservadoras. Nesse contexto, torna-se pertinente recorrer à Teoria da Agência (Jensen; Meckling, 1976) como marco teórico para compreender os conflitos entre gestores e credores, bem como os mecanismos que podem ser utilizados para mitigar os riscos associados à assimetria informacional e aos custos contratuais, aspectos diretamente relacionados à adoção do conservadorismo contábil nos clubes de futebol (Nascimento *et al.*, 2015).

2.4 Clubes Associativos e Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs)

A organização jurídica dos clubes de futebol no Brasil apresenta dois formatos predominantes. De um lado, estão os clubes associativos, que se estruturam como associações civis sem fins lucrativos, modelo historicamente consolidado. De outro, surgem as Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs), criadas pela Lei nº 14.193/2021, que estabeleceu um regime específico para clubes profissionalizarem sua gestão, captarem investimentos e modernizarem sua governança (Silva, 2025). Essas diferenças institucionais não se limitam ao aspecto jurídico, pois têm repercussões diretas na governança, na *accountability* e na forma como se configuram os incentivos que podem influenciar o nível de conservadorismo contábil.

Os clubes associativos brasileiros, além do futebol, tradicionalmente se dedicam a várias modalidades esportivas e atividades de lazer, o que reforça seu caráter cultural e comunitário. Nesse modelo, a gestão está concentrada nos associados, que mantêm direitos políticos. Niedermeyer e Portela (2024) explicam que a estrutura decisória é baseada em conselhos deliberativos e presidências eleitas para mandatos curtos, o que torna a administração instável e vulnerável financeiramente. Os autores acrescentam que muitos dirigentes não possuem dedicação exclusiva ou formação técnica em gestão, o que contribui para a fragilidade administrativa. Além disso, o modelo enfrenta resistência cultural de sócios e torcedores, que enxergam risco de perda de identidade caso o clube abandone a forma associativa, ao mesmo tempo em que se beneficia de isenções fiscais que desestimulam a mudança de formato.

A Lei nº 14.193/2021 instituiu a SAF como alternativa de reorganização societária voltada ao futebol profissional, estabelecendo exigências específicas de governança. Silva (2025) destaca que esse modelo prevê auditoria independente, práticas de *compliance* e maior transparência, criando um ambiente mais próximo ao mercado empresarial. Hudzinski e Toporoski (2024) ressaltam que a SAF introduz um regime tributário especial e mecanismos de recuperação judicial, permitindo condições mais favoráveis de renegociação de dívidas e alívio financeiro. Aliás, ao retirar a tomada de decisão das mãos de dirigentes amadores, o formato reforça a transparência e a necessidade de auditorias anuais.

A comparação entre clubes associativos e SAFs mostra que os incentivos para o conservadorismo contábil se configuram de forma distinta. No modelo associativo, a lógica político-eleitoral e a ausência de *enforcement* externo reduzem a efetividade da prática conservadora, já que os dirigentes tendem a priorizar resultados esportivos imediatos. Por outro

lado, nas SAFs, a governança corporativa e a presença de investidores externos aumentam a pressão por relatórios transparentes e tempestivos.

Nesse sentido, Hudzinski e Toporoski (2024) enfatizam que, embora a transformação não elimine riscos de má gestão, altera de maneira significativa a estrutura de incentivos, ao vincular os administradores a padrões de mercado mais rigorosos. O Quadro 2 apresenta um comparativo entre o Clube Associativo e SAF.

Quadro 2- Comparativo entre Clube Associativo e SAF

Aspecto	Clube Associativo	SAF
Natureza Jurídica	Associação civil sem fins lucrativos	Sociedade empresária regida pela Lei das S.A. e Lei 14.193/2021
Governança	Conselhos eleitos, mandatos curtos e forte influência política	Estrutura corporativa com acionistas e conselho de administração
Accountability	Baixa exigência de auditoria e transparência limitada	Auditoria independente, <i>compliance</i> e transparência obrigatória
Financiamento	Receitas instáveis e acúmulo de dívidas	Captação via mercado de capitais, debêntures-fut e regime tributário especial
Incentivos Contábeis	Prioridade a resultados esportivos de curto prazo	Pressão de investidores e necessidade de credibilidade
Impacto Esperado no Conservadorismo	Tendência a práticas oportunistas e menor efetividade do conservadorismo	Incentivo à prudência contábil e reconhecimento tempestivo de perdas

Fonte: Elaborado pelo autor

A distinção entre clubes associativos e SAFs revela que não se trata apenas de diferença formal de natureza jurídica. Os clubes associativos permanecem enraizados em práticas político-eleitorais, isenções fiscais e estruturas frágeis de governança, que favorecem endividamento e reduzem a efetividade do conservadorismo contábil. Já as SAFs operam em ambiente regulatório mais rigoroso, com exigências de transparência, auditoria e governança corporativa, o que fortalece a *accountability* e cria incentivos à prudência nas práticas contábeis. Essa diferença institucional é crucial para compreender como fatores como alavancagem e restrição financeira se relacionam com a adoção do conservadorismo contábil, motivo pelo qual a estrutura de governança é tratada como variável estratégica na análise empírica desenvolvida.

2.5 Desafios na Sustentabilidade e Governança Financeira dos Clubes Brasileiros

O cenário atual de governança financeira nos clubes brasileiros evidencia desafios estruturais, elevados níveis de endividamento e uma cultura de gastos orientada ao curto prazo, fatores que comprometem a sustentabilidade financeira de longo prazo (Warrener, 2021). A

literatura aponta que tais práticas estão associadas à baixa transparência, à inconsistência nos processos decisórios e à predominância de interesses pessoais ou políticos nas administrações, elementos que dificultam a consolidação de modelos de gestão financeiramente responsáveis. Nesse contexto, estudos como o de Carvalho e Carvalho (2020) identificam uma correlação entre fragilidades na gestão financeira e desempenho esportivo inferior, ainda que essa relação deva ser interpretada com cautela, dada a influência de fatores econômicos e competitivos exógenos.

A sustentabilidade financeira dos clubes de futebol brasileiros, configura-se como uma questão complexa e desafiadora, amplamente discutida (Rocha; Oliveira; Valdevino, 2020; Granzotto *et al.*, 2022; Sacramento, 2023). Historicamente, clubes como Atlético-MG, Bahia, Botafogo-RJ, Cruzeiro, Santos e Vasco enfrentam elevados níveis de endividamento, associados a práticas de gestão marcadas por baixa transparência e por uma cultura de gastos excessivos voltados à obtenção imediata de resultados esportivos (Rocha; Oliveira; Valdevino, 2020; Granzotto *et al.*, 2022). A recorrência desses padrões sugere que o problema extrapola decisões pontuais, refletindo fragilidades estruturais do modelo de governança adotado no futebol brasileiro.

Mesmo diante da implementação de instrumentos regulatórios como o PROFUT, os clubes continuam a apresentar dificuldades para alcançar uma gestão financeira saudável e estável. Rocha, Oliveira e Valdevino (2020) observam que tais programas não foram suficientes para alterar de forma substantiva a trajetória de endividamento, enquanto Granzotto *et al.* (2022) apontam que o impacto do PROFUT sobre o endividamento estrutural foi limitado. Esses achados indicam que a governança financeira no futebol brasileiro ainda carece de mecanismos de controle e de incentivos alinhados à sustentabilidade de longo prazo.

No que se refere aos impactos econômicos e competitivos, evidências sugerem que clubes financeiramente mais estruturados tendem a apresentar vantagens competitivas. Duarte *et al.* (2023) demonstra que a organização financeira está associada a melhores condições de desempenho esportivo, ao passo que Rezende e Dalmácio (2015) destacam que a ausência de práticas eficazes de gestão e de instrumentos adequados de controle contribui para a delicada conjuntura econômico-financeira dos clubes brasileiros. Ainda assim, tais relações devem ser analisadas com cautela, uma vez que o desempenho esportivo também depende de fatores como assimetrias orçamentárias, choques macroeconômicos e volatilidade das receitas.

Análises do desempenho econômico-financeiro e esportivo reforçam que clubes com altos níveis de endividamento enfrentam maiores dificuldades para alcançar resultados

esportivos consistentes, o que evidencia a importância de um rigoroso controle financeiro (Farias; Werlang; Silva, 2022). Benin (2017) complementa esse argumento ao sugerir que práticas financeiras desordenadas comprometem a eficiência e a sustentabilidade dos clubes, reforçando a necessidade de regulamentações que limitem gastos e incentivem uma administração mais responsável. Contudo, a persistência desses problemas sugere que a simples existência de normas não garante sua efetividade.

Embora muitos clubes tenham modernizado sua infraestrutura e ampliado a arrecadação, a gestão empresarial não evoluiu na mesma proporção, resultando em déficits contínuos e investimentos elevados em contratações, frequentemente motivados por ambições esportivas e políticas dissociadas da realidade financeira (Farias; Werlang; Silva, 2022). Dados recentes reforçam esse diagnóstico: segundo o 15º Relatório Convocados (2024), a dívida total dos clubes da Série A, saltou de R\$ 7,81 bilhões em 2019 para R\$ 11,73 bilhões em 2023, ao mesmo tempo em que a capacidade de geração de caixa, medida pelo EBITDA, vem diminuindo desde 2021.

Essa fragilidade é agravada por um ambiente de receitas voláteis e de difícil previsibilidade, que compromete o planejamento de longo prazo. A diversificação das fontes de receita permanece um desafio recorrente, dado que muitos clubes dependem fortemente de direitos de transmissão e bilheteria, explorando de forma ainda incipiente ativos como estádios e arenas modernas (Minatto; Oliveira; Borba, 2024). Soma-se a isso o fato de que o desempenho esportivo influencia diretamente a geração de caixa, criando um ciclo delicado no qual a necessidade de investir para competir amplia as pressões financeiras e, quando não acompanhada de resultados consistentes, contribui para déficits e desequilíbrios estruturais (Marçal; Rengel; Monteiro, 2021).

Outro dilema recorrente refere-se à dependência da venda de jogadores como mecanismo de alívio financeiro. Embora a comercialização de atletas represente uma entrada relevante de recursos e ocupe posição central na lógica contábil do futebol (Silva, 2013), evidências indicam que a dependência excessiva dessa estratégia é vulnerável e insuficiente para garantir sustentabilidade de longo prazo, sobretudo em contextos de elevado endividamento, que deteriora a eficiência e a produtividade dos clubes (Dantas; Freitas Neto; Santos, 2024). A utilização limitada de estádios e arenas como ativos multifuncionais de geração de receita reforça essa fragilidade.

Reflexões sobre estratégias de internacionalização sugerem que a valorização de ativos físicos e de marca pode atuar como catalisador de novas fontes de receita (Kogut; Carvalho,

2023). Contudo, quando analisadas em conjunto, fragilidades como receitas instáveis, patrocínios incertos, bilheteria insuficientes e dependência de transferências de atletas ajudam a explicar a recorrência das crises financeiras no futebol brasileiro (Minatto; Oliveira; Borba, 2024; Dantas; Freitas Neto; Santos, 2024). Esse quadro está inserido em um contexto econômico global no qual o futebol brasileiro ocupa posição periférica, caracterizada pela exportação de talentos e por assimetrias significativas em relação aos grandes mercados europeus, o que restringe o leque de escolhas estratégicas disponíveis aos clubes.

Do ponto de vista regulatório, a sustentabilidade financeira é frequentemente comprometida pela ausência de uma estrutura institucional capaz de assegurar práticas rigorosas de controle financeiro. Firmino (2023) argumenta que, apesar de avanços como a Lei Pelé e o PROFUT, o futebol brasileiro ainda enfrenta desafios significativos para reduzir a desigualdade em relação ao cenário europeu. A adaptação de mecanismos como o FFP ao contexto nacional, aliada a políticas de ampliação de receitas, pode representar um caminho possível, embora limitado por fatores institucionais, políticos e regionais, como a histórica concentração de recursos nos clubes do Sul e Sudeste e a persistência de modelos de gestão amadores.

Nesse sentido, a dependência de receitas instáveis e a fragilidade dos mecanismos de fiscalização reforçam a necessidade de adaptação, e não de simples replicação, de modelos regulatórios externos. Mesmo com instrumentos como o PROFUT, muitos clubes permanecem incapazes de se sustentar com recursos próprios, mantendo-se dependentes de captação de recursos de terceiros ou de incentivos governamentais (Oliveira; Borba; Ferreira, 2018). Evidências sugerem que modelos de governança adaptados às especificidades institucionais podem ampliar a eficácia das regulamentações financeiras (Luz *et al.*, 2023), ao passo que a adaptação das regras é fundamental para promover práticas sustentáveis sem inibir o crescimento dos clubes menores (Ghio; Ruberti; Verona, 2018).

À luz desse ambiente marcado por volatilidade, endividamento e fragilidade institucional, torna-se pertinente discutir em que medida práticas contábeis, como o conservadorismo, podem ser interpretadas não apenas como escolhas técnicas, mas como respostas defensivas a um contexto adverso. Com o intuito de contextualizar as iniciativas regulatórias no futebol brasileiro em relação ao modelo europeu, apresenta-se, a seguir, um quadro comparativo entre o FFP da UEFA e os dois principais instrumentos normativos nacionais (o PROFUT e a Lei das SAFs), com foco nas semelhanças e diferenças quanto ao escopo normativo, mecanismos de fiscalização, exigências de governança e sanções aplicáveis.

Quadro 3 – *Fair Play* Financeiro UEFA, PROFUT e SAF: Resumo das Similaridades e Diferenças

Característica	UEFA / <i>Fair Play</i> Financeiro (Europa)	PROFUT (Brasil)	SAF (Brasil)
Objetivo/Foco Principal	Sustentabilidade financeira dos clubes.	Equilíbrio fiscal e transparência em troca do parcelamento das dívidas com a União.	Reestruturação societária, atração de investimento e profissionalização da governança.
Abrangência	Clubes que participam de competições europeias.	Clubes que aderiram ao programa e possuem dívida ativa com a União.	Clubes que optam por se transformar em Sociedades Anônimas do Futebol.
Exigências	Regra do <i>break-even</i> , limitação de <i>déficits</i> , <i>fair value</i> , controle de gastos com transferências.	Publicação auditada das DFs, limite de mandatos, proibição de antecipação de receitas futuras, auditoria independente.	<i>Compliance</i> , auditoria, prestação de contas, regime tributário especial, recuperação de dívidas.
Fiscalização	UEFA <i>Club Financial Control Body</i> (CFCB).	Receita Federal e Ministério do Esporte.	Junta administrativa da SAF, investidores e fiscalização tributária.
Sanções	Multas, exclusão de competições, restrições de registro de jogadores.	Perda do parcelamento; inscrição em cadastros restritivos.	Ações judiciais, bloqueio de receitas, intervenção administrativa ou dissolução.
Críticas e Limitações	Contornos flexíveis; leniência com grandes clubes.	Baixa efetividade na redução das dívidas; resultados limitados na melhoria da governança.	Judicialização possível; uso político do modelo; desafios na transição de gestão.

Fonte: Elaborado pelo autor

Essa comparação permite não apenas compreender o estágio atual da regulação financeira no futebol brasileiro, como também fundamentar as análises posteriores sobre os incentivos institucionais à adoção do conservadorismo contábil, conforme delineado pelas abordagens teóricas que se seguirão.

2.6 Teorias de Sustentação

A análise do conservadorismo contábil em clubes de futebol brasileiros exige um arcabouço teórico capaz de explicar, simultaneamente, os conflitos de interesse entre gestores e *stakeholders*, os incentivos que moldam as escolhas contábeis e o papel do ambiente institucional na conformação dessas práticas. Nesse sentido, três perspectivas teóricas se destacam como fundamentais para sustentar a presente pesquisa: a Teoria da Agência, a Teoria Contábil Positiva e a Teoria da Captura Regulatória.

A Teoria da Agência, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), fornece os elementos necessários para compreender como a separação entre propriedade e controle gera conflitos decorrentes da assimetria de informação e como os mecanismos de governança podem atuar na mitigação de custos de agência. No contexto do futebol brasileiro, marcado por estruturas associativas e por forte autonomia dos gestores, esses conflitos tornam-se particularmente relevantes para interpretar práticas de gestão e divulgação contábil (Rezende; Dalmácio, 2015; Maia *et al.*, 2018).

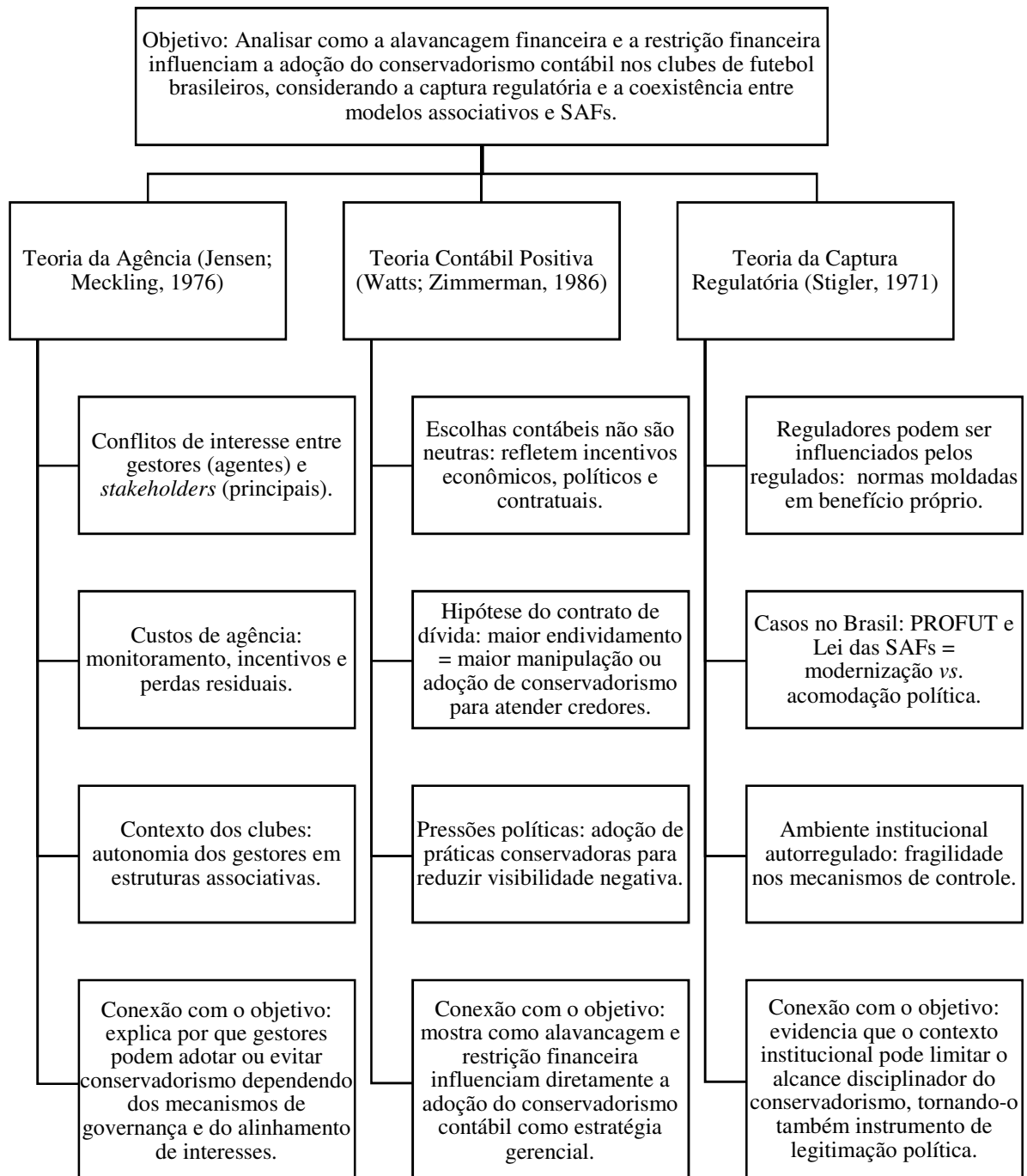
Complementarmente, a Teoria Contábil Positiva (PAT), proposta por Watts e Zimmerman (1986), busca explicar e prever as escolhas contábeis dos agentes, destacando como incentivos contratuais, pressões políticas e restrições financeiras influenciam a adoção de determinadas práticas. A PAT é central para a presente investigação, pois permite compreender como clubes endividados ou sob restrição financeira podem ajustar suas políticas contábeis de forma a atender interesses específicos, seja por meio de gerenciamento de resultados ou pela adoção do conservadorismo contábil (Nascimento *et al.*, 2015; Dantas; Freitas Neto; Santos, 2024; Pujiono *et al.*, 2023).

Por fim, a TCR, proposta por Stigler (1971), amplia a análise ao considerar como o ambiente institucional e normativo pode ser influenciado pelos próprios regulados, enfraquecendo os objetivos originais de disciplina e transparência. No caso brasileiro, programas como o PROFUT e a Lei das SAFs revelam a dualidade entre iniciativas voltadas à modernização e práticas de acomodação política, indicando que as escolhas contábeis dos clubes também estão inseridas em um contexto regulatório suscetível à captura (Esteche Filho, 2020; Andrade Júnior; Ferreira; Piva, 2019).

Assim, a articulação dessas três teorias possibilita uma interpretação abrangente: enquanto a Teoria da Agência explica os conflitos internos de interesse, a Teoria Contábil Positiva evidencia como tais conflitos se materializam em escolhas contábeis, e a TCR demonstra como o ambiente institucional molda e, em certos casos, limita o alcance disciplinador do conservadorismo contábil. Juntas, essas perspectivas oferecem um suporte teórico para analisar a relação entre alavancagem financeira, restrição financeira e práticas contábeis nos clubes de futebol brasileiros.

A figura 1 apresenta um mapa conceitual que integra o objetivo da pesquisa às teorias de sustentação adotadas.

Figura 1- Estrutura Conceitual: Objetivo e Teorias de Base



Fonte: Elaborado pelo autor

2.6.1 Teoria da Agência

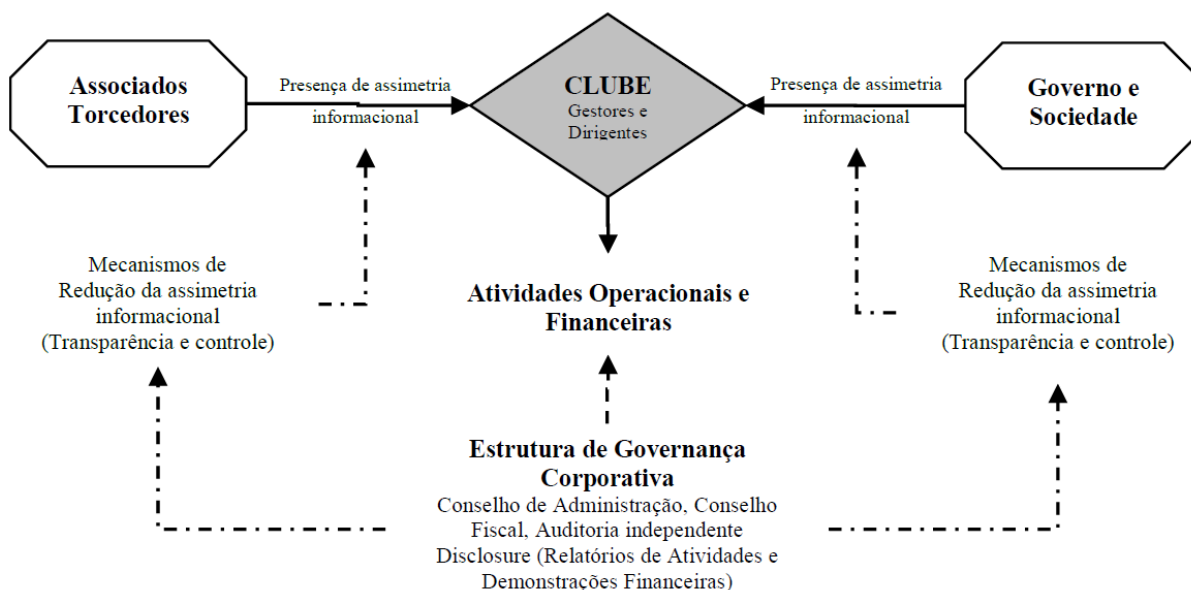
A Teoria da Firma de Jensen e Meckling (1976), integra elementos da Teoria da Agência, da Teoria dos Direitos de Propriedade e da Teoria das Finanças para desenvolver uma Teoria da Estrutura de Propriedade da Firma. A Teoria define o conceito de custos de agência, que surgem de relações de agência, definidas como contratos nos quais um ou mais indivíduos (os principais) contratam outro indivíduo (o agente) para realizar algum serviço em seu nome, delegando alguma autoridade de tomada de decisão ao agente.

Esses custos de agência incluem os gastos de monitoramento pelo principal, os gastos de garantia (*bonding*) pelo agente e a perda residual, que é a redução no bem-estar do principal devido a decisões do agente que não maximizam o bem-estar do principal. A existência de custos de agência influencia as decisões de financiamento e investimento da firma e, consequentemente, sua estrutura de propriedade (Jensen; Meckling, 1976).

Esses conflitos ocorrem, principalmente, pela assimetria de informação, em que o agente possui mais conhecimento sobre suas ações e intenções do que o principal. Diante disso, os custos de agência (que incluem mecanismos de monitoramento, contratos e incentivos), são utilizados para alinhar os interesses entre as partes. Em instituições como clubes de futebol, tais conflitos também se manifestam, especialmente quando os gestores têm autonomia para tomar decisões financeiras ou operacionais sem controle direto dos *stakeholders* (Rezende; Dalmácio, 2015).

Nesse ponto, torna-se relevante observar que, na indústria do futebol, os resultados costumam ser avaliados com base no desempenho do clube ao longo da temporada em curso. Essa ótica leva os gestores a realizarem investimentos elevados para alcançar metas esportivas imediatas. No entanto, do ponto de vista estratégico, o mais importante é assegurar que o clube mantenha sua capacidade de gerar benefícios sustentáveis ao longo do tempo, evitando que os altos gastos atuais resultem em custos de agência que possam comprometer o valor da organização no futuro (Dimitropoulos Leventis; Dedoulis, 2016). Essa dinâmica reforça a conexão entre incentivos de curto prazo, oportunismo gerencial e a necessidade de mecanismos de governança para mitigar comportamentos inconsistentes com a maximização do valor organizacional.

Figura 2- Teoria da Agência dentro dos Clubes de Futebol



Fonte: Rezende e Dalmácio (2015)

As setas contínuas representam potenciais pontos de conflito entre principal e agente, especialmente nas esferas operacionais e financeiras, áreas sob responsabilidade dos gestores, que atuam em nome dos associados, sócios e demais *stakeholders*. Já as setas tracejadas indicam não apenas os espaços em que esses conflitos tendem a emergir (isto é, nas atividades operacionais e financeiras), mas também os instrumentos que podem ser mobilizados pelos principais com o objetivo de mitigar a assimetria informacional (Rezende; Dalmácio, 2015).

No Brasil, a maior parte dos clubes de futebol ainda mantém o modelo de clubes associativos, onde o conflito de agência não se configura nos moldes tradicionais entre acionistas e gestores, ou entre os próprios acionistas, pois não há uma estrutura de propriedade claramente estabelecida. O número de partes interessadas na permanência e no sucesso do clube (como é o caso dos torcedores) é expressivamente mais amplo (Silva; Las Casas, 2018). Essa dispersão de interesses acentua a assimetria informacional e reduz a efetividade dos mecanismos tradicionais de monitoramento, tornando o contexto associativo particularmente propenso a práticas oportunistas.

Os efeitos gerados pelos custos de agência nos clubes de futebol tendem a criar um desequilíbrio entre as despesas dos clubes e as conquistas ou resultados efetivamente obtidos. Tal cenário mostra a necessidade de uma regulamentação ou de mecanismos de controle capazes de impor limites aos gastos por temporada, assegurando que os compromissos financeiros do clube sejam cumpridos de maneira responsável (Pujiono *et al.*, 2023). Assim, as

imperfeições estruturais dos clubes associativos reforçam a relevância da Teoria da Agência para interpretar os incentivos que moldam o comportamento dos gestores.

A aplicação dessa teoria em contextos associativos, como no caso do futebol brasileiro permite analisar como os gestores podem adotar práticas oportunistas, inclusive distorcendo informações contábeis, caso não existam mecanismos eficazes de governança e transparência (Rezende; Dalmácio, 2015). Assim, a Teoria da Agência oferece um arcabouço teórico relevante para compreender a importância do controle institucional, da divulgação de informações e da adoção de boas práticas contábeis e gerenciais para minimizar os custos de agência (Maia *et al.*, 2018).

No contexto da Teoria da Agência aplicada ao futebol, o estudo de Sánchez, Barajas e Sánchez-Fernández (2017) representa uma contribuição significativa ao investigar, em clubes europeus, os impactos da estrutura de propriedade sobre o desempenho organizacional, com foco nos conflitos entre proprietários e gestores. Os resultados indicaram que clubes organizados como associações de membros (com propriedade dispersa e sem controle de grandes investidores) apresentaram desempenho esportivo e financeiro superior em comparação aos clubes controlados por investidores. Isso sugere que estruturas que reduzem a interferência direta dos proprietários podem mitigar conflitos de agência e favorecer uma gestão mais equilibrada entre objetivos financeiros e esportivos.

O estudo de Rezende e Dalmácio (2015) contribui de forma relevante ao evidenciar como práticas de governança corporativa atuam como mecanismos de alinhamento entre os interesses de gestores e proprietários em clubes de futebol. Os autores desenvolveram um índice de governança baseado nas diretrizes do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e avaliaram sua relação com os indicadores de desempenho esportivo e financeiro de clubes brasileiros. A pesquisa demonstra que clubes com maior aderência a práticas como transparência nas demonstrações contábeis, existência de conselhos deliberativos, respeito aos direitos dos sócios, controle de conflitos de interesse e ações de responsabilidade social tendem a apresentar resultados superiores. Esses achados corroboram a premissa central da Teoria da Agência, ao indicar que a implementação de mecanismos de governança reduz assimetrias de informação e oportunismo gerencial, promovendo maior eficiência na gestão e melhor desempenho organizacional, mesmo em um contexto no qual o nível médio de governança dos clubes ainda se mostra limitado.

Nesse sentido, embora amplamente adotada, a Teoria da Agência tem sido objeto de críticas importantes, especialmente no que se refere à rigidez de suas premissas econômicas.

Zogning (2017) observa que a teoria assume, de forma excessivamente simplificada, que indivíduos e organizações são motivados primordialmente por ganhos financeiros, negligenciando dimensões sociais, culturais e institucionais que influenciam o comportamento humano. Essa limitação torna-se ainda mais evidente quando aplicada a organizações complexas, nas quais relações de poder, racionalidade limitada e dinâmicas informais desempenham papel central. Nessa direção, Lourenço e Sauerbronn (2017) argumentam que, ao privilegiar soluções ótimas e modelagens formais, a teoria não captura adequadamente elementos como confiança, negociação simbólica e formas alternativas de controle que emergem nas práticas organizacionais.

Limitações adicionais surgem quando a teoria é aplicada a contextos em que a estrutura de propriedade é difusa ou quando múltiplos *stakeholders* exercem influência no processo decisório. Yan e Hyman (2024) destacam que a formulação tradicional da teoria subestima o papel das instituições, das normas sociais e dos laços de confiança na mitigação dos conflitos entre principal e agente, reduzindo a análise a um enfoque estritamente contratual. De forma complementar, Lourenço e Sauerbronn (2017) salientam que as aplicações positivistas da teoria tratam assimetria informacional, incentivos e oportunismo como elementos estáticos, ignorando que interesses e comportamentos são dinâmicos e socialmente condicionados. Assim, embora a Teoria da Agência forneça um arcabouço relevante, sua utilização isolada pode oferecer explicações parciais, especialmente em ambientes complexos como o futebol brasileiro, exigindo abordagens complementares para captar a natureza multidimensional das relações de governança.

2.6.2 Teoria Contábil Positiva

A Teoria Contábil Positiva (PAT – *Positive Accounting Theory*), desenvolvida principalmente por Watts e Zimmerman (1986), busca explicar e prever o comportamento dos agentes envolvidos no processo contábil, especialmente no que tange à escolha entre diferentes métodos contábeis. Diferente das abordagens normativas, que dizem como a contabilidade deveria ser, a PAT se propõe a analisar como a contabilidade é realmente utilizada pelas organizações. Essa teoria parte do pressuposto de que a escolha das práticas contábeis não é neutra, mas sim influenciada por interesses econômicos, políticos e contratuais dos gestores. As decisões contábeis, portanto, não se baseiam apenas em critérios técnicos, mas refletem incentivos e estratégias voltadas à maximização dos benefícios dos agentes envolvidos.

Três hipóteses fundamentais estruturam a PAT: a hipótese do bônus, que sugere que os gestores escolhem práticas contábeis que aumentam os lucros quando suas remunerações estão atreladas ao desempenho contábil; a hipótese do custo político, segundo a qual empresas com maior visibilidade adotam práticas conservadoras para evitar regulamentações; e a hipótese da dívida ou também conhecida como a hipótese do contrato de dívida (*the debt covenant hypothesis*) que afirma que as firmas que apresentam alto grau de endividamento tem maiores incentivos a gerenciar os resultados, com práticas que aumentem os lucros, a fim de atender cláusulas contratuais (Nascimento *et al.*, 2015).

As investigações relacionadas ao momento das decisões contábeis costumam focalizar episódios cruciais na trajetória das organizações. De forma recorrente, os achados indicam que tais decisões tendem a ocorrer com mais frequência em períodos que antecedem a abertura de capital (IPO), em cenários de iminente insolvência, em contextos de estresse financeiro severo ou diante de obstáculos para alcançar as projeções feitas por analistas e investidores (Silva Sancovschi e Santos, 2019).

O estudo de Nascimento *et al.* (2015) oferece evidências empíricas de que as escolhas contábeis dos gestores em clubes de futebol não são neutras, mas influenciadas por incentivos contratuais e pressões econômicas, especialmente no contexto do endividamento. Ao analisar o comportamento contábil de clubes brasileiros entre 2007 e 2012, os autores observaram que entidades com níveis mais elevados de dívida tendem a adotar práticas menos conservadoras, particularmente no reconhecimento de ativos. Tal conduta alinha-se à hipótese do endividamento, segundo a qual gestores agem estrategicamente para evitar violações de cláusulas contratuais, como *covenants* de dívida, por meio de ajustes contábeis que suavizam a situação patrimonial e retardam o reconhecimento de perdas. Os resultados reforçam o caráter explicativo da PAT ao demonstrar que a contabilidade é utilizada como instrumento para maximizar utilidade gerencial em contextos de restrição financeira, mesmo que isso comprometa a qualidade da informação contábil divulgada.

Já o estudo de Dantas, Freitas Neto e Santos (2024) aprofunda a discussão ao analisar como alterações institucionais (especificamente a implementação do PROFUT) influenciam o comportamento contábil dos gestores. Aplicando o modelo de Jones Modificado (Dechow; Sloan; Sweeney, 1995) para mensurar os *accruals* discricionários em 19 clubes de futebol brasileiros no período de 2012 a 2020, os autores identificaram uma redução significativa no gerenciamento de resultados após a adesão ao programa. Esse achado sugere que a introdução de obrigações legais e financeiras mais rígidas, atreladas à permanência no PROFUT,

modificou os incentivos previamente existentes, inibindo práticas contábeis oportunistas. Do ponto de vista da PAT, esse resultado reforça a hipótese de que os agentes respondem racionalmente às estruturas de incentivos e restrições contratuais: quando os custos esperados da manipulação contábil aumentam (devido à maior vigilância ou risco de penalização) a tendência é que os gestores ajustem seu comportamento em direção a práticas mais conservadoras e transparentes. Dessa forma, o estudo corrobora a ideia de que normas regulatórias e mecanismos de *enforcement* eficazes podem limitar o comportamento oportunista previsto pela PAT, promovendo maior qualidade na informação contábil divulgada aos *stakeholders*.

O estudo de Urdaneta *et al.* (2025), conduzido no contexto da *LaLiga* (Liga Espanhola de Futebol) sob as regras de controle econômico da UEFA e da Liga Espanhola, oferece evidências em favor da PAT. Os autores identificaram que clubes da 1ª divisão, especialmente os menores, recorreram ao gerenciamento de resultados por meio do reconhecimento agressivo de ativos intangíveis, como forma de ajustar temporariamente seus demonstrativos financeiros. A relação positiva entre endividamento e manipulação contábil observada no estudo confirma a hipótese do endividamento da PAT, segundo a qual gestores ajustam informações financeiras para evitar sanções contratuais. Por outro lado, não foi encontrada relação entre lucratividade e gerenciamento, o que os autores atribuem à ausência de incentivos relacionados a bônus ou distribuição de lucros no futebol espanhol. O estudo reforça que pressões contratuais e regulatórias (mais do que incentivos monetários) explicam as escolhas contábeis oportunistas, conforme previsto pela PAT.

De forma complementar, Pujiono *et al.* (2023) analisaram os clubes da *Premier League* Inglesa e identificaram uma dinâmica distinta, mas igualmente compatível com as previsões da Teoria Contábil Positiva. Ao investigarem a relação entre alavancagem financeira, risco de insolvência e conservadorismo contábil, os autores observaram que clubes com maior endividamento e sob maior pressão financeira tendem a adotar práticas mais conservadoras, reconhecendo perdas com maior tempestividade e sendo mais cautelosos no registro de ganhos. Essa mudança no comportamento contábil reflete uma resposta estratégica dos gestores às exigências dos credores, que passam a exercer maior monitoramento diante da elevação do risco.

Assim, enquanto o estudo de Urdaneta *et al.* (2025) evidenciou o uso de práticas agressivas de reconhecimento contábil como resposta às restrições regulatórias, o trabalho de Pujiono *et al.* (2023) mostra que, sob forte supervisão contratual e risco de inadimplência, os

gestores podem adotar estratégias conservadoras para reduzir a assimetria informacional e preservar a confiança dos *stakeholders*. Ambos os estudos reforçam o princípio central da PAT de que as escolhas contábeis dos agentes são moldadas pelos incentivos e restrições impostos pelos contratos e pelo ambiente institucional em que operam.

No caso de clubes de futebol, a PAT pode ser útil para entender, por exemplo, a adoção do conservadorismo contábil como forma de reduzir a exposição ao risco regulatório ou justificar decisões financeiras perante órgãos fiscalizadores. A teoria também pode permitir a interpretação de como diferentes incentivos moldam o comportamento contábil, contribuindo para a compreensão das escolhas dos gestores em ambientes com múltiplas pressões institucionais.

A despeito de sua contribuição para explicar incentivos e escolhas contábeis, a PAT apresenta limitações, apontadas na literatura. No campo epistemológico, Christenson (1983) critica isoladamente a pretensão de neutralidade da teoria, argumentando que a PAT não é isenta de julgamentos de valor, pois a seleção dos fenômenos investigados já envolve escolhas normativas do pesquisador. Em outra frente, Deegan (2014) aponta que a PAT adota uma visão excessivamente reducionista do comportamento humano, limitada à lógica de maximização individual derivada da economia neoclássica, deixando de capturar influências institucionais, sociais e políticas que moldam a contabilidade. Por fim, Sterling (1990) critica de forma direta a utilidade prática da PAT ao afirmar que ela não oferece meios para aperfeiçoar a contabilidade, operando apenas como uma teoria descritiva que não avança para proposições normativas.

Em conjunto, essas críticas evidenciam que, embora a PAT seja um referencial importante para entender incentivos e conflitos de agência, ela não abrange toda a complexidade do fenômeno contábil e deve ser utilizada com cautela e em diálogo com outras abordagens teóricas.

2.6.3 Teoria da Captura Regulatória

A Teoria da Captura Regulatória (TCR), desenvolvida por Stigler (1971), parte da premissa de que agentes regulados podem influenciar os reguladores de modo a moldar normas em benefício próprio, enfraquecendo os objetivos originais de disciplina e controle. Essa abordagem teórica é particularmente útil para compreender o ambiente institucional do futebol brasileiro, em que a fragilidade regulatória e a permeabilidade a acomodações políticas

permitem que instrumentos concebidos para assegurar transparência e sustentabilidade sejam reinterpretados como mecanismos de alívio a pressões financeiras imediatas (Esteche Filho, 2020; Fonseca, 2018). Nesse cenário, normas que deveriam impor limites acabam, muitas vezes, reforçando práticas de gestão oportunistas e de perpetuação do endividamento, como evidenciam os resultados de Andrade Júnior, Ferreira e Piva (2019), ao analisarem que programas de refinanciamento e renegociação de dívidas não produziram mudanças estruturais na governança financeira dos clubes.

No caso brasileiro, a literatura aponta o PROFUT como um exemplo de captura regulatória. Segundo Esteche Filho (2020), o programa assumiu caráter extrafiscal ao oferecer condições generosas de refinanciamento a entidades com histórico de inadimplência, favorecendo acomodações políticas em detrimento da disciplina financeira. Em sentido complementar, Andrade Júnior, Ferreira e Piva (2019) identificaram que a adesão ao PROFUT esteve associada ao aumento do endividamento em diversos clubes, sugerindo que o programa não foi capaz de alterar práticas estruturais de má gestão.

Por outro lado, Siqueira Júnior e Oliveira (2018) ressaltaram que o PROFUT contribuiu para o superávit coletivo dos principais clubes em 2015, evidenciando que, embora limitado no médio e longo prazo, o programa gerou efeitos positivos imediatos sobre o resultado agregado das entidades aderentes. Tais evidências revelam um quadro ambíguo, em que medidas regulatórias se mostram capazes de oferecer alívio conjuntural, mas insuficientes para romper o ciclo de endividamento e oportunismo.

Além da dimensão legal e institucional, os efeitos da captura regulatória também se refletem nos indicadores econômico-financeiros dos clubes. Minatto, Oliveira e Borba (2024) destacam a elevada dependência de receitas instáveis, como direitos de transmissão e bilheteria, o que aumenta a vulnerabilidade das entidades a ciclos de caixa irregulares e amplia a pressão por medidas de socorro governamental. Em linha semelhante, Dantas, Freitas Neto e Santos (2024) identificaram que níveis elevados de endividamento comprometem tanto a eficiência financeira quanto a esportiva, reforçando que reformas regulatórias implementadas até aqui não foram capazes de romper os ciclos de ineficiência. Nesse contexto, medidas apresentadas como instrumentos de profissionalização e sustentabilidade acabam, muitas vezes, funcionando como dispositivos de legitimação de práticas de gestão que mantêm a fragilidade estrutural do setor.

A dinâmica da autorregulação no esporte brasileiro amplia esse risco. Fonseca (2018) demonstra que o modelo vigente é caracterizado por uma governança de natureza autorregulatória, na qual entidades esportivas detêm poder normativo e fiscalizatório sobre suas

próprias atividades, o que favorece conflitos de interesse e reduz a efetividade regulatória. De forma mais ampla, Oliveira e Cardoso (2024) destacam que a captura é um fenômeno recorrente em setores autorregulados, nos quais os regulados influenciam diretamente a formulação das regras que deveriam limitá-los. No futebol, essa lógica se traduz na flexibilização de tetos de gastos, na postergação de obrigações fiscais e na criação de programas de refinanciamento recorrentes, em que a disciplina financeira se subordina à lógica de acomodação política.

À luz dessas evidências, a aplicação da TCR no contexto do futebol brasileiro permite ampliar a compreensão dos incentivos institucionais que moldam as escolhas contábeis. Embora a Teoria da Agência e a PAT ofereçam contribuições relevantes para explicar como conflitos de interesse e incentivos econômicos afetam a adoção do conservadorismo contábil, é necessário reconhecer que tais escolhas também são influenciadas por um ambiente regulatório suscetível à captura. Nesse cenário, práticas contábeis prudenciais podem ser adotadas não apenas como resposta a credores e investidores, mas também como instrumento de legitimação frente a regulações moldadas por pressões políticas, reduzindo seu potencial de disciplinar efetivamente a gestão e reforçando o caráter instrumental do conservadorismo contábil.

2.7 Conservadorismo Contábil

O Conservadorismo Contábil (CC) tem sido historicamente interpretado como um princípio que favorece a prudência no reconhecimento de lucros, exigindo maior grau de verificação para ganhos do que para perdas. Segundo Watts (2003), essa assimetria é funcional e resulta de mecanismos contratuais que visam mitigar conflitos de agência, proteger credores e alinhar incentivos entre gestores e demais *stakeholders*. O autor define o conservadorismo como a prática de exigir maior verificabilidade para reconhecer lucros do que perdas, o que leva a uma subavaliação sistemática de ativos e lucros acumulados ao longo do tempo. Nesse contexto, o conservadorismo é entendido como um mecanismo eficiente de governança, e não como um viés indesejado na informação contábil.

Complementarmente, Basu (1997) propõe uma abordagem que introduz o conceito de conservadorismo condicional, ou seja, o reconhecimento mais tempestivo de más notícias em relação a boas notícias nos lucros contábeis. Em seu modelo, os lucros reagem com maior intensidade a retornos negativos (indicadores de perdas) do que a retornos positivos (ganhos), evidenciando uma assimetria temporal no reconhecimento contábil. Essa prática reforça o papel da contabilidade como instrumento de proteção ao investidor, evitando a antecipação prematura

de ganhos incertos. A métrica proposta pelo autor, tornou-se amplamente replicada na literatura, permitindo mensurar com precisão o grau de prudência na resposta dos lucros às variações de valor econômico das empresas. Contudo, a análise do conservadorismo contábil não se limita a essa abordagem, o que motivou investigações complementares sobre suas manifestações ao longo do tempo.

Nesse sentido, Givoly e Hayn (2000) investigaram a evolução das propriedades dos lucros, fluxos de caixa e *accruals* ao longo de várias décadas, com o objetivo de identificar mudanças estruturais no sistema de relatórios contábeis consistentes com o aumento do conservadorismo contábil. Os autores argumentam que, em um horizonte de longo prazo, o lucro contábil tende a convergir para o fluxo de caixa operacional, de modo que desvios persistentes entre essas métricas refletem escolhas contábeis sistemáticas. Nesse contexto, defendem que a utilidade das demonstrações financeiras está associada à forma como perdas e ganhos são incorporados aos resultados, sendo o reconhecimento mais prudente um atributo central da qualidade da informação contábil.

A análise evidencia que, ao longo do tempo, os lucros tornaram-se mais sensíveis e oportunos na incorporação de más notícias em comparação às boas notícias, o que se manifesta pelo acúmulo persistente de *accruals* negativos. Enquanto os fluxos de caixa operacionais permaneceram relativamente estáveis, observou-se maior frequência de prejuízos e maior assimetria negativa na distribuição dos lucros, indicando que perdas tendem a ser reconhecidas de forma antecipada, ao passo que os ganhos são incorporados de maneira mais gradual. Assim, o estudo sustenta que o conservadorismo se materializa por meio do reconhecimento assimétrico de perdas e ganhos, sendo os *accruals* negativos um indicador empírico relevante desse comportamento (Givoly; Hayn, 2000).

Nesse encadeamento, Ahmed *et al.* (2002) ampliam a compreensão do conservadorismo contábil ao examiná-lo explicitamente como um mecanismo contratual voltado à mitigação dos conflitos entre acionistas e credores, especialmente no que se refere à política de dividendos. Ancorados na Teoria da Agência e na noção de contratos eficientes, os autores argumentam que, em contextos nos quais o risco de expropriação dos credores por meio da distribuição excessiva de dividendos é mais elevado, estes passam a demandar práticas contábeis mais conservadoras como forma de proteção de seus direitos residuais. O estudo demonstra que empresas caracterizadas por maior incerteza operacional e níveis mais elevados de dividendos (*proxies* diretas para a severidade do conflito) apresentam maior grau de conservadorismo,

mensurado tanto por métricas baseadas em mercado quanto pelo acúmulo persistente de *accruals* negativos.

Em contraste, a alavancagem, embora teoricamente associada ao conflito entre credores e acionistas, revelou resultados menos robustos, sugerindo que sua relação com o conservadorismo pode refletir efeitos mecânicos da estrutura de ativos, e não necessariamente incentivos contratuais genuínos. Ademais, Ahmed *et al.* (2002) evidenciam que níveis mais elevados de conservadorismo estão associados a melhores avaliações de risco de crédito e a um menor custo da dívida, mesmo após o controle de fatores como tamanho, rentabilidade e risco de mercado. Esses achados reforçam a interpretação do conservadorismo como um mecanismo endógeno de eficiência contratual, que disciplina decisões de *payout* (política de distribuição de dividendos) e gera benefícios econômicos tangíveis, em linha com a visão de que a prudência contábil emerge como resposta racional aos custos de agência e às demandas informacionais dos credores.

Ball e Shivakumar (2005), ao analisarem o fenômeno do conservadorismo contábil em uma ampla amostra de empresas privadas e de capital aberto do Reino Unido, argumentam que o mercado tende a exigir relatórios de menor qualidade das companhias privadas em relação às companhias de capital aberto, mesmo diante de regulação equivalente. Os autores defendem que a tempestividade no reconhecimento de perdas eleva a utilidade das demonstrações, sobretudo no âmbito da governança corporativa e dos contratos de dívida, sustentando que este é um atributo central para assegurar a qualidade das informações.

Entre os principais resultados, Ball e Shivakumar (2005), evidenciaram que as empresas privadas apresentam um reconhecimento substancialmente menos oportuno das perdas em comparação às de capital aberto, ainda que ambas estejam submetidas às mesmas regras. A análise dos autores ainda ressalta que o não reconhecimento tempestivo dos ganhos econômicos faz com que esses sejam incorporados ao resultado de forma diferida, assumindo caráter de componentes persistentes que não se reverterem. Por outro lado, quando as perdas são reconhecidas em tempo adequado, estas se configuram como decréscimos transitórios do lucro, tendendo à reversão posterior. Assim, a hipótese central do modelo é de que perdas são reconhecidas de forma mais rápida do que os ganhos.

Já Ahmed e Duellman (2007) examinaram a relação entre o conservadorismo contábil e as características do conselho de administração, argumentando que o conservadorismo desempenha papel relevante no fortalecimento dos mecanismos de monitoramento e na mitigação de conflitos de agência. Os autores defendem que a tempestividade no

reconhecimento de perdas aumenta a utilidade das demonstrações financeiras, sobretudo no contexto da governança corporativa, ao fornecer sinais mais oportunos para que diretores independentes possam avaliar o desempenho gerencial e investigar projetos com resultados insatisfatórios. Nesse sentido, o conservadorismo é apresentado como um atributo central da qualidade da informação contábil, por restringir o reconhecimento antecipado de ganhos e exigir maior verificabilidade para sua incorporação ao resultado.

Nessa mesma linha, Khan e Watts (2009) avançam na literatura ao propor uma medida de conservadorismo contábil em nível de firma-ano, com o objetivo de capturar variações temporais e transversais no grau de prudência adotado pelas empresas. Diferentemente das métricas agregadas tradicionais, a abordagem permite mensurar o conservadorismo de forma dinâmica, incorporando características específicas das firmas, como tamanho, alavancagem, oportunidades de investimento e volatilidade dos retornos. Fundamentados no arcabouço teórico de Watts (2003) e no conceito de tempestividade assimétrica de Basu (1997), os autores demonstram que empresas mais expostas à assimetria informacional, ao risco de litígio e à incerteza econômica tendem a apresentar níveis mais elevados de conservadorismo.

Os resultados de Khan e Watts (2009) indicam, ainda, que o conservadorismo responde a mudanças nos incentivos contratuais e informacionais, funcionando como um mecanismo adaptativo de governança, e não como uma característica estática da firma. Ao evidenciar que o aumento do conservadorismo decorre de elevações na incerteza e na assimetria de informação (e não o contrário), o estudo reforça a interpretação do conservadorismo contábil como resposta endógena aos custos de agência e às demandas informacionais dos usuários externos.

Diante desse conjunto de evidências, torna-se claro que o conservadorismo contábil, longe de representar um princípio uniforme, expressa respostas diferenciadas aos incentivos institucionais, financeiros e regulatórios que moldam as empresas. Nos contextos em que mecanismos de governança, *enforcement* e monitoramento externo se mostram eficientes, a prática tende a cumprir sua função disciplinadora, reduzindo assimetrias informacionais e fortalecendo a credibilidade dos demonstrativos financeiros.

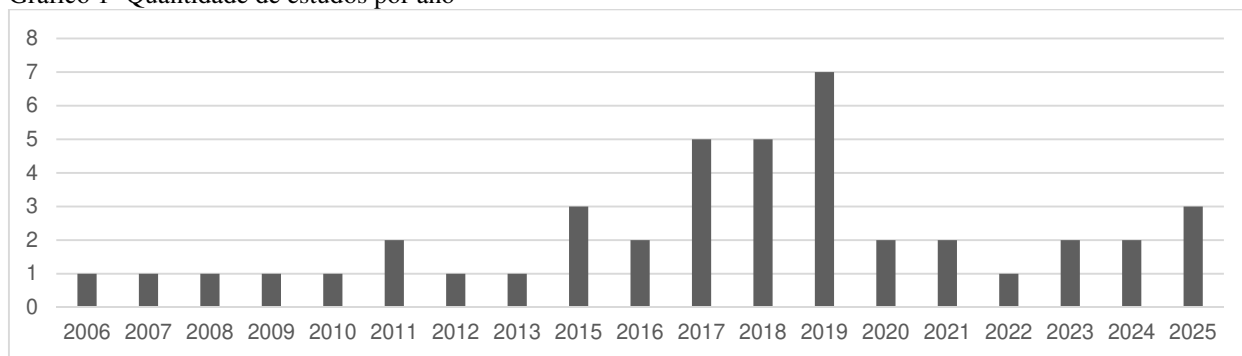
Contudo, em ambientes nos quais prevalecem estruturas associativas frágeis, dependência de receitas voláteis, interferência política e baixa responsabilização gerencial, o conservadorismo pode ser mitigado, distorcido ou utilizado apenas de maneira simbólica, sem produzir avanços substantivos na qualidade informacional. Assim, compreender como essas forças se articulam no caso dos clubes brasileiros é fundamental para interpretar a dinâmica dos

resultados e para avaliar em que medidas práticas prudenciais refletem processos genuínos de aprimoramento contábil ou apenas adaptações formais às pressões externas.

2.7.1 Estado da arte do Conservadorismo Contábil no Brasil

A identificação inicial da literatura foi conduzida por meio de um procedimento sistemático de buscas em bases acadêmicas amplamente utilizadas. Para esse fim, foram empregadas como ferramentas de pesquisa o Portal de Periódicos da CAPES e o Google Acadêmico, de modo a ampliar a cobertura dos estudos nacionais potencialmente relevantes. Em ambas as bases, adotou-se como palavra-chave o termo “conservadorismo contábil”, aplicado de forma direta aos campos de busca. O recorte temporal estabelecido compreendeu o período de 2006 a 2025, definido em função da consolidação, no contexto brasileiro, de investigações empíricas que operacionalizam o conservadorismo contábil como variável mensurável. A aplicação desses critérios resultou na identificação de 43 artigos, os quais compuseram o universo inicial de estudos submetidos às etapas subsequentes de análise e seleção para a construção do estado da arte.

Gráfico 1- Quantidade de estudos por ano



Fonte: Elaborado pelo autor

Com o objetivo de assegurar coerência teórica e comparabilidade empírica entre o referencial mobilizado e o desenho metodológico adotado neste estudo, procedeu-se à aplicação de um funil de seleção da literatura sobre conservadorismo contábil. Inicialmente, foram priorizados estudos que tratam o conservadorismo contábil como variável explicada, e não meramente descritiva ou consequente. Em seguida, restringiu-se a amostra a trabalhos que investigam fatores econômicos, financeiros ou contratuais (como alavancagem, restrição financeira, *covenants*, monitoramento por credores e incentivos econômicos), excluindo-se

pesquisas de natureza normativa, bibliométrica ou centradas em mecanismos de governança de caráter predominantemente institucional.

Adicionalmente, adotou-se como critério metodológico a utilização de proxies de conservadorismo (Basu, 1997; Givoly; Hayn, 2000; Ball; Shivakumar, 2005; Khan; Watts, 2009), associadas a modelos econométricos inferenciais, de modo a preservar a comparabilidade dos resultados. A aplicação desse funil resultou em um total de 16 estudos, que fornecem base teórica e empírica para a investigação dos determinantes do conservadorismo contábil em clubes de futebol brasileiros.

Quadro 4 - Síntese dos estudos selecionados sobre conservadorismo contábil

Título	Objetivo	Modelo Adotado	Achados	Referência
Conservadorismo em cinco países da América do Sul	Analisar a oportunidade da informação contábil (reconhecimento do retorno econômico pelo lucro) nos cinco países; verificar se existem diferenças na aplicação do conservadorismo entre eles.	Basu (1997)	Foi observada uma baixa relação entre lucro e retorno corrente, explicada pelos modelos de governança e ambiente institucional (<i>code-law</i>). O reconhecimento de resultados negativos foi maior que o de positivos, confirmando o conservadorismo (exceto no Peru).	Costa, Lopes e Costa (2006)
Qualidade informacional e conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil	Investigar a presença da prática de conservadorismo nas demonstrações contábeis brasileiras e examinar se tal prática está condicionada à existência de sinais que indiquem perdas futuras.	Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005)	Os resultados confirmam que os gestores não adotam o conservadorismo condicional, mas mostram que a reversão dos lucros é de maior magnitude quando há variações negativas no lucro antecedente. Além disso, o modelo de Ball e Shivakumar (2005) indicou que as apropriações contábeis funcionam mais como compensação para fluxos de caixa do que para antecipar perdas.	Coelho e Lima (2007)

Conservadorismo contábil nas companhias abertas e fechadas brasileiras	Verificar e identificar a existência de diferenças significativas nos níveis de conservadorismo das demonstrações contábeis entre companhias abertas e fechadas brasileiras.	Ball e Shivakumar (2005)	As companhias fechadas apresentam menor probabilidade de reconhecimento oportuno de perdas e menor reversão de resultados negativos em comparação às abertas.	Paulo, Antunes e Formigoni (2008)
A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras	Buscar evidências empíricas quanto à relação do conservadorismo contábil com os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e controladores nas companhias listadas na Bovespa.	Givoly e Hayn, (2000)	Foi encontrada uma relação direta entre incerteza operacional (SROA) e conservadorismo. A variável de concentração acionária não foi significativa. Os resultados foram consistentes para a métrica de <i>accruals</i> , mas não para a de <i>book-to-market</i> .	Gonzaga e Costa (2009)
Conservadorismo condicional estudo a partir de variáveis econômicas	Analisar o reflexo do Conservadorismo Condicional no resultado contábil a partir de variáveis econômicas.	Basu (1997) e Kahn e Watts (2009)	Os resultados confirmam a prática do conservadorismo condicional na amostra. Observou-se que o conservadorismo é mais intenso em itens operacionais do que no lucro líquido total. Além disso, empresas maiores mostraram-se menos conservadoras.	Moreira, Colauto e Amaral (2010)
Relação entre qualidade da auditoria e conservadorismo contábil nas empresas brasileiras	Verificar se o nível do conservadorismo refletido nas demonstrações contábeis é influenciado pelas características da qualidade da auditoria independente no mercado de capitais brasileiro.	Ball e Shivakumar (2005)	O conservadorismo é positivamente afetado pelo tamanho da firma de auditoria e negativamente afetado pelo tempo de serviço e pelo atraso na emissão do relatório. Não foram encontradas evidências de que o comitê de auditoria, serviços de não auditoria ou especialização afetem o conservadorismo.	Paulo, Cavalcante e Paulo (2013)

O impacto das restrições financeiras na prática do conservadorismo contábil	Investigar os efeitos da situação de restrições financeiras na prática do conservadorismo contábil em companhias abertas brasileiras.	Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005).	Empresas com restrições financeiras adotam menos a prática do conservadorismo condicional, evitando divulgar perdas para tentar acessar mais recursos externos, o que aumenta a assimetria de informações.	Demonier, Almeida e Bortolon (2015)
Conservadorismo condicional: Um estudo com clubes de futebol brasileiros no período de 2007 a 2012	Analisar o nível de conservadorismo relatado pelas agremiações de futebol brasileiras no período de 2007 a 2012.	Ball e Shivakumar (2005).	Notou-se o reconhecimento oportuno de perdas (conservadorismo condicional) no período geral. Identificou-se que os 6 clubes mais endividados apresentam variâncias estatisticamente distintas, sugerindo gerenciamento de resultados. Ocorreu um incremento expressivo nos ativos pós-IFRS devido a reavaliações a valor justo, melhorando artificialmente os índices de endividamento.	Nascimento <i>et al.</i> (2015)
Empresas estatais e conservadorismo contábil: uma análise das empresas da BM&F BOVESPA	Analisar se as empresas estatais brasileiras são mais conservadoras do que as empresas não estatais sob a ótica do reconhecimento assimétrico de boas e más notícias.	Basu (1997).	A hipótese de que as estatais são menos conservadoras foi aceita. Observou-se que as estatais reagem mais às boas notícias e não incorporam diretamente as más notícias no retorno. Além disso, empresas não estatais demonstraram ser conservadoras.	Scalzer, Beiruth e Reina (2017)
Remuneração de executivos e conservadorismo condicional de empresas brasileiras	Analisar a relação entre a remuneração dos executivos e o grau de conservadorismo condicional de empresas brasileiras.	Ball e Shivakumar (2005).	Confirmou-se que a amostra é conservadora. A remuneração fixa apresentou relação positiva com o conservadorismo. As remunerações variáveis (lucro e ações) apresentaram relação negativa com o conservadorismo, indicando práticas	Degenhart, Beckhauser e Klann (2018)

			contábeis mais agressivas para maximizar bônus.	
Conservadorismo condicional em função de demanda e sinalização informacional no mercado brasileiro	Investigar em que medida a demanda de diferentes categorias de investidores institucionais influencia os gestores brasileiros a adotarem o conservadorismo condicional para sinalizar a situação econômica das firmas.	Ball e Shivakumar (2005).	A demanda informacional de investidores sofisticados aumenta o nível de ALRT (reconhecimento tempestivo assimétrico de perdas) para quase todas as categorias. O conservadorismo condicional manifestou-se especificamente em firmas com participação acionária relevante de seguradoras e em firmas com fundos de pensão ou instituições financeiras presentes em órgãos diretivos.	Passos e Coelho (2019)
Conservadorismo condicional em função de demanda e sinalização informacional no mercado brasileiro	Averiguar a influência da complexidade de empresas nos níveis de conservadorismo contábil adotados pelas firmas.	Basu (1997), Khan e Watts (2009) e Banker <i>et al.</i> (2016).	O conservadorismo aumenta com a complexidade do negócio, rentabilidade, número de subsidiárias, anos de atuação e tamanho. Contudo, a complexidade total e as dívidas de longo prazo apresentaram relação negativa com o conservadorismo. O resultado para complexidade industrial foi inconclusivo.	Silva <i>et al.</i> (2019)
O impacto das restrições financeiras na prática do conservadorismo contábil um estudo de 2012 a 2016	Avaliar os efeitos da situação de restrição financeira na prática do conservadorismo condicional.	Ball e Shivakumar (2005).	O conservadorismo condicional persiste mesmo após sua retirada das normas contábeis em 2011. Empresas não restritas financeiramente são mais conservadoras do que as restritas. A restrição financeira	Coelho, Nascimento e Valadares (2020)

			atua como incentivo para a adoção de práticas menos conservadoras para evitar a redução na qualidade dos ganhos em longo prazo.	
Agressividade tributária como fator determinante do conservadorismo contábil no Brasil	Investigar se o grau de agressividade tributária está associado ao conservadorismo condicional no cenário empresarial brasileiro.	Basu (1997).	Os achados demonstram uma relação significativa e positiva entre elisão fiscal e conservadorismo condicional. Empresas mais agressivas em tributos tendem a antecipar o reconhecimento de perdas (más notícias) de forma mais oportuna. Contudo, a relação não foi significativa ao utilizar a alíquota efetiva (ETR) de longo prazo, indicando um efeito contemporâneo.	Martinez, Santana Júnior e Sena (2022)
Conservadorismo, gerenciamento de resultados e agressividade tributária no Brasil	Analisar as associações entre agressividade tributária e conservadorismo contábil, moderado e controlado pelas práticas de gerenciamento de resultados das empresas.	Givoly e Hayn (2000).	Níveis de agressividade tributária estão significativamente associados aos níveis de conservadorismo. Empresas mais conservadoras tendem a ser menos agressivas tributariamente, mesmo quando controladas pelo gerenciamento de resultados.	Alves e Brugni (2024)
<i>Covenants</i> contábeis e conservadorismo de companhias listadas no mercado brasileiro	Analisar a relação entre os <i>covenants</i> contábeis presentes em contratos de debêntures e o nível de conservadorismo de companhias listadas no mercado brasileiro entre 2010 e 2023.	Basu (1997), com adaptações de Nikolaev (2010) e Ball e Shivakumar (2005).	O indicador Dívida líquida/EBITDA está presente em cerca de 98% das debêntures com <i>covenants</i> . A emissão de debêntures com cláusulas restritivas não resultou em aumento do conservadorismo. Além disso, os resultados não suportaram a hipótese de que a proximidade da violação dos <i>covenants</i> reduz o conservadorismo.	Borges (2024)

Fonte: Elaborado pelo autor

Os estudos pioneiros sobre conservadorismo contábil no Brasil e em países de tradição *code-law* evidenciam que o atributo não pode ser interpretado de forma dissociada do ambiente institucional e do *enforcement* contábil. Em especial, Costa, Lopes e Costa (2006) demonstram que, em países sul-americanos, a relação entre lucro contábil e retorno econômico é fraca e assimétrica, refletindo um uso predominantemente contratual da contabilidade, voltado a credores, governo e controladores, e não ao mercado de capitais. Essa evidência reforça a limitação de modelos baseados exclusivamente em preços e retornos de ações, sobretudo em contextos nos quais a eficiência informacional do mercado é reduzida. Assim, o conservadorismo observado não decorre apenas de escolhas normativas, mas da função que a contabilidade assume em ambientes institucionais com proteção limitada ao investidor e baixo poder disciplinador do mercado.

Essa leitura é aprofundada por Coelho e Lima (2007), que questionam diretamente a existência do conservadorismo condicional nas demonstrações contábeis brasileiras ao empregar modelos baseados tanto na reversão de resultados quanto na associação entre *accruals* e fluxos de caixa. Os autores encontram evidências frágeis de reconhecimento oportuno de perdas, sugerindo que os resultados contábeis publicados apresentam baixa eficiência informacional e são fortemente influenciados por características regulatórias e institucionais locais. Em linha semelhante, Paulo, Antunes e Formigoni (2008) mostram que o nível de conservadorismo difere entre companhias abertas e fechadas, sendo maior naquelas submetidas a maior monitoramento externo. Esses achados reforçam a ideia de que o conservadorismo não é uma propriedade intrínseca da contabilidade, mas uma resposta contingente ao grau de fiscalização, à pressão contratual e à demanda por transparência.

Ao discutir a adequação das *proxies* empíricas, Moreira, Colauto e Amaral (2010) e Gonzaga e Costa (2009) evidenciam que diferentes métricas de conservadorismo podem produzir resultados divergentes, exigindo cautela interpretativa. Enquanto modelos baseados no reconhecimento assimétrico de retornos (Basu, 1997) captam a sensibilidade do lucro a notícias econômicas, *proxies* fundamentadas em *accruals* (Givoly e Hayn, 2000) ou em indicadores patrimoniais (*book-to-market*) respondem de maneira distinta às condições institucionais e aos incentivos gerenciais. Gonzaga e Costa (2009), em particular, mostram que relações teóricas esperadas (como a associação entre conservadorismo e conflitos de agência) se confirmam apenas para determinadas métricas, evidenciando que a escolha do modelo não é neutra. Esse conjunto de evidências sustenta, de forma crítica, a necessidade de adotar modelos compatíveis com ambientes sem mercado acionário ativo, como o Givoly e Hayn (2000) e Ball

e Shivakumar (2005), especialmente quando o objeto empírico são organizações nas quais preços de mercado, retornos acionários e *enforcement* formal são inexistentes ou pouco informativos.

A literatura nacional tem convergido ao indicar que o conservadorismo contábil não se manifesta de forma neutra ou automática, mas responde a condições contratuais e restrições financeiras enfrentadas pelas organizações. Evidências consistentes nesse sentido são apresentadas por Demonier, Almeida e Bortolon (2015) e por Coelho, Nascimento e Valadares (2020), que analisam diretamente o papel da restrição financeira na prática do conservadorismo condicional. Ambos os estudos demonstram que empresas classificadas como financeiramente restritas apresentam menor propensão ao reconhecimento oportuno de perdas, sugerindo que, em contextos de dificuldade de acesso a recursos externos, os gestores tendem a suavizar resultados ou postergar más notícias para evitar a deterioração de indicadores contratuais, o descumprimento de cláusulas implícitas e a ampliação do custo de capital. Esses achados tensionam a visão tradicional de que o conservadorismo funciona como mecanismo de proteção aos credores, ao indicar que, paradoxalmente, a pressão financeira pode induzir comportamentos menos conservadores.

Esse resultado é reforçado quando o foco se desloca do conceito amplo de restrição financeira para mecanismos contratuais específicos de dívida. O estudo de Borges (2024), ao investigar contratos de debêntures no mercado brasileiro, mostra que a presença de *covenants* contábeis (especialmente aqueles baseados em indicadores como Dívida Líquida/EBITDA) não se traduz, necessariamente, em maior conservadorismo condicional. Os resultados sugerem que, em um ambiente institucional caracterizado por fraco *enforcement* e baixa proteção aos credores, a simples existência de cláusulas restritivas não gera incentivos suficientes para a adoção de práticas contábeis mais prudentes. De forma complementar, Passos e Coelho (2019) ampliam essa discussão ao tratar do papel dos investidores institucionais como agentes de monitoramento, evidenciando que a demanda informacional por conservadorismo é heterogênea e depende do tipo de investidor e da forma de participação (acionária ou diretiva). Assim, o conservadorismo emerge menos como um atributo uniforme da qualidade da informação e mais como uma resposta estratégica às pressões contratuais efetivamente percebidas pelos gestores.

No contexto específico de organizações com elevada dependência de financiamento externo e baixa disciplina de mercado, como os clubes de futebol, essas dinâmicas tornam-se ainda mais evidentes. Nascimento *et al.* (2015) demonstram que clubes brasileiros mais

endividados apresentam comportamentos oportunistas no reconhecimento contábil, especialmente na mensuração de ativos, com o objetivo de melhorar artificialmente indicadores financeiros e ampliar a capacidade de captação de recursos. Esse padrão dialoga com os achados de Martinez, Santana Júnior e Sena (2022), ao evidenciar que decisões de planejamento tributário e práticas contábeis não são independentes, mas integradas em um mesmo conjunto de escolhas voltadas à gestão de riscos financeiros e contratuais. Em ambos os casos, o conservadorismo deixa de operar como mecanismo de disciplina e passa a ser condicionado pela necessidade de sobrevivência financeira, reforçando a ideia de que a relação entre dívida, restrição financeira e conservadorismo é ambígua e dependente do ambiente institucional e das formas de monitoramento existentes.

Os estudos que investigam mecanismos internos de incentivos e oportunismo gerencial reforçam a ideia de que o conservadorismo contábil é sensível à estrutura de recompensas e aos arranjos de governança, podendo ser enfraquecido quando os incentivos econômicos favorecem práticas mais agressivas de reporte. Nesse sentido, Degenhart, Beckhauser e Klann (2018) demonstram que planos de remuneração variável baseados em lucro e ações estão associados a menores níveis de conservadorismo condicional, indicando que gestores expostos a bônus e incentivos patrimoniais possuem estímulos para retardar o reconhecimento de perdas e suavizar resultados. Em contraste, a remuneração fixa apresenta relação positiva com o conservadorismo, sugerindo que estruturas menos atreladas ao desempenho contábil de curto prazo tendem a reduzir comportamentos oportunistas. Esses achados evidenciam que o conservadorismo não é apenas uma propriedade técnica da informação contábil, mas uma escolha condicionada pelos incentivos contratuais oferecidos aos gestores.

A atuação de mecanismos externos de monitoramento, contudo, não se mostra suficiente para neutralizar tais incentivos de forma homogênea. O estudo de Paulo, Cavalcante e Paulo (2013) indica que a qualidade da auditoria exerce papel relevante na indução ao conservadorismo, sobretudo quando associada a firmas de auditoria de maior porte (*Big Four*). Entretanto, o efeito positivo se dissipa à medida que o relacionamento entre auditor e cliente se prolonga, sugerindo a ocorrência de acomodação ou captura econômica ao longo do tempo. De modo complementar, Scalzer, Beiruth e Reina (2017) evidenciam que, em empresas estatais, o conservadorismo é sistematicamente menor, com reconhecimento mais célere de boas notícias e postergação de perdas. Tal comportamento é interpretado como resultado de incentivos políticos e reputacionais, nos quais a contabilidade é utilizada para sustentar narrativas de desempenho favoráveis ao controlador público, enfraquecendo seu papel disciplinador.

A complexidade organizacional e o ambiente decisório também influenciam essa dinâmica de forma não linear. Silva *et al.* (2019) mostra que empresas com níveis moderados de complexidade recorrem ao conservadorismo como mecanismo de mitigação da assimetria informacional; entretanto, quando a complexidade total se eleva, observa-se uma redução do conservadorismo, possivelmente porque outros instrumentos de governança passam a substituir esse atributo ou porque o reconhecimento conservador amplifica a percepção de risco. Essa interpretação dialoga com Alves e Brugni (2024), que demonstram que o conservadorismo, isoladamente, não explica práticas como a agressividade tributária, sendo fortemente condicionado pela interação com o gerenciamento de resultados. Os autores evidenciam que decisões contábeis, fiscais e discricionárias são tomadas de forma conjunta, o que reforça a leitura cética de que o conservadorismo pode ser instrumentalizado conforme os incentivos predominantes, e não necessariamente adotado como um compromisso genuíno com a qualidade informacional.

À luz dos dezesseis estudos selecionados, observa-se que a literatura brasileira sobre conservadorismo contábil avançou de forma consistente ao demonstrar que esse atributo é moldado por incentivos contratuais, restrições financeiras, mecanismos de monitoramento e pelo ambiente institucional no qual as organizações estão inseridas. Entretanto, apesar da robustez metodológica e da diversidade de abordagens empíricas, a evidência acumulada concentra-se majoritariamente em companhias abertas, com acesso ao mercado de capitais e submetidas a estruturas formais de governança, auditoria e *enforcement*.

O presente estudo se insere de forma estratégica nesse debate ao deslocar a análise para os clubes de futebol brasileiros, um arranjo organizacional singular, caracterizado por elevada alavancagem, recorrentes restrições financeiras, frágil disciplina de mercado e forte dependência de credores e renegociações de dívida. Ao investigar os efeitos da alavancagem e da restrição financeira sobre o conservadorismo contábil nesse contexto específico, a pesquisa não apenas dialoga diretamente com os achados centrais da literatura (especialmente aqueles que tratam de contratos de dívida e oportunismo gerencial), como também amplia suas fronteiras empíricas, oferecendo evidências inéditas sobre a funcionalidade do conservadorismo em ambientes sem mercado acionário ativo.

Dessa forma, o estudo contribui para o refinamento teórico e metodológico do campo de pesquisa, ao demonstrar que o conservadorismo contábil deve ser compreendido como um fenômeno contingente, cuja manifestação depende da natureza dos contratos, dos incentivos econômicos e das restrições institucionais enfrentadas pelas organizações.

2.7.2 Conservadorismo Contábil em Clubes de Futebol: Especificidades do Contexto Brasileiro

Embora o conservadorismo contábil seja amplamente estudado como mecanismo contratual de mitigação da assimetria informacional (Watts, 2003; Basu, 1997; Givoly; Hayn, 2000), sua aplicação em clubes de futebol apresenta particularidades institucionais que diferem do ambiente corporativo tradicional. No Brasil, a predominância do modelo associativo implica ausência de acionistas externos e reduzida pressão de mercado, o que limita o papel disciplinador de investidores e credores na indução à transparência informacional. Em contextos com menor fiscalização de mercado (como empresas privadas) a qualidade dos números contábeis tende a ser inferior, em parte porque o monitoramento externo e as perdas reputacionais são mais tênues (Ball; Shivakumar, 2005).

Essa lógica se manifesta nos clubes brasileiros, cuja realidade econômico-financeira é marcada por resultados negativos recorrentes e dependência de programas de refinanciamento. A literatura sobre governança em clubes reforça que a baixa adoção de mecanismos de monitoramento favorece práticas de gestão personalistas e conflitos de interesse. Em amostra de 27 clubes, Rezende e Dalmácio (2015) documentam níveis baixos de governança, ainda que associados positivamente ao desempenho esportivo e econômico-financeiro; os autores destacam, ao mesmo tempo, a relevância do *enforcement* (caráter coercitivo) para ampliar *disclosure* e *accountability*, algo frequentemente deficitário no setor associativo brasileiro.

Do ponto de vista informacional, a estrutura de receitas dos clubes é concentrada e volátil (direitos de transmissão, bilheteria e transações de atletas), o que pressiona os gestores por resultados de curto prazo. Evidências recentes apontam níveis de concentração de receitas entre poucos clubes e sugerem que movimentos de diversificação estão associados a melhores indicadores de qualidade dos lucros, ao passo que a concentração tende a elevá-los ao risco e à volatilidade dos resultados (Minatto; Oliveira; Borba, 2024).

Nesse ambiente, a escolha por maior ou menor prudência contábil pode responder tanto a pressões contratuais quanto a incentivos de imagem. Nascimento *et al.* (2015) mostram que gestores de clubes com maior endividamento tendem a um comportamento oportunista nas escolhas contábeis, especialmente no reconhecimento de ativos, sinalizando a fragilidade do conservadorismo quando os incentivos econômicos e políticos caminham na direção oposta à prudência.

Por outro lado, choques regulatórios recentes alteraram parte desse quadro. Investigando gerenciamento de resultados via *accruals* discricionários, Dantas, Freitas Neto e Santos (2024) encontram coeficiente negativo e estatisticamente significativo para a variável PROFUT em modelos com efeitos fixos, interpretando o resultado como indício de melhora da informação contábil (inibição de práticas de gerenciamentos de resultados após a implementação da lei). Na mesma linha, Minatto, Oliveira e Borba (2024) documentam que, após o PROFUT, a persistência e a previsibilidade dos lucros aumentaram nos clubes brasileiros, indicando ganho de qualidade dos resultados ao longo do tempo.

Ainda assim, a efetividade do conservadorismo e de outras dimensões da qualidade dos lucros depende da combinação entre desenho regulatório e capacidade de *enforcement*. Sínteses recentes apontam evidências heterogêneas: regulações como FFP (Europa) e PROFUT (Brasil) podem reduzir práticas discricionárias e induzir maior conservadorismo, mas, em contextos de *enforcement* frágil, também podem estimular respostas meramente formais, com pouca aderência substancial à melhora da informação (Minatto; Oliveira; Borba, 2024).

Em síntese, o conservadorismo contábil nos clubes brasileiros deve ser interpretado como resultado da interação entre restrições externas (regulação, credores) e pressões internas (governança, incentivos políticos e econômicos). Em ambientes com maior monitoramento regulatório e mecanismos de *enforcement*, há sinais de reforço à prudência; já em contextos de baixa *accountability* e elevada interferência política (com governança fraca e forte margem para acomodações) o conservadorismo pode ser atenuado ou instrumentalizado como resposta formal às exigências, sem ganhos equivalentes em qualidade informacional.

Esse quadro é consistente com: (i) a menor disciplina de mercado observada em estruturas associativas (Ball; Shivakumar, 2005); (ii) a relação positiva entre melhores práticas de governança e desempenho, ainda rara e com *enforcement* limitado (Rezende; Dalmácio, 2015); (iii) a evidência de oportunismo em clubes mais endividados (Nascimento *et al.*, 2015); e (iv) a melhora pós-PROFUT na persistência dos lucros e na redução do gerenciamento de resultados, condicionada ao grau de implementação e fiscalização das normas (Dantas; Freitas Neto; Santos, 2024; Minatto; Oliveira; Borba, 2024).

2.8 Alavancagem

A alavancagem consiste no uso de recursos de terceiros, especialmente provenientes de dívidas, como forma de financiar as operações da entidade, implicando na geração de encargos

fixos sobre o capital obtido. Empresas que não recorrem a esse tipo de financiamento dependem integralmente de capital próprio para manter suas atividades (Pujiono *et al.*, 2023). Nesse contexto, os indicadores de alavancagem assumem o papel de aferir a capacidade da organização em honrar suas obrigações financeiras. Quando o volume de dívidas supera o valor do patrimônio líquido, a estabilidade financeira tende a ser comprometida (Odhiambo; Murori; Aringo, 2025).

A proporção entre dívida e ativos totais ($\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante} \div \text{Ativo Total}$) revela o nível de exposição da empresa a riscos e retornos decorrentes de sua alavancagem financeira (Pujiono *et al.*, 2023). Um aumento nessa proporção reflete maior pressão por parte dos credores, o que eleva o risco financeiro; em contrapartida, a redução da alavancagem geralmente está associada a menor risco, mas também a menores retornos esperados. Assim, a análise desse índice torna-se estratégica nas decisões relacionadas ao financiamento da empresa (Odhiambo; Murori; Aringo, 2025). No contexto brasileiro, essa mesma relação é tradicionalmente utilizada como indicador de endividamento geral. Assim, embora os termos “alavancagem” e “endividamento” possam apresentar distinções conceituais na literatura, neste estudo eles convergem operacionalmente, em consonância com a abordagem adotada por Pujiono *et al.* (2023).

A adoção dessa métrica não se restringe a uma escolha metodológica, mas se justifica pela relevância econômica do fenômeno que ela captura (Pujiono *et al.*, 2023). Particularmente em países em desenvolvimento, o uso de capital de terceiros pode ser decisivo para alavancar investimentos e rentabilidade, mas também impõe riscos consideráveis. O equilíbrio entre esses benefícios e perigos é fundamental para garantir a sustentabilidade financeira e o desempenho das empresas no longo prazo (Afandy, 2024).

Diante dessas considerações, percebe-se que a alavancagem financeira não se limita ao simples uso de capital de terceiros, mas constitui um elemento estruturante da dinâmica econômico-financeira das organizações. O grau de endividamento influencia diretamente a margem de autonomia dos gestores, a capacidade de investimento e a exposição ao risco, criando um ambiente no qual decisões financeiras passam a ser tomadas sob maior pressão e necessidade de disciplina.

À medida que a dependência de recursos externos aumenta, intensifica-se também a atenção dada à qualidade das informações contábeis, já que a credibilidade dos demonstrativos se torna essencial para preservar a confiança dos agentes financiadores. Assim, compreender o comportamento da alavancagem é fundamental para interpretar como os clubes respondem às

exigências de monitoramento e, sobretudo, para analisar de que forma esse contexto pode estimular práticas mais prudentes ou oportunistas na elaboração das demonstrações financeiras.

2.8.1 Alavancagem na aplicação do princípio do conservadorismo

A relação entre alavancagem financeira e conservadorismo contábil tem sido investigada à luz da PAT, que busca explicar como incentivos contratuais moldam as escolhas contábeis dos gestores. Em particular, o princípio do conservadorismo surge como um mecanismo de proteção aos credores em ambientes marcados por assimetria informacional e risco de inadimplência. Estudos têm demonstrado que o nível de endividamento influencia a forma como as empresas reconhecem perdas e ganhos contábeis, sobretudo em contextos de pressão contratual. Esse comportamento é interpretado, como uma resposta estratégica dos gestores para mitigar conflitos de agência com os credores.

O estudo de Ahmed *et al.* (2002), fornece evidências de que empresas enfrentando conflitos mais severos com credores (ex.: restrições de dividendos) tendem a adotar práticas contábeis mais conservadoras. Além disso, identificou-se que o grau de conservadorismo contábil está associado a um menor custo da dívida, após controlar outros fatores. Os autores concluem que o conservadorismo atua para mitigar conflitos de agência entre acionistas e credores (como o problema de distribuição de dividendos) e reduzir os custos do endividamento.

No estudo de Zhang (2008), investigou-se os benefícios contratuais do conservadorismo no contexto de empréstimos privados. Os achados indicam que reportar resultados de forma mais conservadora pode reduzir o custo da dívida privada. Isso ocorre porque o reconhecimento tempestivo de perdas (característica do conservadorismo) faz com que violações de *covenants* (cláusulas restritivas contratuais) sejam sinalizadas mais cedo, fornecendo aos credores aviso antecipado do aumento do risco de *default* (inadimplência). Logo, devedores mais conservadores violam cláusulas financeiras mais rapidamente diante de notícias ruins, o que protege os credores e se traduz em juros menores nesses empréstimos.

No estudo de Nikolaev (2010), utilizando uma grande amostra de mais de 5.000 emissões de dívida nos EUA, foi testada a associação entre *covenants* e conservadorismo. Os resultados indicam que empresas cujos contratos de dívida possuem uso mais extensivo de *covenants* exibem contabilidade mais conservadora, reconhecendo perdas de forma mais oportuna. Isso sugere uma relação complementar entre *covenants* de dívida e conservadorismo

contábil para prevenir a expropriação de valor dos debenturistas, consistente com a Teoria da Agência, em que credores demandam conservadorismo para se proteger.

Por outro lado, DeFond e Jiambalvo (1994) descreve que administradores utilizam *accruals* discricionários para evitar restrições da dívida, evidenciando impacto do endividamento nas escolhas contábeis, neste caso, diminuindo o conservadorismo para não reconhecer perdas e não violar os acordos. Resultados semelhantes foram obtidos por Sweeney (1994), que documentou mudanças contábeis renda-incrementadoras em empresas em *default* técnico, reforçando a existência do comportamento oportunista previsto pela PAT quando há pressão dos *covenants*.

No cenário brasileiro, Brito e Martins (2013), examinaram se as práticas contábeis conservadoras acarretam benefícios no custo da dívida bancária no Brasil. Analisando 1.300 empresas e mais de 813 mil contratos bancários (2000–2009), os autores não encontraram evidência de relação significativa entre métricas de conservadorismo contábil e as taxas de juros dos empréstimos. A conclusão é que, devido ao ambiente institucional brasileiro, caracterizado por baixa proteção a credores e menor demanda por qualidade informacional, os credores não recompensam as empresas mais conservadoras com juros menores, e assim as firmas não percebem benefícios em adotar práticas conservadoras.

Já Silva (2015) investigou 268 companhias abertas brasileiras entre 2006 e 2013 para verificar o impacto da estrutura de capital no conservadorismo condicional. Diferentemente do esperado pela Teoria da Agência, os resultados evidenciaram uma relação negativa e estatisticamente significativa: no contexto brasileiro, empresas com maior nível de endividamento apresentaram práticas contábeis menos conservadoras. O autor sugere que a fraca proteção aos credores no Brasil faz com que o conservadorismo não seja percebido como um benefício contratual estimulado pelo mercado de crédito. Os resultados convergem com o estudo de Brito e Martins (2013), ao indicar que, no contexto institucional brasileiro, o conservadorismo contábil não desempenha o papel contratual previsto pela Teoria da Agência, uma vez que não é recompensado pelo mercado de crédito nem induzido por maiores níveis de endividamento.

Esses resultados, contudo, não se apresentam como consensuais na literatura, que atribui ao endividamento um papel central na conformação das escolhas contábeis das empresas. Sob a perspectiva da PAT e da Teoria da Agência, há forte evidência internacional de que credores demandam conservadorismo contábil para se proteger, resultando em reconhecimento mais rápido de perdas e menor gestão oportunista de lucros (Ahmed *et al.*, 2002; Nikolaev, 2010).

Contudo, esse efeito pode variar conforme o ambiente institucional: em mercados com proteção mais fraca a credores ou menor *enforcement*, a relação entre alavancagem e conservadorismo/qualidade dos relatórios pode ser atenuada (Brito; Martins, 2013).

Para Pujiono *et al.* (2023), quando uma empresa recorre ao endividamento como parte de sua estrutura de capital, ela passa a lidar diretamente com as expectativas e exigências dos credores, que naturalmente buscam garantir a segurança dos recursos emprestados. Nesse contexto, é comum que as organizações adotem práticas voltadas à valorização de sua imagem financeira, ajustando suas demonstrações contábeis de forma a transmitir solidez e desempenho positivo. Ainda segundo o autor, isso pode incluir a valorização dos ativos, a elevação dos lucros e a minimização das despesas e passivos. A intenção, em geral, é obter novas linhas de crédito, especialmente de longo prazo, e manter o apoio financeiro dos credores. Tal dinâmica reflete um ponto-chave da Teoria da Agência, na medida em que o papel de fiscalização, tradicionalmente exercido pelos proprietários, passa a ser dividido (ou até mesmo reforçado) pela presença ativa dos credores como agentes de controle externo.

Para Watts e Zimmerman (1986), empresas com alta alavancagem tendem a serem mais conservadoras nas Demonstrações Financeiras. Isto é corroborado por Iona, Leonida e Ozkan (2004) e Dang e Tran (2020), que encontraram evidências que a alavancagem produz um efeito positivo sobre o conservadorismo contábil. Logo, de acordo com Pujiono *et al.* (2023), empresas altamente endividadas geralmente enfrentam uma pressão maior por parte dos credores para adotarem práticas contábeis mais conservadoras. Essa postura busca reforçar a transparência e a prudência na divulgação das informações financeiras, criando um ambiente de maior confiança quanto à capacidade da empresa de honrar seus compromissos e devolver os recursos obtidos por meio de empréstimos. A partir desse comportamento observado, torna-se evidente a conexão com os mecanismos contratuais discutidos na literatura, que atribuem ao endividamento um papel central na intensificação da prudência contábil.

A literatura derivada da Teoria da Agência e da Teoria Contábil Positiva sustenta que o endividamento intensifica os conflitos de interesse entre gestores e credores, criando incentivos para que as demonstrações contábeis reflitam maior prudência. Em ambientes de maior pressão contratual, a tempestividade no reconhecimento de perdas desempenha papel central na redução da assimetria informacional e na proteção dos credores, mecanismo amplamente discutido por Watts (2003), Basu (1997) e expandido empiricamente em Ahmed *et al.* (2002), Nikolaev (2010) e Zhang (2008).

Ao mesmo tempo, estudos aplicados ao futebol (Pujiono *et al.*, 2023) mostram que o aumento da alavancagem tende a intensificar a demanda por transparência financeira, uma vez que clubes altamente endividados passam a enfrentar maior vigilância externa e menor margem para práticas que distorçam o desempenho econômico. Entretanto, a literatura brasileira ainda apresenta resultados contraditórios e, sobretudo, grandes lacunas quanto ao comportamento contábil de clubes associativos.

Essas inconsistências empíricas reforçam a pertinência de testar como a alavancagem afeta o conservadorismo em um ambiente institucional específico como o futebol brasileiro, caracterizado por estruturas de governança frágeis, baixa disciplina de mercado e forte interferência política. Assim, a partir dos mecanismos previstos pela teoria e das evidências internacionais, formula-se a hipótese de que clubes mais endividados apresentam maior propensão a adotar práticas conservadoras em suas demonstrações financeiras.

H1: A alavancagem financeira está direta e positivamente associada à aplicação do princípio do conservadorismo.

O referencial teórico indica que a força dos incentivos contratuais não é homogênea entre organizações: ela depende da estrutura de governança que molda a capacidade de monitoramento e disciplina dos gestores. Em clubes associativos (marcados por instabilidade administrativa, mandatos curtos, baixa transparência e forte influência político-eleitoral) o endividamento tende a gerar incentivos ainda mais intensos para respostas contábeis estratégicas, seja no sentido de inflar desempenho, seja no sentido de reforçar prudência para atender credores. Já nas SAFs, a presença de investidores, auditoria independente e mecanismos de controle mais rígidos tende a reduzir a liberdade discricionária dos gestores, modulando a forma como o endividamento impacta a qualidade da informação contábil.

A literatura internacional já sugere que estruturas de governança distintas geram respostas contábeis distintas frente ao endividamento, mas essa dinâmica permanece praticamente inexplorada no campo do futebol brasileiro, onde a coexistência de clubes associativos e SAFs cria um cenário natural para testar esse mecanismo moderador.

Diante disso, a hipótese decorre diretamente da premissa de que o ambiente institucional condiciona a intensidade do efeito da alavancagem sobre o conservadorismo, exigindo um teste empírico capaz de separar tais estruturas.

H2: A alavancagem financeira, moderada pela estrutura de governança dos clubes, está positivamente associada à aplicação do princípio do conservadorismo.

2.9 Restrições financeiras

O conceito de restrição financeira, ou *financial distress*, tem sido discutido na literatura, sobretudo pela sua importância como estágio intermediário entre a normalidade operacional e a falência. Embora o termo ainda careça de uma definição unívoca, os estudos convergem ao tratá-lo como uma situação de deterioração financeira significativa, que ameaça a continuidade da empresa, mas ainda admite reversibilidade.

Platt e Platt (2002) definem *financial distress* como uma fase avançada do declínio corporativo que precede eventos mais extremos, como a falência ou a liquidação. Essa condição é marcada por sinais objetivos, tais como prejuízos operacionais recorrentes, reestruturações significativas e suspensão do pagamento de dividendos. Os autores argumentam que, embora grande parte dos modelos de previsão de falência se concentre apenas no evento terminal, é justamente o estudo do *distress* que oferece maior valor preditivo e gerencial, por permitir intervenções precoces capazes de mitigar os riscos de insolvência. Complementarmente, os autores ressaltam a importância estratégica do tema para a gestão empresarial. A identificação antecipada do *financial distress* pode permitir que executivos e conselhos de administração adotem medidas corretivas em tempo hábil, preservando valor econômico e evitando rupturas críticas nas operações.

Sob uma ótica comportamental e contábil, compreendem o *financial distress* como um fator de pressão que influencia diretamente o comportamento dos gestores, particularmente no que se refere à manipulação de resultados. Em situações de dificuldade financeira, os gestores podem sentir-se compelidos a ajustar práticas contábeis de forma oportunista, com o objetivo de ocultar perdas, preservar bônus, ou evitar a substituição em seus cargos. Tais ações são potencializadas pelo medo de deterioração da imagem profissional ou pela necessidade de satisfazer expectativas de mercado (Ghazali; Shafie; Mohd-Sanusi, 2015).

Deve-se destacar que o *financial distress* não representa um evento isolado, mas sim um processo de degradação progressiva, que compromete a estrutura financeira e operacional da organização. Quando não tratado, tende a evoluir para a insolvência, culminando na falência ou na liquidação (Platt; Platt, 2002). Portanto, sua identificação tempestiva constitui um passo

fundamental não apenas para a saúde financeira das organizações, mas também para a estabilidade de mercados e cadeias produtivas.

Em resumo, as restrições financeiras representam um elemento que não apenas pressiona a capacidade operacional dos clubes, mas também redefine os incentivos que moldam suas escolhas contábeis. À medida que a pressão por liquidez se intensifica, os gestores se veem diante de dilemas que combinam urgência, risco e necessidade de preservar credibilidade. Esse cenário ajuda a explicar por que, em alguns casos, a prudência contábil é reforçada como forma de sinalizar responsabilidade, enquanto em outros é flexibilizada na tentativa de suavizar a percepção de fragilidade.

Assim, compreender o papel das restrições financeiras vai além de identificar níveis de endividamento: trata-se de reconhecer como elas reorganizam prioridades, influenciam comportamentos e moldam a qualidade da informação divulgada. Ao final, é justamente essa dinâmica (entre pressão, incentivo e resposta gerencial) que torna o estudo das restrições financeiras um componente fundamental para interpretar a adoção (ou a redução) do conservadorismo contábil nos clubes brasileiros.

2.9.1 Restrições financeiras na aplicação do princípio do conservadorismo

Nesse contexto mais amplo sobre como as restrições financeiras moldam o comportamento informacional das organizações, a literatura oferece evidências que ajudam a compreender essa dinâmica. Nascimento *et al.* (2015) estudaram clubes de futebol brasileiros (2007–2012) e concluíram que os gestores de clubes mais endividados adotam práticas contábeis oportunistas, especialmente na mensuração de ativos, com o objetivo de melhorar índices financeiros. Este resultado indica redução do conservadorismo em situações de maior endividamento, ou seja, gestores menos prudentes para aparentar melhor desempenho.

Para Sampaio, Coelho e Holanda (2015), em seu estudo que analisou 459 empresas brasileiras (2003–2012), a hipótese de que a crise de 2008 levaria a maior conservadorismo condicional não foi confirmada. Contudo, observaram aumento do conservadorismo incondicional (por exemplo, alta do preço/lucro) no período posterior à crise. Logo, não houve evidência clara de que as empresas anteciparam perdas durante a crise (conservadorismo condicional), mas houve sinais de reconhecimento mais tardio de perdas após o auge da crise.

Com base em 1.086 observações (empresas listadas 2000–2012), Demonier, Almeida e Bortolon (2015), mostram que empresas sob restrições financeiras tendem a adotar menos

conservadorismo condicional, ou seja, evitam reconhecer perdas em suas contas para obter financiamento externo. Em outras palavras, empresas em restrições financeiras divulgam menos perdas para atrair investidores/credores, sugerindo redução do conservadorismo nessas condições.

Já Balakrishnan, Watts e Zuo (2016) estudaram empresas dos EUA durante a crise de 2008 e concluíram que aquelas que já tinham relatórios financeiros mais conservadores sofreram quedas menores nos investimentos e melhor desempenho em termos de acesso a crédito e valor de mercado. Empresas menos conservadoras tiveram queda mais acentuada no investimento após o choque financeiro. Esse resultado reforça a ideia de que o conservadorismo contábil funciona como mecanismo protetor em crise, pois reduz o subinvestimento e mitiga a queda no valor da empresa.

No estudo de Pujiono *et al.* (2023), onde analisaram clubes da *Premier League* inglesa, encontraram que alavancagem elevada e situações de *financial distress* influenciam positivamente a adoção de políticas contábeis conservadoras. Ou seja, clubes endividados tenderam a reportar ativos/passivos de forma mais prudente, apoiando a hipótese de aumento do conservadorismo em crise.

Em resumo, a PAT e a Teoria da Agência sugerem que crises econômicas ou alto endividamento podem alterar a postura conservadora das empresas. Balakrishnan, Watts e Zuo (2016) destacam que empresas conservadoras resistem melhor à crise, indicando indiretamente o papel protetor do conservadorismo. Pujiono *et al.* (2023) identificam aumento do conservadorismo em clubes endividados, enquanto Demonier, Almeida e Bortolon (2015), Nascimento *et al.* (2015) e Sampaio, Coelho e Holanda (2015) encontram evidências de redução ou ausência de aumento do conservadorismo em empresas sob aperto financeiro.

Nota-se que os estudos sobre *financial distress* indicam que a deterioração da saúde financeira exerce pressão significativa sobre o comportamento dos gestores, afetando diretamente a forma como resultados são reconhecidos. Embora parte da literatura aponte que situações de aperto financeiro incentivam práticas contábeis oportunistas (redução do reconhecimento de perdas, postergação de prejuízos etc.), outros trabalhos, especialmente no contexto esportivo e em setores com monitoramento mais intenso, sugerem que o risco de insolvência pode induzir maior conservadorismo, como mecanismo defensivo para preservar credibilidade e sinalizar comprometimento com credores.

Essas evidências contrastantes revelam que a relação entre *distress* e conservadorismo é contingencial e depende da estrutura institucional em que a organização opera. Em mercados

emergentes, como o brasileiro, marcados por instabilidade de receitas e endividamento estrutural, a análise das restrições financeiras torna-se particularmente relevante. No entanto, há uma lacuna evidente: quase nenhum estudo examinou como a restrição financeira afeta o conservadorismo no contexto de clubes brasileiros, especialmente sob regimes distintos de governança e em ambientes com *enforcement* regulatório limitado.

Diante do exposto, fundamentado nos mecanismos descritos pelas Teorias da Agência e PAT, e nas evidências de que condições adversas tendem a reconfigurar os incentivos gerenciais, formula-se a seguinte hipótese:

H3: A restrição financeira está direta e positivamente associada à aplicação do princípio do conservadorismo.

Contudo, a interação entre dificuldades financeiras e conservadorismo não ocorre de forma isolada: ela é modulada pelo ambiente institucional no qual os gestores estão inseridos. Em clubes associativos, a restrição financeira pode amplificar comportamentos oportunistas devido à falta de fiscalização efetiva, baixa qualidade do *disclosure* e incentivos políticos de curto prazo, reduzindo, em alguns casos, a adoção de práticas conservadoras. Em contraste, clubes estruturados como SAFs operam sob padrões mais rigorosos de governança e *accountability*, o que pode reforçar o conservadorismo em contextos de aperto financeiro, tanto por exigência de investidores quanto por necessidade de preservação reputacional.

Essa heterogeneidade dificilmente é captada na literatura, que em sua maioria, analisa clubes sob modelos societários mais homogêneos. Assim, o futebol brasileiro traz uma oportunidade singular para examinar como diferentes arranjos institucionais modulam a resposta contábil à restrição financeira, lacuna ainda não explorada e que oferece justificativa direta para a formulação da hipótese:

H4: A restrição financeira, moderada pela estrutura de governança dos clubes, está positivamente associada à aplicação do princípio do conservadorismo.

O modelo conceitual da pesquisa baseia-se nos estudos de Watts (2003), Basu (1997), Givoly e Hayn (2000), Platt e Platt (2002), e Pujiono *et al.* (2023), os quais destacam que condições financeiras adversas e pressões por endividamento elevam a adoção de práticas contábeis conservadoras. A estrutura de governança é incluída como variável moderadora,

conforme sugerido por Ghazali, Shafie e Mohd-Sanusi (2015), dado seu potencial para mitigar comportamentos oportunistas em cenários de risco financeiro.

Quadro 5 - Amarração da pesquisa

Objetivo Geral	Analisar de que maneira a alavancagem financeira (<i>leverage</i>) e a restrição financeira (<i>financial distress</i>) influenciam a adoção do conservadorismo contábil nos clubes de futebol brasileiros, considerando as especificidades institucionais de um ambiente marcado pela captura regulatória e pela coexistência entre modelos associativos e Sociedades Anônimas de Futebol (SAFs).
Objetivos Específicos	i) Investigar se a alavancagem financeira está associada à adoção do conservadorismo contábil nos clubes de futebol brasileiros; ii) Examinar se a estrutura de governança dos clubes, representada pela distinção entre clubes associativos e Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs), modera a relação entre alavancagem financeira e conservadorismo contábil; iii) Verificar se a restrição financeira está associada à adoção do conservadorismo contábil nos clubes de futebol brasileiros; iv) Examinar se a estrutura de governança dos clubes, representada pela distinção entre clubes associativos e Sociedades Anônimas do Futebol (SAFs), modera a relação entre restrição financeira e conservadorismo contábil.
Teorias	Teoria Contábil Positiva (PAT): Analisa como os incentivos econômicos moldam as escolhas contábeis dos clubes, avançando da perspectiva dos conflitos contratuais para a análise dos incentivos informacionais. Teoria da Agência: Explica as relações entre gestores (agentes) e principais (proprietários/credores), onde o conservadorismo surge como um mecanismo contratual para mitigar conflitos e proteger credores. Teoria da Captura Regulatória: Utilizada para entender o ambiente institucional, onde grupos regulados (clubes) influenciam a formulação das regras (como PROFUT e Lei da SAF) em benefício próprio, o que afeta as escolhas contábeis.
Hipóteses	H1: A alavancagem financeira está direta e positivamente associada à aplicação do princípio do conservadorismo. H2: A alavancagem financeira, moderada pela estrutura de governança dos clubes, está positivamente associada à aplicação do princípio do conservadorismo. H3: A restrição financeira está direta e positivamente associada à aplicação do princípio do conservadorismo. H4: A restrição financeira, moderada pela estrutura de governança dos clubes, está positivamente associada à aplicação do princípio do conservadorismo.
Metodologia	Abordagem: Quantitativa, de natureza explicativa e documental. Análise: Modelo de regressão com dados em painel desbalanceados para testar os efeitos da alavancagem e das restrições financeiras sobre o conservadorismo. Amostra: Clubes da Série A do Campeonato Brasileiro no período de 2010 a 2024, com demonstrações contábeis auditadas e dados consistentes.
Variável Dependente	Conservadorismo Contábil (CC).

Proxy	CONACC, mensurado pelo modelo de Givoly e Hayn (2000), operacionalizado a partir do nível de <i>accruals</i> contábeis, calculado pela diferença entre o lucro líquido do período, ajustado pela depreciação, e o fluxo de caixa operacional.
Variáveis Independentes	Alavancagem (LEV) Restrição Financeira (DISTRESS)
Proxies (Independentes)	LEV (Alavancagem): Razão entre a Dívida Total (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante) e os Ativos Totais (TA). DISTRESS (Restrição Financeira): Calculado usando o modelo G-Score: se restrita financeiramente ($G\text{-Score} \leq -0,02$), e se financeiramente saudável ($G\text{-Score} \geq 0,01$).
Variáveis Moderadoras	Estrutura de Governança: Distinção entre Clubes Associativos e Sociedades Anônimas de Futebol (SAFs).
Variáveis de Controle	Tamanho (Size), Retorno sobre o investimento (ROE), Prejuízo no período (Loss) e <i>dummy</i> para os anos de pandemia de COVID-19 (2020 e 2021).
Teste de Robustez	Retorno sobre o capital empregado (ROCE), modelo de detecção de restrição financeira desenvolvido por Zmijewski (1984), onde, valores de X superiores a zero indicam a probabilidade de ocorrência de dificuldades financeiras, ao passo que valores negativos sinalizam a ausência desse risco.

Fonte: Elaborado pelo autor

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

A metodologia adotada caracteriza-se como descritiva e explicativa, de abordagem quantitativa e natureza documental, com o objetivo de analisar as práticas contábeis e financeiras dos clubes de futebol brasileiros da Série A, no período de 2010 a 2024, à luz dos princípios do conservadorismo contábil. A pesquisa explicativa busca compreender como a alavancagem e a restrição financeira influenciam a adoção do conservadorismo contábil nos clubes de futebol brasileiros, considerando ainda o papel moderador da estrutura de governança.

Os dados utilizados foram os dados secundários obtidos por meio de fontes públicas, como demonstrativos contábeis auditados, relatórios financeiros divulgados pelos clubes, documentos publicados por órgãos de controle e bases de dados institucionais de acesso aberto. Não há coleta de dados pessoais, nem envolvimento direto com seres humanos, o que dispensa submissão ao Comitê de Ética em Pesquisa. Ainda assim, todos os cuidados foram tomados para preservar a integridade e a confidencialidade de informações sensíveis, priorizando o uso de dados consolidados e devidamente auditados, de forma a assegurar a fidedignidade dos resultados e a responsabilidade ética na condução do estudo.

A amostra é composta exclusivamente por clubes que participaram da primeira divisão do Campeonato Brasileiro e que apresentam demonstrações contábeis auditadas e dados consistentes e contínuos ao longo do período. Foram excluídas da análise as entidades com lacunas significativas nas informações, ausência de auditoria independente ou dados não confiáveis. Esses dados subsidiaram a aplicação de modelo de regressão com dados em painel para testar os efeitos da alavancagem e das restrições financeiras sobre o conservadorismo contábil. A análise quantitativa foi realizada utilizando softwares específicos (*R Studio - R version 4.5.1*) para examinar os dados financeiros dos clubes brasileiros. Para testar o impacto da alavancagem e da restrição financeira sobre o conservadorismo, foi utilizado o seguinte modelo de regressão com dados em painel desbalanceados para os clubes i ao longo do tempo t , correspondente ao período de 2010 a 2024 (adaptado de Pujiono *et al.*, 2023):

$$CC_{it} = \alpha + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 DISTRESS_{it} + \beta_3 (LEV_{it} \times SAF_i) + \beta_4 (DISTRESS_{it} \times SAF_i) + \gamma' X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Onde:

$CC_{i,t}$: Conservadorismo contábil pelo modelo de Ball e Shivakumar (2005)

$LEV_{i,t}$: Alavancagem (Dívida ÷ Ativos Totais)

$DISTRESS_{i,t}$: Representa dificuldade financeira (G-Score)

$X_{i,t}$: Vetor de variáveis de controle

μ_i : Efeitos fixos de clube

λ_t : Efeitos fixos de ano

$\varepsilon_{i,t}$: Erro

O painel é desbalanceado devido à indisponibilidade de Demonstrações Contábeis em alguns anos, o que não afeta a consistência do estimador sob omissões não-informativas. As *dummies* anuais controlam choques macroeconômicos e mudanças regulatórias. A interpretação dos coeficientes aconteceu da seguinte forma:

$\beta_1 > 0$: Maior alavancagem está associada a maior conservadorismo contábil.

$\beta_2 > 0$: Maior restrição financeira (*distress*) também leva a maior conservadorismo.

$\beta_3 > 0$: Maior alavancagem está associada a maior conservadorismo contábil nos clubes com estrutura de SAF.

$\beta_4 > 0$: Maior restrição financeira (*distress*) também leva a maior conservadorismo nos clubes com estrutura de SAF.

Para garantir a robustez e validade estatística dos modelos estimados, foram realizados testes para verificar a presença de heterocedasticidade, autocorrelação serial, multicolinearidade, normalidade dos resíduos e a adequação entre efeitos fixos e aleatórios. Os erros-padrão foram estimados de forma robusta e clusterizados por clube, de modo a corrigir simultaneamente problemas de heterocedasticidade e dependência intraunidade, garantindo maior confiabilidade às inferências estatísticas.

3.1 Amostra

A amostra da pesquisa compreende os clubes de futebol que participaram da Série A do Campeonato Brasileiro ao menos uma vez entre os anos de 2010 e 2024, período selecionado por refletir transformações institucionais relevantes no ambiente regulatório do futebol nacional, incluindo a criação do PROFUT (2015) e da Lei da SAF (2021).

O Quadro 6 apresenta o número de participações de cada clube na Série A do Campeonato Brasileiro no período de 2010 a 2024. As células destacadas em cinza indicam os anos em que o clube participou da competição, enquanto as células em branco correspondem aos anos em que o clube não esteve presente na Série A.

Quadro 6 - Participação dos clubes na Série A do Campeonato Brasileiro (2010–2024)

	Clubes	2010	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	Participações
1	São Paulo																15
2	Flamengo																15
3	Corinthians																15
4	Fluminense																15
5	Atlético Mineiro																15
6	Santos																14
7	Palmeiras																14
8	Internacional																14
9	Grêmio																14
10	Athletico Paranaense																14
11	Botafogo																13
12	Cruzeiro																12
13	Vasco da Gama																11
14	Bahia																11
15	Coritiba																10
16	Atlético Goianiense																8
17	Goiás																8
18	Sport																8
19	Vitória																7
20	Chapecoense																7
21	Ceará																7
22	América Mineiro																6
23	Avaí																6
24	Fortaleza																6
25	Red Bull Bragantino																5
26	Ponte Preta																5
27	Figueirense																5
28	Cuiabá																4
29	Juventude																3
30	Criciúma																3
31	Náutico																2
32	Portuguesa																2
33	Joinville																1
34	Santa Cruz																1
35	Guarani																1
36	Grêmio Prudente																1
37	CSA																1
38	Paraná																1

Fonte: Elaborado pelo autor

Contudo, a realidade de divulgação contábil dos clubes brasileiros apresenta sérias limitações, marcadas por inconsistências na periodicidade, lacunas de informação e ausência

de auditoria independente em determinados exercícios. Esse contexto inviabiliza a constituição de um painel balanceado, como seria ideal em termos estatísticos.

O Quadro 7 ilustra a disponibilidade de dados no período analisado. Os anos destacados em cinza representam aqueles em que constam informações completas das demonstrações contábeis, com relatórios financeiros auditados e disponíveis publicamente, enquanto os anos em branco indicam a ausência de divulgação ou a presença de inconsistências que inviabilizaram a utilização dos dados. O asterisco (*) junto ao ano identifica o momento em que o clube passou a adotar formalmente o modelo de SAF, informação relevante para a análise de possíveis mudanças estruturais e de desempenho decorrentes da alteração do arcabouço jurídico-contábil.

Adicionalmente, o símbolo de *hashtag* (#) foi utilizado para identificar clubes que, embora tenham adotado formalmente a estrutura jurídica de SAF, não realizaram a alienação de ações a investidores externos, permanecendo com 100% do capital social sob controle do clube associativo original. Nesses casos (especificamente América-MG e Atlético-GO), assume-se, para fins metodológicos, que tais entidades mantêm características econômicas e decisórias equivalentes ao modelo associativo.

Situação distinta ocorre com o Bragantino, que deixou de operar como clube associativo e passou a adotar o modelo de clube-empresa, *Red Bull Bragantino*, após sua reestruturação societária. Embora não tenha sido formalmente constituído como Sociedade Anônima do Futebol (SAF), o clube passou a apresentar características econômicas, patrimoniais e de governança alinhadas à lógica das SAFs, notadamente no que se refere à profissionalização da gestão e à separação entre patrimônio esportivo e associativo. Assim, para fins metodológicos, adotou-se a premissa de que o modelo de clube-empresa é funcionalmente equivalente ao de SAF. Situação análoga ocorre com o Cuiabá, que, apesar de já operar como clube-empresa desde sua criação, aprovou, em 13 de dezembro de 2021, a transformação formal para o tipo jurídico de SAF, nos termos da Lei nº 14.193/2021. Esses dois clubes, portanto, foram enquadrados como SAF para fins analíticos.

Quadro 7- Divulgação Contábil dos Clubes Brasileiros

	Clube	2010	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
1	São Paulo															
2	Flamengo															
3	Corinthians															
4	Fluminense															
5	Atlético Mineiro														*	*
6	Santos															
7	Palmeiras															
8	Internacional															
9	Grêmio															
10	Athletico Paranaense															
11	Botafogo													*	*	*
12	Cruzeiro													*	*	*
13	Vasco da Gama													*	*	*
14	Bahia														*	*
15	Coritiba													*	*	*
16	Atlético Goianiense													#	#	#
17	Goiás															
18	Sport															
19	Vitória															
20	Chapecoense															
21	Ceará															
22	América Mineiro													#	#	#
23	Avaí															
24	Fortaleza															*
25	Red Bull Bragantino									*	*	*	*	*	*	*
26	Ponte Preta															
27	Figueirense													*	*	
28	Cuiabá									*	*	*	*	*	*	*
29	Juventude															
30	Criciúma															
31	Náutico															
32	Portuguesa															
33	Joinville															
34	Santa Cruz															
35	Guarani															
36	Grêmio Prudente															
37	CSA															
38	Paraná															*

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme se observa, alguns clubes possuem séries temporais mais completas (ex.: Flamengo, Corinthians, Palmeiras, etc.), enquanto outros apresentam lacunas significativas (ex.: Sport, Vitória, Chapecoense, etc.). Diante desse cenário, estabeleceu-se como critério de

inclusão que cada clube associativo deveria apresentar, no mínimo, cinco exercícios contábeis completos dentro do período analisado, ainda que não consecutivos. O objetivo foi assegurar um volume mínimo de informações financeiras para evitar distorções decorrentes de séries demasiadamente curtas. Entre os 38 clubes inicialmente identificados, 36 cumpriram esse critério, sendo o Grêmio Barueri e o CSA as únicas exceções. Assim, a amostra final mantém a consistência necessária para comparabilidade e robustez das análises.

No caso das SAFs, considerando que sua constituição jurídica decorre da Lei nº 14.193/2021, foram incluídos todos os exercícios contábeis disponíveis a partir da efetiva adoção do modelo societário. Essa decisão assegura que apenas informações produzidas sob o novo arcabouço legal fossem contempladas, preservando a comparabilidade interna entre as entidades que migraram para o formato SAF e garantindo a aderência temporal às exigências normativas aplicáveis.

Do ponto de vista metodológico, a utilização de painéis desbalanceados é amplamente aceita na literatura econométrica (Baltagi; Liu, 2020), desde que devidamente justificada e acompanhada de tratamentos estatísticos adequados. Essa decisão não é apenas técnica, mas reflete a própria realidade institucional brasileira, em que a frágil governança e os problemas de *disclosure* tornam inviável a obtenção de séries históricas completas para todos os clubes.

Assim, a amostra final da pesquisa contempla 36 clubes, totalizando 457 observações entre 2010 e 2024. Essa composição garante representatividade dos principais clubes do cenário nacional e assegura variabilidade suficiente para a análise empírica proposta, ao mesmo tempo em que reconhece e explicita as limitações decorrentes da baixa transparência contábil e financeira no futebol brasileiro.

3.2 Variável Dependente

3.2.1 Conservadorismo Contábil

A adoção do modelo de Givoly e Hayn (2000) mostra-se especialmente adequada para examinar o comportamento contábil dos clubes de futebol brasileiros, por permitir a mensuração do conservadorismo a partir da relação entre resultado contábil e fluxo de caixa operacional, sem depender de variáveis de mercado. Alinhado com o desenho metodológico de Pujiono *et al.* (2023), investiga-se como características financeiras influenciam o grau de conservadorismo reportado, tomando como referência a dinâmica entre lucro e caixa ao longo

do tempo. Do ponto de vista conceitual, o conservadorismo é compreendido como uma assimetria de verificação no reconhecimento de ganhos e perdas, pela qual se exige maior nível de evidência para registrar boas notícias como ganhos do que para reconhecer más notícias como perdas (Watts, 2003).

Assim, a *proxy* de conservadorismo (CONACC) empregada é expressa por:

$$\text{CONACC} = (\text{LL}_{i,t} - \text{DEP}_{i,t}) + \text{FCO}_{i,t} \quad (1)$$

Em que $\text{LL}_{i,t}$ representa o lucro líquido do clube i no período t ; $\text{DEP}_{i,t}$ corresponde à depreciação e amortização; $\text{FCO}_{i,t}$ é o fluxo de caixa das atividades operacionais (Givoly e Hayn, 2000). A interpretação segue o padrão de Givoly e Hayn (2000) e Pujiono *et al.* (2023): quanto mais negativo o valor de CONACC, maior o nível de conservadorismo. Em termos econômicos, valores persistentemente negativos sugerem que o resultado contábil (ainda que ajustado por depreciação/amortização) permanece sistematicamente abaixo do caixa operacional, o que é compatível com um padrão de reconhecimento mais tempestivo de perdas e diferimento de ganhos, característica associada ao conservadorismo na abordagem baseada em *accruals*.

Embora o modelo original de Givoly e Hayn (2000) e Pujiono *et al.* (2023) utilize a rubrica *Net Income* (NI), a operacionalização no contexto brasileiro recorre ao Lucro Líquido (LL) por se tratar da métrica equivalente à última linha da Demonstração do Resultado, preservando o mesmo constructo adotado pelos autores. Givoly e Hayn (2000) definem explicitamente o *NI* como *bottom line net income* ou “o lucro líquido da última linha (isto é, o resultado após ganhos ou perdas de operações descontinuadas, itens extraordinários e o efeito cumulativo de mudanças no princípio contábil)”.

Assim, a adoção do LL como *proxy* de *NI* não representa alteração conceitual do modelo, mas uma adequação terminológica e operacional ao padrão de evidenciação das demonstrações contábeis brasileiras, mantendo aderência ao delineamento metodológico de Givoly e Hayn (2000) e Pujiono *et al.* (2023). Como reforço de consistência na literatura nacional, estudos brasileiros também empregam proxies baseadas na diferença entre lucro e fluxo de caixa operacional, como em Gonzaga e Costa (2009), evidenciando a aplicabilidade dessa abordagem em ambientes com limitações de *disclosure* e foco contábil. Adicionalmente, a literatura recente, como Alves e Brugni (2024) reforça a recorrência do uso de métricas

baseadas em *accruals* para inferir conservadorismo em diferentes contextos empíricos, ainda que com variações operacionais decorrentes da disponibilidade de dados.

Para fins estritamente operacionais (notadamente a estabilidade numérica das estimações e a legibilidade dos coeficientes) essa variável foi escalonada por meio da divisão por um fator constante (1.000.000), procedimento que não altera suas propriedades estatísticas nem compromete a interpretação econômica dos parâmetros estimados.

3.3 Variáveis Independentes

3.3.1 Alavancagem

Conforme tratado no referencial teórico, a alavancagem desempenha papel central na estrutura financeira dos clubes brasileiros, sobretudo por refletir o grau de dependência de capital de terceiros e a pressão exercida pelos credores sobre a gestão. No âmbito metodológico, torna-se necessário retomar esse conceito de forma operacional, uma vez que a alavancagem representa não apenas uma medida de endividamento, mas um indicador sintético da exposição ao risco financeiro e da capacidade dos clubes em sustentar suas obrigações no curto e no longo prazo. Assim, ao transpor o debate teórico para o modelo empírico, a variável de alavancagem assume função estratégica ao captar, de maneira objetiva, como a estrutura financeira pode influenciar o comportamento contábil, especialmente em ambientes marcados por instabilidade, assimetria informacional e restrições contratuais.

Dessa forma, ao avançar para a fase de mensuração, torna-se fundamental explicitar a forma como a alavancagem será tratada neste estudo. A escolha pela razão entre dívida total e ativo total decorre de sua capacidade de sintetizar a intensidade do endividamento dos clubes, traduzindo em uma única métrica o conjunto de obrigações que moldam suas decisões financeiras e contábeis. Essa abordagem permite observar como variações no nível de dívida podem alterar os incentivos dos gestores, ampliando ou reduzindo a necessidade de prudência nas demonstrações financeiras. Além disso, ao incorporar todos os passivos essa medida oferece um retrato mais abrangente do comprometimento patrimonial, alinhando-se ao objetivo de analisar de que maneira condições financeiras adversas podem influenciar a adoção do conservadorismo contábil no setor.

Na prática, a variável de alavancagem é usualmente mensurada pela razão entre o passivo total e o ativo total, sendo essa relação interpretada como um indicador do nível de

dependência da firma em relação a recursos de terceiros (Pujiono *et al.*, 2023). A variável de alavancagem é representada pelo símbolo LEV, e a fórmula é a seguinte (Pujiono *et al.*, 2023; Mahmood, 2023):

$$\text{LEV} = \text{Dívida} / \text{TA} \quad (2)$$

Onde:

LEV: Alavancagem

Dívida: Dívida Total (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante)

TA: Ativos Totais

Ao definir a Dívida como Dívida Total, considera-se o passivo total da empresa (incluindo passivos financeiros onerosos, fornecedores, impostos e outras obrigações) em relação aos seus ativos totais.

3.3.2 Restrições Financeiras

A discussão apresentada no referencial teórico sobre restrições financeiras evidenciou que o *financial distress* não se manifesta como um evento isolado, mas como um processo contínuo de deterioração que pressiona a capacidade operacional das organizações e altera o comportamento dos gestores. Essa condição, marcada por perda de liquidez, aumento de risco e limitação de acesso a crédito, tende a reorganizar prioridades internas e influenciar diretamente as decisões econômicas e contábeis. Ao avançar para a etapa metodológica, torna-se necessário transformar esse fenômeno em uma métrica quantificável, capaz de identificar, de forma objetiva, quando um clube se encontra em situação de fragilidade financeira suficiente para afetar seu desempenho e suas escolhas de reporte contábil. É nesse ponto que a mensuração das restrições financeiras passa a cumprir papel central no modelo empírico.

Na tentativa de criar modelos preditivos no que tange o *financial distress*, Grover e Lavin (2001), trouxe uma proposta (G-Score), com base em uma reinterpretação do tradicional modelo Z-Score, elaborado por Altman em 1968, visando ampliar sua capacidade discriminante. Grover e Lavin (2001), partiram da mesma base empírica utilizada por Altman (1968), mas introduziu modificações substanciais ao incorporar um conjunto adicional de indicadores financeiros. Especificamente, foram acrescentadas treze novas variáveis à equação

original, permitindo uma análise mais abrangente da saúde financeira das empresas. O objetivo era capturar de forma mais precisa os sinais que precedem o colapso financeiro, superando as limitações identificadas nos modelos anteriores quanto à sensibilidade e à adaptabilidade a diferentes contextos setoriais e econômicos. Grover e Lavin (2001) propuseram a Equação 3.

$$\text{G-Score} = 1,650 X_1 + 3,404 X_2 - 0,016 X_3 + 0,057 \quad (3)$$

Onde:

X₁: Capital de giro / Ativos Totais

X₂: Lucro antes dos juros e impostos / Ativos Totais

X₃: ROA (Lucro líquido / Ativos Totais)

No contexto das variáveis que compõem o modelo G-Score, o capital de giro (X_1) expressa a relação entre os recursos de curto prazo e a estrutura total de ativos da organização, refletindo sua capacidade de manter liquidez e continuidade operacional. Conforme a interpretação de Assaf Neto (2020), o capital de giro líquido corresponde ao valor residual das aplicações processadas no ativo circulante, deduzidas as obrigações de curto prazo, sendo obtido pela diferença direta entre o ativo circulante e o passivo circulante.

No modelo proposto por Grover e Lavin (2001), a classificação das empresas quanto à sua situação financeira baseia-se em intervalos específicos do G-Score. Organizações cujo valor é inferior ou igual a -0,02 ($G \leq -0,02$) são consideradas em estado de falência, enquanto aquelas com G-Score igual ou superior a 0,01 ($G \geq 0,01$) são interpretadas como financeiramente saudáveis. As empresas cujos resultados se situam entre esses dois pontos são inseridas em uma zona de incerteza, ou “zona cinzenta”, exigindo análise complementar (Pujiono *et al.*, 2023; Syamni; Majid; Siregar, 2018; Sharma, 2025).

A literatura aponta que, embora originalmente concebido como modelo preditivo de insolvência (Grover; Lavin, 2001), o G-Score tem sido amplamente empregado como instrumento funcional para identificar níveis relativos de deterioração financeira. Evidências demonstram que o modelo apresenta desempenho consistente na identificação de empresas financeiramente saudáveis, com taxas elevadas de acerto e baixo erro do tipo II, característica particularmente relevante em estudos que buscam evitar classificações espúrias de insolvência. Esse comportamento reforça o caráter conservador do G-Score, alinhado à concepção de *financial distress* como processo gradual de deterioração, e não como evento abrupto (Anishafitriani; Putra; Astuti, 2024; Hantono, 2019; Syamni; Majid; Siregar, 2018).

Estudos como o de Hussain *et al.* (2020) empregam o G-Score como medida para o risco de insolvência, demonstrando que os resultados principais permanecem estáveis mesmo diante da substituição da *proxy* tradicional baseada no Z-Score de Altman (1968). Tal evidência indica que o G-Score é capaz de capturar dimensões essenciais do risco financeiro (liquidez, desempenho operacional e rentabilidade) preservando coerência estatística em modelos mais complexos, como aqueles que envolvem mediação por estrutura de capital ou maturidade da dívida. Essa característica é reforçada por comparações sistemáticas realizadas por Pramesti e Yuningsih (2023) e Yoewono (2018), nas quais o G-Score apresenta desempenho semelhante ou competitivo frente a modelos clássicos como Springate (1978) e Zmijewski (1984).

Inspirado na abordagem proposta por Pujiono *et al.* (2023), adota-se neste estudo o modelo G-Score como instrumento de mensuração do *financial distress*. Os autores utilizaram esse modelo em pesquisa conduzida com clubes da *Premier League*, fundamentado na literatura que atribui a esses modelos a capacidade de sinalizar a insolvência com anos de antecedência (Yoewono, 2018). Os resultados evidenciaram a utilidade do G-Score como mecanismo de alerta precoce, capaz de identificar indícios de deterioração financeira antes que a insolvência se concretize. Essa evidência empírica sustenta sua aplicação em contextos distintos, como o dos clubes de futebol brasileiros, que compartilham características de volatilidade econômica, endividamento elevado e forte dependência de receitas variáveis.

3.4 Variáveis de Controle

3.4.1 Delimitação conceitual e função das variáveis de controle

A análise da relação entre conservadorismo contábil, alavancagem financeira e restrições financeiras exige o controle explícito de fatores adicionais que podem influenciar simultaneamente o comportamento contábil das organizações. A ausência desses controles pode resultar em viés por omissão de variáveis explicativas, comprometendo a identificação do efeito específico das variáveis de interesse. Nesse sentido, a inclusão de um vetor de variáveis de controle não constitui mero refinamento estatístico, mas um componente essencial do desenho metodológico.

A literatura internacional sobre conservadorismo contábil é relativamente consensual ao reconhecer que o grau de prudência nos relatórios financeiros não decorre exclusivamente de uma única dimensão econômica, mas emerge da interação entre características estruturais da

firma, desempenho operacional, condições financeiras e ambiente institucional. Estudos como Atwa *et al.* (2022), Pasko *et al.* (2023), Schumann, Thun e Dauth (2023), Srichoke *et al.* (2021) e Xia e Zhu (2009) enfatizam que variáveis como tamanho, lucratividade, retorno sobre o investimento e ocorrência de prejuízos e condições de liquidez exercem influência sistemática sobre os *accruals* e, conseqüentemente, sobre as métricas de conservadorismo, exigindo controle explícito para evitar interpretações enviesadas.

Sob a perspectiva da Teoria da Agência (Jensen e Meckling, 1976) e da Teoria Contábil Positiva (Watts; Zimmerman, 1990), essas variáveis de controle capturam mecanismos fundamentais. O porte tende a se associar a custos políticos, hipótese tradicionalmente vinculada à adoção de maior prudência contábil (Watts; Zimmerman, 1986), argumento retomado por Alves (2019). Em paralelo, a literatura também relaciona conservadorismo ao risco de litígio, que é tipicamente mais evidente em organizações maiores, motivo pelo qual estudos incluem *proxies* específicas para esse risco (Srichoke *et al.*, 2021; Watts, 2003).

Já o desempenho econômico e a lucratividade, condicionam o custo da adoção do conservadorismo, na medida em que empresas mais rentáveis tendem a absorver com maior facilidade os efeitos de uma contabilidade prudente (Ahmed *et al.*, 2002; Srichoke *et al.*, 2021). Da mesma forma, a ocorrência de prejuízos reflete estágios distintos do ciclo econômico das organizações, influenciando tanto a propensão ao gerenciamento de resultados quanto a tempestividade no reconhecimento de perdas (Xia; Zhu, 2009; Pasko *et al.*, 2023).

Levando em consideração o contexto do futebol brasileiro, podemos concluir que a necessidade de controles é crescente, pois a heterogeneidade entre clubes (em termos de porte, estabilidade financeira, capacidade de geração de receitas e exposição a choques exógenos) cria um ambiente no qual o conservadorismo contábil pode refletir não apenas decisões estratégicas dos gestores, mas também condições estruturais que fogem ao escopo das hipóteses centrais. Assim, o vetor de variáveis de controle cumpre a função de isolar, tanto quanto possível, o efeito da alavancagem e das restrições financeiras sobre o conservadorismo, atenuando a influência de fatores concorrentes que poderiam contaminar a interpretação dos coeficientes estimados.

3.4.2 Critérios de seleção das variáveis de controle

A definição do vetor de variáveis de controle adotado segue critérios de coerência teórica, prudência metodológica e adequação empírica ao contexto do futebol brasileiro. Em

primeiro lugar, a seleção das variáveis de controle fundamenta-se na literatura internacional que investiga o conservadorismo sob a ótica dos incentivos contratuais, do desempenho econômico e das condições financeiras. Estudos como Atwa *et al.* (2022), Pasko *et al.* (2023), Srichoke *et al.* (2021), Xia e Zhu (2009) e Alves (2019) convergem ao apontar que características como porte da firma, lucratividade e ocorrência de prejuízos afetam sistematicamente o nível de *accruals* e, por conseguinte, as métricas de conservadorismo. Assim, a inclusão dessas variáveis busca controlar fatores que, embora não sejam o foco central das hipóteses, exercem influência direta sobre o comportamento contábil das organizações.

Em segundo lugar, adotou-se o critério de prudência, evitando a incorporação de variáveis cuja relevância teórica não se sustenta no contexto analisado ou cuja mensuração seria imprecisa diante das limitações de *disclosure* dos clubes brasileiros. Parte da literatura internacional incorpora controles sofisticados relacionados à estrutura de governança, remuneração baseada em ações e internacionalização da gestão (Schumann; Schumann; Thun; Dauth, 2023; Srichoke *et al.*, 2021). Contudo, tais variáveis não são diretamente observáveis ou comparáveis no ambiente do futebol brasileiro, marcado por estruturas associativas, ausência de mercado acionário e divulgação limitada de informações gerenciais. A exclusão dessas proxies, portanto, não decorre de omissão, mas de uma decisão metodológica deliberada para preservar consistência e comparabilidade.

Em terceiro lugar, a escolha das variáveis de controle considera a disponibilidade, continuidade e confiabilidade dos dados ao longo do período analisado (2010–2024). Variáveis como tamanho, retorno sobre ativos, prejuízo e pandemia da Covid-19, podem ser extraídas de forma relativamente padronizada a partir das demonstrações contábeis auditadas, reduzindo o risco de vieses de mensuração e perdas amostrais adicionais. Esse critério é particularmente relevante em um painel desbalanceado, no qual a introdução de controles pouco observáveis poderia comprometer a robustez dos estimadores.

Por fim, a seleção do vetor de controles reflete a necessidade de separar efeitos estruturais de efeitos contingenciais. Enquanto variáveis como tamanho e lucratividade capturam características relativamente persistentes dos clubes, indicador como prejuízo refletem choques de curto prazo e fases específicas do ciclo financeiro. Essa combinação permite controlar simultaneamente dimensões estáveis e transitórias do desempenho econômico, alinhando-se às recomendações da literatura (Atwa *et al.*, 2022; Pasko *et al.*, 2023; Srichoke *et al.*, 2021; Xia; Zhu, 2009; Alves, 2019) e evitando a atribuição indevida de efeitos às variáveis centrais do modelo. Dessa forma, o conjunto de variáveis de controle adotado não

pretende esgotar todos os determinantes possíveis do conservadorismo contábil, mas sim capturar aqueles fatores que, segundo a teoria e a evidência empírica, são essenciais para isolar o efeito da alavancagem financeira e das restrições financeiras no contexto institucional específico do futebol brasileiro.

3.4.3 Fundamentação e operacionalização das variáveis de controle

Em consonância com os critérios delineados anteriormente, as variáveis de controle são compostas por indicadores financeiros e de desempenho, cuja função é isolar fatores estruturais e contingenciais que podem influenciar o comportamento dos *accruals* e, consequentemente, a mensuração do conservadorismo. A seguir, apresenta-se a fundamentação teórica e a definição operacional de cada variável adotada.

3.4.3.1 Tamanho do clube (SIZE)

O porte da organização é recorrentemente apontado como determinante relevante das práticas contábeis. Sob a ótica dos custos políticos, clubes de maior porte tendem a estar mais expostos ao escrutínio de credores, órgãos reguladores, mídia e demais stakeholders, o que pode intensificar a demanda por relatórios financeiros mais prudentes (Watts; Zimmerman, 1986; Ahmed *et al.*, 2002). Ao mesmo tempo, organizações maiores costumam apresentar menor assimetria informacional, o que pode reduzir a necessidade de conservadorismo (Khan; Watts, 2009). Diante dessa ambiguidade teórica, o controle pelo tamanho é essencial para evitar que o efeito da escala operacional seja indevidamente atribuído às variáveis centrais do modelo. Para isso, SIZE é mensurado pelo logaritmo natural do total de ativos (Atwa *et al.*, 2022; Pasko *et al.*, 2023; Srichoke *et al.*, 2021).

3.4.3.2 Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)

O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) é utilizado como variável de controle para captar a rentabilidade da empresa sob a perspectiva do capital próprio investido. A inclusão dessa métrica fundamenta-se na premissa de que o desempenho financeiro pode influenciar a discricionariedade dos gestores, uma vez que a eficiência na geração de lucros para os acionistas pode mitigar a necessidade de recorrer a práticas contábeis agressivas para mascarar resultados

insuficientes. Assim, o ROE serve como uma *proxy* de desempenho que ajuda a isolar os efeitos da lucratividade sobre a magnitude do conservadorismo nos relatos financeiros. A variável é operacionalizada como a razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido total da entidade (Alves, 2021; Schumann; Thun; Dauth, 2023).

3.4.3.3 Prejuízo (*LOSS*)

A ocorrência de prejuízos constitui um indicador direto de pressão econômica e potencial incentivo a escolhas contábeis oportunistas. Firms que reportam resultados negativos tendem a enfrentar maior risco de violação de contratos, deterioração reputacional e restrições de financiamento, fatores que podem influenciar a tempestividade no reconhecimento de perdas (Xia; Zhu, 2009; Pasko *et al.*, 2023). A literatura frequentemente utiliza variáveis *dummy* de prejuízo para capturar esses efeitos assimétricos sobre os *accruals* e sobre a qualidade da informação contábil. Seguindo Pasko *et al.* (2023) e Schumann, Thun e Dauth (2023), *LOSS* assume valor 1 quando o clube apresenta prejuízo no exercício e 0 caso contrário.

3.4.3.4 Dummy Pandemia (*PANDEMIA*)

Considerando o recorte temporal da pesquisa (2010–2024), torna-se necessário controlar os efeitos excepcionais decorrentes da pandemia da COVID-19, que afetou de forma significativa a geração de receitas, a liquidez e a estrutura financeira dos clubes, especialmente nos exercícios de 2020 e 2021. A inclusão de uma variável *dummy* para esse período permite isolar choques exógenos de natureza sistêmica que poderiam distorcer tanto os indicadores de desempenho quanto as métricas de conservadorismo contábil. Embora a literatura internacional mais recente ainda esteja consolidando evidências sobre os impactos contábeis da pandemia, o uso de *dummies* temporais para capturar choques macroeconômicos é prática recorrente em modelos com dados em painel por meio de *dummies* de ano, como se observa no uso de variáveis anuais (*YEAR*) em Pujiono *et al.* (2023) e Pasko *et al.* (2023). A aplicação específica de uma *dummy* para o biênio 2020–2021, neste estudo, é uma decisão operacional para isolar um choque exógeno concentrado no período da COVID-19.

Quadro 8 – Síntese das variáveis do estudo

Variável	Mensuração	Função analítica no modelo / Hipótese / Sinal Esperado	Fundamentação teórica
<i>Variáveis Dependentes</i>			
CONACC - Conservadorismo Contábil	Mensurado pelo modelo de Givoly e Hayn (2000), operacionalizado a partir do nível de accruals contábeis, calculado pela diferença entre o lucro líquido do período, ajustado pela depreciação, e o fluxo de caixa operacional.	Proxy do grau de conservadorismo contábil, capturando a tendência ao reconhecimento mais tempestivo de perdas por meio do acúmulo de accruals negativos persistentes.	Givoly; Hayn, 2000; Pujiono <i>et al.</i> , 2023; Gonzaga; Costa, 2009; Alves; Brugni, 2024.
<i>Variáveis Independentes</i>			
LEV - Alavancagem	Razão entre a Dívida Total (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante) e os Ativos Totais (TA)	Captura o grau de alavancagem financeira e a intensidade da pressão contratual exercida por credores. H₁ A alavancagem financeira está direta e positivamente associada à aplicação do princípio do conservadorismo. Sinal esperado: (+) positivo	Pujiono <i>et al.</i> , 2023; Mahmood, 2023.
DISTRESS - Restrição Financeira	Modelo G-Score: se restrita financeiramente ($G\text{-Score} \leq -0,02$), e se financeiramente saudável ($G\text{-Score} \geq 0,01$). Modelo Zmijewski: valores de $X > 0$ indicam probabilidade de dificuldades financeiras; valores negativos indicam ausência de risco.	Representa deterioração financeira e risco de insolvência, intensificando monitoramento e demanda por proteção contratual. H₃ A restrição financeira está direta e positivamente associada à aplicação do princípio do conservadorismo. Sinal esperado: (+) positivo	Grover; Lavin, 2001; Pujiono <i>et al.</i> , 2023; Anishafitriani; Putra; Astuti, 2024; Hantono, 2019; Syamni; Majid; Siregar, 2018
<i>Variáveis Moderadoras</i>			
Modelo de Gestão	Clubes Associativos = 0; SAF = 1.	Avalia se a estrutura de governança intensifica o efeito disciplinador da alavancagem e da restrição financeira sobre o conservadorismo. H₂ A alavancagem financeira, moderada pela estrutura de governança dos clubes, está positivamente associada à aplicação do princípio do conservadorismo. Sinal esperado: (+) positivo H₄ A restrição financeira, moderada pela estrutura de governança dos clubes, está positivamente associada à aplicação do princípio do conservadorismo. Sinal esperado: (+) positivo	

<i>Variáveis de Controle</i>			
<i>SIZE</i> (Tamanho)	Logaritmo natural do total de ativos	Controla efeitos de escala, custos políticos, exposição a litígios e assimetria informacional. Sinal esperado: (+) positivo	Watts; Zimmerman, 1986; Ahmed <i>et al.</i> , 2002; Atwa <i>et al.</i> , 2022; Pasko <i>et al.</i> , 2023; Srichoke <i>et al.</i> , 2021.
ROE (Retorno sobre Patrimônio Líquido)	Lucro líquido ÷ PL	Controla o desempenho econômico e o custo da adoção do conservadorismo. Sinal esperado: (-) negativo	Ahmed <i>et al.</i> , 2002; Atwa <i>et al.</i> , 2022; Srichoke <i>et al.</i> , 2021.
<i>LOSS</i> (Prejuízo)	<i>Dummy</i> = 1 se o clube reporta prejuízo no ano; 0 caso contrário	Captura pressão financeira, risco de oportunismo e efeitos assimétricos nos <i>accruals</i> . Sinal esperado: (+) positivo	Xia; Zhu, 2009; Pasko <i>et al.</i> , 2023; Schumann; Thun; Dauth, 2023.
PANDEMIA (2020–2021)	<i>Dummy</i> = 1 para os anos de 2020 e 2021; 0 caso contrário	Isola choque exógeno sistêmico sobre receitas, liquidez e estrutura financeira Sinal esperado: (+) positivo	Pujiono <i>et al.</i> , 2023; Pasko <i>et al.</i> , 2023.
ROCE (Retorno sobre o capital empregado)	EBIT ÷ capital empregado (patrimônio líquido + obrigações onerosas).	<i>Proxy</i> alternativa de eficiência econômica e disciplina na alocação de capital. Sinal esperado: (+) positivo	Rosario; Rosario, 2024; Edwards, 2024.

Fonte: Elaborado pelo autor

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise descritiva dos dados

Inicialmente, foi realizada a análise descritiva das variáveis consideradas para o modelo, com o objetivo de caracterizar a base de dados, compreender o comportamento das variáveis e identificar padrões, tendências, possíveis assimetrias e presença de valores extremos. Essa etapa permitiu avaliar a distribuição das variáveis, verificar a consistência dos dados e fornecer subsídios para as etapas posteriores de modelagem e tomada de decisão metodológica.

Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis quantitativas

Variáveis	Obs	Média	Mediana	Desvio Padrão	Coef. Var.	Min	Max
Alavancagem	456	1,59	1,04	1,64	103%	0,05	13,56
Conservadorismo Contábil	/ 456	-14,64	-7,62	81,67	-558%	-364,03	828,91
1.000.000							
ROCE	456	-7,45	0,04	164,02	-2200%	-3,502,05	19,26
ROE	456	-0,06	0,02	4,30	-7815%	-47,38	45,74
Ativo	456	348.761.590,29	203.713.517	389.551.910,16	112%	2.990.243	2.042.721.000

Fonte: elaborada pelo autor

Os resultados da estatística descritiva das variáveis quantitativas (Tabela 1) evidenciam elevada heterogeneidade financeira entre os clubes analisados. Observa-se que a alavancagem apresenta média e mediana superior a 1, indicando que, em média, o passivo total dos clubes supera o valor de seus ativos, refletindo situações recorrentes de elevado endividamento e, em alguns casos, patrimônio líquido negativo. O conservadorismo contábil exibe ampla variabilidade, com valores médios negativos e presença de valores extremos, sugerindo diferenças relevantes nas práticas de reconhecimento contábil ao longo do tempo. As métricas de desempenho econômico (ROE e ROCE) apresentam médias negativas e medianas positivas, com elevada volatilidade, refletindo a instabilidade financeira característica do setor. Além disso, o ativo total revela significativa variabilidade, sendo observado principalmente os valores mínimos e máximos.

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis qualitativas utilizadas no modelo. Observa-se que a variável *Distress* (Restrição Financeira) assume valor igual a 1 em 71,4% das observações, indicando que, na maior parte do período analisado, os clubes se encontravam em situação de restrição financeira segundo o critério adotado. De forma semelhante, a variável *Zmijewski Score* aponta que cerca de 74,4% das observações apresentam

indicativo de dificuldade financeira, reforçando a elevada fragilidade econômico-financeira presente na amostra.

No que se refere à variável LOSS, verifica-se que aproximadamente 59,0% das observações correspondem a períodos em que os clubes apresentaram prejuízo contábil, evidenciando a recorrência de resultados negativos ao longo do horizonte temporal analisado. Por fim, a variável relacionada ao modelo de gestão indica que apenas 5,4% das observações correspondem a clubes organizados sob a forma SAF o que sugere que a amostra é predominantemente composta por clubes com estrutura associativa tradicional.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis qualitativas.

Variáveis	Obs	0	1	Proporção = 1
Distress	451	129	322	71,4%
LOSS	456	187	269	59,0%
SAF (0 = Associativo; 1 = SAF)	555	525	30	5,4%
Zmijewski Score	457	117	340	74,4%

Fonte: elaborada pelo autor

Também foi analisada a matriz de correlação de *Spearman* entre as variáveis do estudo (Tabela 3), com o objetivo de avaliar a associação bivariada entre a variável dependente e as variáveis explicativas e de controle, bem como identificar potenciais indícios de multicolinearidade. A escolha do coeficiente de *Spearman* justifica-se pela presença de assimetrias, valores extremos e variáveis discretas no conjunto de dados, características que tornam essa medida mais robusta do que a correlação de Pearson.

Em relação à variável dependente, observa-se que a alavancagem financeira apresenta correlação negativa com a medida de conservadorismo contábil ($\rho = -0,07$), porém de baixa magnitude e sem significância estatística, indicando ausência de evidência robusta de associação monotônica em nível bivariado.

Por outro lado, a variável de restrição financeira (*Distress*) apresenta correlação negativa e estatisticamente significativa com o conservadorismo contábil ($\rho = -0,365$; $p < 0,01$), sugerindo que observações associadas a maior fragilidade financeira tendem a apresentar menor grau de conservadorismo. Resultados semelhantes são observados para a variável LOSS, que exibe correlação negativa e significativa com o conservadorismo ($\rho = -0,440$; $p < 0,01$).

Quanto às demais variáveis de controle, ROCE apresenta correlação positiva e significativa com o conservadorismo contábil, enquanto o tamanho do ativo (em logaritmo) e o

ROE exibem correlações negativas e estatisticamente significativas, ainda que de magnitudes moderadas.

No que se refere à multicolinearidade, as correlações entre as variáveis explicativas permanecem, em sua maioria, abaixo de níveis considerados problemáticos, resultado corroborado posteriormente pelos baixos valores do fator de inflação da variância (VIF), indicando ausência de colinearidade severa.

De modo geral, os resultados da análise de correlação reforçam a necessidade da abordagem multivariada em painel, uma vez que relações não evidentes em análises bivariadas tornam-se relevantes após o controle por heterogeneidade não observada entre clubes e ao longo do tempo.

Tabela 3 – Matriz de Correlação

Variável	Conacc	Alavanc	Log (Ativo)	ROE	ROCE	Distress	LOSS	MG	ZS
Conacc	1								
Alavanc.	-0.07	1							
Log (Ativo)	-0.235***	-0.32***	1						
ROE	-0.138***	0.125***	0.009	1					
ROCE	0.225***	0.161***	-0.049	0.11**	1				
Distress	-0.365***	0.239***	-0.01	-0.033	-0.415***	1			
LOSS	-0.44***	0.137***	-0.074	0.029	-0.451***	0.633***	1		
MG	0.096**	-0.077	-0.077	0.175***	0.095**	-0.155***	-0.127***	1	
ZS	-0.165***	0.721***	-0.139***	-0.028	-0.022	0.279***	0.155***	-0.053	1

***significante a 1%; **significante a 5%; *significante a 10%

Legenda: **Alavanc:** Alavancagem; **MG:** Modelo de Gestão; **ZS:** Zmijewski Score.

Fonte: Elaborado pelo autor

4.2 Resultados do modelo principal

A Tabela 4 apresenta os resultados do modelo principal, que avalia os efeitos diretos da alavancagem financeira e da restrição financeira sobre o conservadorismo contábil, incorporando variáveis de controle relacionadas ao porte, desempenho econômico e ocorrência de prejuízos.

Tabela 4 - Resultados do modelo de efeitos fixos bidirecionais (efeitos diretos)

Variável	Coeficiente	Erro-padrão robusto	Estatística t	p-valor
Alavancagem	-9,4349	4,6648	-2,0226	0,0438
Distress	-38,3213	14,7432	-2,5992	0,0097
Log (Ativo)	-23,2862	11,4862	-2,0273	0,0433
ROE	0,1167	0,9860	0,1183	0,9059
LOSS	-37,3057	7,2284	-5,1610	<0,001

Nota: Modelo de efeitos fixos bidirecionais (clube e ano). Erros-padrão robustos clusterizados por clube. **R² within:** 0,153

Fonte: Elaborada pelo autor

Os resultados indicam que a alavancagem financeira apresenta coeficiente estatisticamente significativo, porém com sinal negativo ($\beta_1 = -9,4349$) sugerindo que níveis mais elevados de endividamento estão associados a menor conservadorismo contábil. Resultado semelhante é observado para a variável de restrição financeira, cujo coeficiente negativo e significativo ($\beta_2 = -38,3213$) indica que clubes em situação de restrição financeira tendem a adotar práticas contábeis menos conservadoras. O modelo apresenta **R² within** igual a 0,153, indicando que as variáveis explicativas são capazes de explicar parcela relevante da variação do conservadorismo contábil ao longo do tempo dentro dos clubes, valor compatível com modelos de efeitos fixos estimados com dados financeiros em painel.

4.3 Análise da moderação pela estrutura de governança (SAF)

Com o objetivo de avaliar se a estrutura de governança dos clubes, representada pela adoção do modelo SAF, exerce papel moderador na relação entre alavancagem, restrição financeira e conservadorismo contábil, estimou-se um modelo que incorpora termos de interação, cujos resultados são apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 - Modelo com moderação pela estrutura de governança (SAF)

Variável	Coeficiente	Erro-padrão robusto	Estatística t	p-valor
Alavancagem	-9,1107	3,7519	-1,9606	0,0506
Distress	-40,4655	15,5791	-2,6016	0,0096
Log(Ativo)	-19,9511	8,9738	-1,6809	0,0936
ROE	0,1337	0,8362	0,1345	0,8930
LOSS	-37,3120	10,1687	-5,1286	<0,001
Alavancagem × SAF	0,8441	21,6295	0,1386	0,8899
Distress × SAF	58,7472	23,5225	2,4975	0,0129

Nota: Modelo de efeitos fixos bidirecionais. Erros-padrão robustos clusterizados por clube. **R² within:** 0,157

Fonte: elaborada pelo autor

Embora o coeficiente do termo de interação entre restrição financeira e o modelo de governança SAF apresente significância estatística individual, a avaliação adequada do efeito

moderador requer a análise do efeito total da restrição financeira condicionado à estrutura de governança. Para esse fim, foram realizados testes de hipóteses lineares sobre os coeficientes estimados, de modo a verificar se o impacto conjunto da restrição financeira difere estatisticamente entre clubes organizados sob o modelo SAF e aqueles com estrutura associativa. Os resultados desses testes são apresentados a seguir, a partir do teste do efeito total da moderação.

4.4 Teste do efeito total da moderação

A Tabela 6 apresenta os resultados dos testes de Wald utilizados para avaliar se o efeito total da alavancagem e da restrição financeira em clubes SAF difere estatisticamente de zero. Os resultados indicam que não se pode rejeitar a hipótese nula de que os efeitos totais da alavancagem e da restrição financeira em clubes SAF sejam estatisticamente nulos, não havendo dessa forma evidência robusta de moderação pela estrutura de governança.

Tabela 6 - Teste do efeito total da moderação

Hipótese testada	Estatística χ^2	p-valor
Alavancagem + Alavancagem $\times$ SAF = 0	1,36	0,2439
Distress + Distress $\times$ SAF = 0	1,61	0,2046

Fonte: elaborada pelo autor

A moderação foi incorporada ao modelo de dados em painel por meio dos termos de interação entre alavancagem e SAF, bem como entre restrição financeira e SAF, estimados no modelo com efeitos fixos *two-ways*. A Tabela 6 apresenta um teste de Wald pós-estimação, utilizado para avaliar o efeito total dessas variáveis em clubes SAF, definido como a soma do coeficiente principal e do coeficiente de interação. Assim, o teste baseia-se diretamente no modelo em painel estimado com moderação, não sendo necessária a estimação de um modelo separado.

A interpretação dos resultados relativos à moderação pela estrutura de governança SAF deve considerar as limitações inerentes aos dados disponíveis. A variável SAF apresenta natureza dicotômica e sem variabilidade temporal, uma vez que não apresenta variação temporal dentro dos clubes ao longo do período analisado, o seu efeito principal não é identificado separadamente, sendo absorvido pelos efeitos fixos individuais.

Ademais, o número reduzido de clubes organizados sob o modelo SAF, bem como a quantidade limitada de observações em que tais clubes apresentam variação relevante nas

condições financeiras, reduz o poder estatístico dos testes de interação e do teste do efeito total condicionado. Essas características dificultam a detecção de efeitos moderadores robustos, ainda que coeficientes individuais de interação possam apresentar significância estatística isolada.

4.5 Testes de robustez

A robustez dos resultados foi avaliada por meio da substituição da métrica de rentabilidade, trocando-se o ROE pelo ROCE, e substituindo G-Score de Grover e Lavin (2001) pelo modelo de detecção de restrição financeira, desenvolvido por Zmijewski (1984).

O *Return on Capital Employed* (ROCE) é empregado como métrica de controle para captar a eficiência econômica da entidade na utilização do capital total à sua disposição, abrangendo simultaneamente recursos próprios e de terceiros. Em termos conceituais, o ROCE expressa a relação entre uma medida de resultado operacional e o estoque de capital empregado, sendo usualmente operacionalizado como a razão entre o lucro antes de juros e impostos (EBIT) e o capital empregado, entendido como a soma do patrimônio líquido e das obrigações onerosas de curto e longo prazo (Rosario; Rosario, 2024; Edwards, 2024). Essa formulação permite avaliar a capacidade da organização de gerar retornos a partir do conjunto de recursos financiadores, independentemente de sua estrutura de capital, o que torna o indicador particularmente útil em contextos comparativos e em análises de eficiência econômica.

A literatura reconhece que o ROCE é uma medida retrospectiva, sensível a práticas contábeis e escolhas de mensuração, razão pela qual sua utilização requer cautela interpretativa e articulação com outros indicadores de desempenho e risco (Rosario e Rosario, 2024). Ainda assim, evidências empíricas recentes associam níveis mais elevados de ROCE a melhor avaliação de mercado e maior capacidade de sustentar crescimento no longo prazo, reforçando sua relevância como *proxy* sintética de eficiência econômica e disciplina na alocação de capital (Rosario; Rosario, 2024).

O modelo de detecção desenvolvido por Zmijewski (1984), traz a seguinte forma de cálculo:

$$X = -4,3 - 4,5X_1 + 5,7X_2 - 0,004X_3 \quad (4)$$

Onde:

$X1 = \text{Retorno sobre os Ativos (Lucro Líquido} \div \text{Ativo Total)}$

$X2 = \text{Índice de Endividamento (Passivo Total} \div \text{Ativo Total)}$

$X3 = \text{Índice de Liquidez Corrente (Ativo Circulante} \div \text{Passivo Circulante)}$

Conforme Zmijewski (1984), valores de X superiores a zero indicam a probabilidade de ocorrência de dificuldades financeiras, ao passo que valores negativos sinalizam a ausência desse risco, caracterizando a empresa como financeiramente saudável. O autor destaca ainda que o modelo apresenta elevado poder preditivo, com nível de acurácia de 94,9%.

Com a substituição de ROE por ROCE, os coeficientes associados à alavancagem e à restrição financeira mantiveram o sinal, magnitude e significância estatística semelhantes aos observados no modelo principal, indicando que os resultados são robustos à escolha da métrica de desempenho econômico. Os resultados são apresentados nas Tabelas 7.

Tabela 7 - Teste de robustez (substituição de ROE por ROCE)

Variável	Coefficiente	Erro-padrão robusto	Estatística t	p-valor
Alavancagem	-9,4496	4,6763	-2,0208	0,0439
Distress	-37,8960	15,1634	-2,4992	0,0129
Log(Ativo)	-23,5101	11,3617	-2,0692	0,0392
ROCE	-0,0153	0,0039	-3,9081	<0,001
LOSS	-37,3049	7,3699	-5,0616	<0,001

Fonte: elaborada pelo autor

Em relação a substituição de G-Score por Zmijewski Score, observamos que o sinal e significância estatística continuaram presentes, com a diferença que o coeficiente de G-Score era -38,32 enquanto que de Zmijewski Score foi de -29,55; ou seja, quando há restrições financeiras, em ambos os casos, há uma maior redução no conservadorismo contábil. Os resultados são apresentados na Tabela 8.

Tabela 8 - Teste de robustez (substituição de Gscore por Zmijewski Score)

Variável	Coefficiente	Erro-padrão robusto	Estatística t	p-valor
Alavancagem	-8,95332	4,3349	-2,0654	0,0395
Zmijewski Score	-29,5532	14,4673	-2,0428	0,0417
Log (Ativo)	-24,7942	11,5728	-2,1425	0,0328
ROCE	-0,0009	0,9160	-0,0101	0,99
LOSS	-53,8463	9,5352	-5,6471	<0,001

Fonte: elaborada pelo autor

4.6 Diagnóstico e validação do modelo

Os testes diagnósticos indicaram a presença de heterocedasticidade e dependência transversal, justificando a adoção de erros-padrão robustos e clusterizados. O teste de Wooldridge não indicou autocorrelação serial nos resíduos, e a análise de correlação e dos fatores de inflação da variância ($VIF < 2$) não apontou problemas relevantes.

Tabela 9 - Síntese da validação das hipóteses

Hipótese	Evidência empírica	Conclusão	Sinal Esperado	Sinal Encontrado
H ₁ : A alavancagem financeira está direta e positivamente associada à aplicação do princípio do conservadorismo.	Alavancagem significativa com sinal negativo	Não suportada	(+)	(-)
H ₂ : A alavancagem financeira, moderada pela estrutura de governança dos clubes, está positivamente associada à aplicação do princípio do conservadorismo.	Moderação pela SAF não robusta	Não suportada	(+)	(-)
H ₃ : A restrição financeira está direta e positivamente associada à aplicação do princípio do conservadorismo.	<i>Distress</i> significativo com sinal negativo	Não suportada	(+)	(-)
H ₄ : A restrição financeira, moderada pela estrutura de governança dos clubes, está positivamente associada à aplicação do princípio do conservadorismo.	Moderação pela SAF não robusta	Não suportada	(+)	(-)

Fonte: elaborada pelo autor

Os resultados indicam que, embora alavancagem e restrição financeira sejam estatisticamente relevantes, os efeitos observados não corroboram a direção positiva prevista nas hipóteses teóricas, sugerindo particularidades institucionais do contexto dos clubes de futebol brasileiros.

4.7 Principais resultados e Interpretação dos achados

Os resultados indicam que, no contexto dos clubes de futebol brasileiros, tanto a alavancagem financeira quanto a restrição financeira estão associadas a níveis mais baixos de conservadorismo contábil. Em termos gerais, os achados sugerem que o aumento da dependência de capital de terceiros e a intensificação da pressão financeira não induzem,

necessariamente, maior prudência no reconhecimento contábil de perdas, mas tendem a se associar a comportamentos menos conservadores.

Esse padrão manifesta-se de forma consistente nos diferentes modelos estimados e permanece robusto a distintas especificações econométricas e testes de sensibilidade. A alavancagem, embora estatisticamente relevante, apresenta relação negativa com o conservadorismo, indicando que a maior exposição ao endividamento não se traduz, no caso brasileiro, em reforço da função disciplinadora da contabilidade. De modo análogo, a condição de restrição financeira, mensurada por proxies de *financial distress*, associa-se sistematicamente à redução do conservadorismo, sugerindo que a deterioração financeira não estimula o reconhecimento mais tempestivo de perdas nem a postergação de ganhos.

Esses resultados contrastam com o estudo de Pujiono *et al.* (2023), que documenta associação positiva entre alavancagem financeira, *financial distress* e conservadorismo contábil em clubes da *Premier League*. Naquele contexto, o aumento do risco financeiro é interpretado como gatilho para maior prudência contábil, em função da maior vigilância de credores, investidores e órgãos reguladores, em um ambiente caracterizado por governança mais estruturada e *enforcement* mais efetivo. A divergência observada neste estudo sugere que a relação entre risco financeiro e conservadorismo não é universal, mas profundamente condicionada pelo ambiente institucional.

A evidência aqui encontrada dialoga de forma mais direta com a literatura nacional. Estudos como Nascimento *et al.* (2015), Demonier, Almeida e Bortolon (2015), Sampaio, Coelho e Holanda (2015), Scalzer, Beiruth e Reina (2017) e Silva (2019) já apontavam que, no ambiente institucional brasileiro, a elevação do endividamento e da pressão financeira tende a estar associada a menor reconhecimento tempestivo de perdas, elevada discricionariedade contábil e uso estratégico dos demonstrativos financeiros. No caso específico dos clubes de futebol, Nascimento *et al.* (2015) evidenciam práticas oportunistas na mensuração de ativos e no reporte contábil, frequentemente voltadas à melhoria artificial de indicadores econômico-financeiros, sem correspondência necessária com a situação econômica subjacente.

Essa convergência com a literatura nacional sugere que, em ambientes marcados por fragilidades institucionais, renegociação recorrente de dívidas, tolerância a déficits persistentes e limitada capacidade de *enforcement*, a contabilidade tende a assumir um papel predominantemente formal, com reduzida utilidade contratual e menor capacidade de sinalização econômica. Nesses contextos, a pressão financeira pode enfraquecer (e não reforçar)

a função disciplinadora do conservadorismo, estimulando respostas contábeis estratégicas voltadas à preservação de liquidez, reputação ou acesso a financiamento.

Do ponto de vista teórico, esses achados tensionam a interpretação clássica segundo a qual o conservadorismo emerge como resposta eficiente aos conflitos entre gestores e credores, conforme proposto por Watts (2003) e operacionalizado em modelos como Basu (1997), Givoly e Hayn (2000), Ahmed *et al.* (2002), Zhang (2008) e Nikolaev (2010). Embora essa lógica encontre respaldo empírico em ambientes nos quais contratos são economicamente relevantes, a informação contábil é central para a execução contratual e o *enforcement* é elevado, os resultados deste estudo indicam que tais premissas não se sustentam integralmente no futebol brasileiro.

No que se refere à estrutura de governança, a análise da moderação associada ao modelo SAF não forneceu evidências robustas de que esse arranjo institucional altere substantivamente a relação entre risco financeiro e conservadorismo contábil. Apesar de a SAF representar, do ponto de vista normativo, um avanço relevante, os resultados sugerem que sua adoção, no período analisado, ainda não foi suficiente para modificar de forma significativa os incentivos contábeis dos clubes. Essa ausência de efeito moderador pode refletir tanto o caráter recente da legislação quanto a persistência de práticas herdadas do modelo associativo, limitando a internalização de mecanismos mais rigorosos de monitoramento e *accountability*.

Além do mais, os resultados encontrados tensionam diretamente a hipótese do contrato de dívida prevista pela Teoria Contábil Positiva (Watts; Zimmerman, 1986). Segundo essa perspectiva, o aumento do endividamento elevaria a probabilidade de violação de cláusulas contratuais e, conseqüentemente, ampliaria a demanda por práticas contábeis mais prudentes, capazes de reconhecer perdas de forma tempestiva e reduzir a assimetria informacional entre gestores e credores (Watts, 2003; Ahmed *et al.*, 2002). Entretanto, no contexto analisado, observa-se movimento inverso: níveis mais elevados de alavancagem e maior pressão financeira não se traduzem em reforço da função disciplinadora do conservadorismo, mas em sua mitigação.

Esse padrão sugere que os incentivos previstos pela hipótese da dívida somente se materializam quando contratos são efetivamente relevantes e o ambiente institucional assegura monitoramento e *enforcement* consistentes, como documentado por Pujiono *et al.* (2023). Em contraste, quando o risco de sanção contratual é reduzido ou quando a renegociação de obrigações é recorrente, a lógica disciplinadora postulada pela PAT tende a enfraquecer,

permitindo que a contabilidade seja utilizada de forma estratégica para suavizar indicadores e postergar o reconhecimento de perdas.

À luz da Teoria da Agência, os resultados sugerem que o agravamento das condições financeiras não intensifica, necessariamente, os mecanismos de monitoramento e alinhamento de interesses, mas pode ampliar o espaço para comportamentos oportunistas, especialmente em estruturas organizacionais marcadas por dispersão de interesses e fragilidade de governança (Jensen; Meckling, 1976; Rezende; Dalmácio, 2015). Em clubes predominantemente organizados sob a forma associativa, nos quais a estrutura de propriedade é difusa e o conjunto de *stakeholders* ultrapassa a lógica tradicional acionista-gestor, os conflitos de agência assumem contornos mais complexos (Silva; Las Casas, 2018).

Nesses contextos, a assimetria informacional tende a ser elevada e os mecanismos formais de monitoramento mostram-se limitados, o que reduz a capacidade disciplinadora da informação contábil. Assim, diante de pressões financeiras intensificadas, os gestores podem ser incentivados a adotar práticas menos conservadoras, seja para preservar reputação, manter apoio político ou evitar reações adversas de credores e torcedores. Em vez de funcionar como instrumento eficiente de redução de custos de agência, conforme proposto por Watts (2003) e Ahmed *et al.* (2002), o conservadorismo contábil parece perder sua centralidade contratual, refletindo um ambiente em que os custos de monitoramento são elevados e a perda residual tende a ser absorvida de forma difusa pelos diversos *stakeholders*.

A incorporação da Teoria da Captura Regulatória contribui para aprofundar essa interpretação ao deslocar a análise do plano estritamente contratual para a dimensão institucional mais ampla. Conforme argumenta Stigler (1971), quando agentes regulados exercem influência significativa sobre o desenho e a aplicação das normas, o aparato regulatório tende a perder sua função disciplinadora original. No futebol brasileiro, a recorrência de programas de refinanciamento, a flexibilização de obrigações e a lógica autorregulatória descrita por Fonseca (2018) sugerem um ambiente no qual a disciplina financeira é frequentemente subordinada a acomodações políticas e interesses setoriais (Esteche Filho, 2020; Andrade Júnior; Ferreira; Piva, 2019).

Nesse contexto, a ausência de resposta conservadora diante do aumento da alavancagem pode ser compreendida não como anomalia estatística, mas como consequência de um ambiente em que a probabilidade de penalização efetiva é reduzida. Se o risco de execução contratual ou de sanção regulatória é atenuado por renegociações recorrentes ou por tolerância institucional a *déficits* persistentes, a demanda por reconhecimento tempestivo de perdas perde intensidade.

Assim, o conservadorismo deixa de operar como mecanismo de proteção a credores e passa a assumir caráter contingente, condicionado por um arcabouço regulatório permeável à captura e com capacidade limitada de impor disciplina econômica estrutural.

Em resumo, os achados indicam que o conservadorismo contábil, no contexto do futebol brasileiro, não opera prioritariamente como mecanismo endógeno de eficiência contratual, mas como prática contingente a um ambiente institucional caracterizado por fragilidades regulatórias, incentivos assimétricos e baixa capacidade disciplinadora. Essa leitura crítica afasta conclusões normativas simplistas e reforça a necessidade de interpretar o conservadorismo como fenômeno dependente do arranjo econômico, jurídico e organizacional no qual as práticas contábeis são produzidas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesse contexto, o objetivo geral deste estudo consistiu em analisar a relação entre alavancagem financeira, restrição financeira e conservadorismo contábil nos clubes de futebol brasileiros, considerando o papel moderador da estrutura de governança associada ao modelo de Sociedade Anônima do Futebol (SAF). A partir desse recorte, a pesquisa procurou examinar se a pressão financeira e a configuração institucional dos clubes ajudam a explicar o comportamento contábil observado no setor, articulando um referencial teórico ancorado na Teoria da Agência e na Teoria Contábil Positiva com a aplicação de modelos econométricos em dados em painel.

O estudo buscou compreender como a alavancagem financeira e as restrições financeiras se relacionam com o conservadorismo contábil nos clubes de futebol brasileiros, considerando um ambiente institucional marcado por fragilidade de *enforcement*, assimetria informacional e histórico de baixa disciplina econômico-financeira. A relevância do problema decorre tanto de lacunas teóricas quanto empíricas. Do ponto de vista teórico, a literatura sobre conservadorismo contábil, fortemente ancorada em contextos de mercado de capitais desenvolvidos, tende a pressupor a eficácia de contratos, monitoramento externo e disciplina por credores como motores da prudência contábil (Watts, 2003; Watts; Zimmerman, 1986).

No entanto, estudos nacionais (Nascimento *et al.*, 2015; Brito; Martins, 2013; Costa, 2009) já indicavam que, no Brasil, o conservadorismo responde de forma ambígua a pressões financeiras, frequentemente refletindo arranjos institucionais incompletos e incentivos assimétricos. Apesar da crescente relevância econômica do futebol profissional brasileiro e da ampliação do debate sobre governança, ainda são escassas análises sistemáticas que investiguem, de forma longitudinal e com métodos econométricos, se a deterioração financeira induz maior prudência contábil ou, ao contrário, enfraquece a qualidade informacional nesse setor específico.

Os objetivos específicos da pesquisa foram respondidos à luz dos resultados obtidos. No que se refere ao primeiro objetivo, que consistiu em investigar se a alavancagem financeira está associada à adoção do conservadorismo contábil nos clubes de futebol brasileiros, os achados indicaram associação estatisticamente significativa, porém em sentido oposto ao esperado, de modo que a hipótese correspondente não foi suportada. Em relação ao segundo objetivo, voltado a examinar se a estrutura de governança dos clubes, representada pela distinção entre clubes associativos e Sociedades Anônimas do Futebol, modera a relação entre alavancagem

financeira e conservadorismo contábil, os resultados não evidenciaram efeito moderador robusto, razão pela qual também não se confirmou a hipótese formulada. Quanto ao terceiro objetivo, que buscou verificar se a restrição financeira está associada à adoção do conservadorismo contábil nos clubes de futebol brasileiros, observou-se associação estatisticamente significativa, mas novamente com sinal contrário ao previsto teoricamente, o que levou à não sustentação da hipótese correspondente. Por fim, no tocante ao quarto objetivo, que consistiu em examinar se a estrutura de governança dos clubes modera a relação entre restrição financeira e conservadorismo contábil, os achados também não apontaram moderação robusta por parte da estrutura de governança, de modo que a hipótese respectiva não foi suportada.

Em conjunto, esses resultados sugerem que, no contexto do futebol brasileiro, a adoção de práticas contábeis conservadoras não respondeu, ao menos de forma linear e no sentido previsto, nem ao maior nível de alavancagem financeira nem à presença de restrição financeira, tampouco apresentou diferenciação robusta quando observada a estrutura de governança dos clubes. Esse conjunto de evidências indica que os incentivos que moldam o comportamento contábil nesse ambiente podem ser mais complexos do que aqueles supostos inicialmente pelas hipóteses do estudo, envolvendo condicionantes institucionais, organizacionais e regulatórios que não se deixam capturar integralmente apenas pelas variáveis centrais testadas no modelo.

Do ponto de vista teórico, o estudo contribui ao tensionar a leitura dominante do conservadorismo contábil como resposta automática e eficiente ao aumento do risco financeiro, tal como proposto pela literatura contratual clássica (Watts, 2003; Basu, 1997). Ao evidenciar que, no contexto dos clubes de futebol brasileiros, maiores níveis de alavancagem e restrição financeira se associam a menor conservadorismo, os resultados indicam que os mecanismos teóricos são condicionados pelo ambiente institucional em que as práticas contábeis se desenvolvem.

Essa evidência amplia o debate iniciado por estudos internacionais, como Pujiono *et al.* (2023), que encontram associação positiva entre *distress* financeiro, alavancagem e conservadorismo em ligas caracterizadas por maior *enforcement*, governança mais estruturada e contratos mais rígidos. A divergência empírica observada neste estudo sugere que o conservadorismo não deve ser interpretado como atributo universal do risco financeiro, mas como um fenômeno endógeno aos incentivos institucionais, reforçando a necessidade de leituras contextuais.

No plano nacional, os achados dialogam diretamente com Nascimento *et al.* (2015), Demonier, Almeida e Bortolon (2015), Scalzer, Beiruth e Reina (2017) e Silva (2019), que já sinalizavam limitações da contabilidade como instrumento disciplinador no futebol brasileiro. Ao fornecer evidência quantitativa para esse argumento, o estudo contribui para uma agenda teórica que reconhece o conservadorismo contábil como prática potencialmente fragilizada em ambientes que possui características de renegociação recorrente de dívidas, baixa responsabilização gerencial e tolerância institucional a déficits persistentes.

No campo metodológico, a pesquisa avança ao adaptar e aplicar métricas consolidadas de conservadorismo e restrição financeira a um ambiente empírico caracterizado por limitações severas de disclosure. A utilização do modelo de conservadorismo baseado em *accruals* (Givoly; Hayn, 2000), alinhado ao desenho de Pujiono *et al.* (2023), mostrou-se particularmente adequada ao contexto brasileiro, no qual variáveis de mercado são inexistentes ou pouco informativas para clubes associativos.

Nesse sentido, o uso de modelos de regressão com efeitos fixos bidirecionais em painel desbalanceado, aliado à adoção de erros-padrão clusterizados por clube, permitiu controlar heterogeneidades não observadas e choques macroeconômicos, preservando a consistência dos estimadores mesmo diante de séries temporais incompletas. Os testes de robustez, com a substituição de proxies de desempenho (ROE por ROCE) e de *distress* (G-Score por Zmijewski), reforçam a estabilidade dos resultados e ampliam a credibilidade das inferências.

Em termos práticos e institucionais, os resultados oferecem implicações, que evidenciam que clubes financeiramente mais pressionados tendem a adotar práticas menos conservadoras sugerindo que a contabilidade, isoladamente, não tem cumprido papel disciplinador efetivo no futebol brasileiro, o que pode comprometer a utilidade informacional dos demonstrativos para credores, órgãos reguladores e demais *stakeholders*.

Além disso, a ausência de evidência robusta de moderação pela estrutura SAF indica que a mudança formal do arranjo jurídico, por si só, não garante a internalização imediata de práticas contábeis mais prudentes, reforçando a importância de mecanismos complementares de *enforcement*, transparência e monitoramento. Assim, o estudo contribui para o debate institucional ao indicar que avanços regulatórios, como a Lei da SAF, devem ser analisados à luz de sua efetiva capacidade de alterar comportamentos contábeis e financeiros, evitando interpretações excessivamente normativas ou expectativas não sustentadas pela evidência empírica.

Este estudo apresenta limitações que decorrem, fundamentalmente, das características institucionais, informacionais e organizacionais do futebol brasileiro, e não de fragilidades metodológicas isoladas. O reconhecimento dessas restrições é essencial para delimitar o alcance interpretativo dos resultados e situá-los adequadamente no campo científico. Nesse sentido, destacam-se: i) a qualidade e a disponibilidade das informações contábeis. A necessidade de trabalhar com um painel desbalanceado reflete a recorrente ausência de demonstrações financeiras auditadas, lacunas temporais e inconsistências na divulgação de dados por parte de diversos clubes. Embora a literatura econométrica reconheça a validade de painéis desbalanceados sob omissões não informativas (Baltagi; Liu, 2020), essa característica impõe cautela à generalização dos resultados e é consistente com diagnósticos já apontados por estudos nacionais, como Nascimento *et al.* (2015), que destacam a fragilidade do *disclosure* contábil no futebol brasileiro como elemento estrutural do setor; ii) a opção por métricas baseadas em *accruals*, alinhadas a Givoly e Hayn (2000) e adotadas por Pujiono *et al.* (2023), mostrou-se adequada ao contexto analisado, mas captura apenas uma dimensão específica do conservadorismo. Outras manifestações do fenômeno, como o conservadorismo condicional baseado em retornos de mercado ou escolhas específicas de mensuração patrimonial, não puderam ser exploradas em razão da inexistência de mercado acionário e das limitadas informações divulgadas pelos clubes.

Ademais, também devem ser considerados: iii) embora o uso do G-Score e do modelo de Zmijewski seja respaldado pela literatura e reforçado por testes de robustez, tais métricas foram originalmente desenvolvidas para empresas não financeiras em contextos corporativos tradicionais. Sua aplicação ao futebol brasileiro, ainda que metodologicamente defensável e alinhada ao estudo de Pujiono *et al.* (2023), pode não capturar integralmente especificidades do setor, como renegociações informais de dívidas, apoio político-institucional e expectativas implícitas de resgate financeiro; iv) é importante reconhecer que a análise da estrutura de governança associada ao modelo SAF enfrenta restrições decorrentes de sua natureza recente e da reduzida variabilidade temporal da variável. A impossibilidade de identificar separadamente o efeito principal da SAF em modelos com efeitos fixos, bem como o número restrito de observações sob esse arranjo, não enfraquecem, a principal contribuição do estudo: evidenciar que o conservadorismo contábil é profundamente sensível ao contexto institucional em que se manifesta.

Os resultados deste estudo abrem uma agenda para pesquisas futuras. Um desdobramento natural consiste em explorar métricas alternativas de conservadorismo,

combinando abordagens baseadas em *accruals* com modelos de conservadorismo condicional, como os propostos por Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005). Embora tais modelos enfrentem restrições de aplicação no futebol brasileiro, avanços na qualidade do *disclosure* (especialmente entre SAFs) podem viabilizar análises mais refinadas, permitindo avaliar se o padrão de menor conservadorismo persiste quando outras dimensões do fenômeno são consideradas.

Ademais, os resultados sugerem a necessidade de aprofundar a análise da governança para além da dicotomia associativo versus SAF. Estudos futuros poderiam incorporar *proxies* mais granulares de governança, como a composição dos conselhos, a presença de investidores institucionais, o grau de profissionalização da gestão ou a adoção de práticas formais de *compliance*. Essa linha dialoga diretamente com Nascimento *et al.* (2015), que já indicavam que práticas oportunistas nos clubes brasileiros estão fortemente associadas à fragilidade dos mecanismos de controle interno, e permitiria avançar da tipologia jurídica para uma análise efetiva da qualidade da governança.

Cabe destacar que pesquisas comparativas internacionais, contemplando países com diferentes níveis de desenvolvimento institucional, poderiam ampliar a compreensão acerca da adesão ao conservadorismo contábil. Em particular, seria relevante investigar se a relação entre alavancagem, restrição financeira e conservadorismo contábil se manifesta de forma consistente independentemente das características institucionais dos países, ou se tal associação é condicionada pela qualidade do ambiente jurídico e regulatório. Essa extensão dialogaria diretamente com o contraste empírico observado em relação aos resultados de Pujiono *et al.* (2023), reforçando a importância da análise institucional comparada no campo do conservadorismo contábil.

Por fim, futuras investigações podem explorar efeitos regulatórios de médio e longo prazo associados à Lei da SAF, à medida que esse instrumento amadurecem. A ampliação da série temporal sob o novo marco legal pode permitir testes mais robustos sobre mudanças estruturais no comportamento contábil, contribuindo para avaliar se a redução do conservadorismo observada neste estudo é uma característica persistente ou um reflexo de um período de transição institucional.

Em síntese, o estudo demonstra que o conservadorismo contábil é um fenômeno profundamente condicionado pelo ambiente institucional em que se manifesta. A simples presença de endividamento ou de dificuldades financeiras não garante maior prudência informacional quando mecanismos de monitoramento, *accountability* e *enforcement* são

frágeis. Nesse contexto, o futebol brasileiro emerge não como uma exceção estatística, mas como um laboratório empírico que evidencia os limites das teorias tradicionais quando transpostas para ambientes institucionais imperfeitos.

6 REFERÊNCIAS

ABREU, J. Do modelo institucional às sociedades anônimas: um mapa do futebol-business. *Revista de Ciências Jurídicas e Empresariais*, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.17921/2448-2129.2023v24n1p104-114>. Acesso em: 04 jan. 2025.

AFANDY, C. The Role of Financial Leverage and Cost Management on Operational Efficiency and Earnings Stability in Hospitality Industry in Indonesia. *The Eastasouth Management and Business*, [S. l.], v. 3, n. 01, p. 77–88, 2024. DOI: 10.58812/esmb.v3i1.339. Disponível em: <https://esj.eastasouth-institute.com/index.php/esmb/article/view/339>. Acesso em: 24 jun. 2025.

AHMED, A. S.; BILLINGS, B. K.; MORTON, R. M.; STANFORD-HARRIS, M. The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review*, v. 77, n. 4, p. 867–890, out. 2002. Disponível em: <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.4.867>. Acesso em: 20 jun. 2025.

AHMED, A. S.; DUELLMAN, S. Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, v. 43, n. 2–3, p. 411–437, 2007. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410107000183>. Acesso em: 12 jul. 2025.

ALABI, Mobolaji; URQUHART, Andrew. The financial impact of financial fair play regulation: Evidence from the English Premier League. *International Review of Financial Analysis*, v. 92, 2024. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521924000206>. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103088>. Acesso em: 30 jan. 2025.

ALTMAN, E. I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, Hoboken, v. 23, n. 4, p. 589–609, set. 1968. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2978933>. Acesso em: 12 jul. 2025.

ALVES, S. Ownership concentration and accounting conservatism: Portuguese evidence. *Journal of Business & Economic Policy*, v. 6, n. 3, jan. 2019. DOI: 10.30845/jbep.v6n3a10. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/336575850_Ownership_Concentration_and_Accounting_Conservatism_Portuguese_Evidence. Acesso em: 28 dez. 2025.

ALVES, T. S.; BRUGNI, T. V. Conservadorismo, gerenciamento de resultados e agressividade tributária no Brasil. *Pensar Contábil*, v. 26, n. 91, 2024. Disponível em: <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/pensarcontabil/article/view/4815>. Acesso em: 14 dez. 2025.

ANDRADE JÚNIOR, J. S.; FERREIRA, M. C.; PIVA, D. Efeitos do PROFUT sobre o endividamento dos clubes brasileiros. Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 19., 2019, São Paulo. *Anais [...]*. São Paulo: FEA/USP, 2019. Disponível em: <https://congressousp.fipecafi.org/anais/19UspInternational/ArtigosDownload/1612.pdf>. Acesso em: 17 ago. 2025.

ANDREWS, M.; HARRINGTON, P. Off Pitch: Football's Financial Integrity Weaknesses, and How to Strengthen Them (March 1, 2016). *HKS Working Paper No.* RWP16-009 <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2746644>. Acesso em: 08 abr. 2025.

ANISHAFITRIANI, D.; PUTRA, G. K.; ASTUTI, F. Y. Analisis financial distress dengan model Springate, Zmijewski, Taffler, dan Grover pada industri logam dan mineral yang terdaftar di BEI tahun 2020–2023. *Jurnal Ekonomika dan Bisnis*, v. 11, n. 2, nov. 2024. DOI: <https://doi.org/10.51792/zp02gp96>. Disponível em: <https://journal.feb-uniss.ac.id/index.php/home/article/view/146>. Acesso em: 13 jan. 2026.

ASSAF NETO, A. *Finanças Corporativas e Valor*. 8. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2020. E-book. p.395. ISBN 9788597026184. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788597026184/>. Acesso em: 15 out. 2025.

ATWA, R.; BSOUL, R.; KHARABSHEH, B.; AZZAM, M. J. The association between accounting conservatism and cash holding, dividends and leverage. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, v. 11, n. 4, nov. 2022. DOI: 10.36941/ajis-2022-0109. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/365780722_The_Association_between_Accounting_Conservatism_and_Cash_Holding_Dividends_and_Leverage. Acesso em: 28 dez. 2025.

BALAKRISHNAN, K.; WATTS, R. L.; ZUO, L. The effect of accounting conservatism on corporate investment during the global financial crisis. *Journal of Business Finance e Accounting*, v. 43, n. 5, p. 513–542, 2016. Wiley. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/jbfa.12206>. Acesso em: 20 jun. 2025.

BALL, R.; SHIVAKUMAR, L. Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam, v. 39, n. 1, p. 83–128, fev. 2005.

BALTAGI, B. H.; LIU, L. Forecasting with unbalanced panel data. *Journal of Forecasting*, v. 39, n. 5, p. 709–724, Aug. 2020. DOI: <https://doi.org/10.1002/for.2646>. Acesso em: 30. Set 2025.

BARBOSA, A.; DANTAS, M. G. S.; AZEVEDO, Y. G. P.; HOLANDA, V. B. de. Fiscal Responsibility Strategy in Brazilian Football Clubs: A Dynamic Efficiency Analysis. *Brazilian Business Review*, [S. l.], v. 14, n. Special Ed, p. 45–66, 2017. DOI: 10.15728/edicaoesp.2017.3. Disponível em: <https://bbronline.com.br/index.php/bbr/article/view/53>. Acesso em: 20 jun. 2025.

BASU, S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam, v. 24, n. 1, p. 3–37, dez. 1997.

BENIN, M.M. *Eficiência econômica em clubes de futebol: um estudo com base na análise envoltória de dados*. Dissertação de Mestrado, Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo. 2017. Recuperado de <http://www.repositorio.jesuita.org.br/handle/UNISINOS/6284>. Acesso em: 3 nov. 2025.

BIRKHÄUSER, S., KASERER, C., URBAN, D. Did UEFA's financial fair play harm competition in European football leagues? *Rev Manag Sci* 13, 113–145 (2019). <https://doi.org/10.1007/s11846-017-0246-z>. Acesso em: 29 out. 2024.

BORGES, B. C. *Covenants contábeis e conservadorismo de companhias listadas no mercado brasileiro*. 2024. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Socioeconômico, Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Florianópolis, 2024. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/260878>. Acesso em: 16 jan. 2026.

BORGES, M. F. *Fair Play Financeiro Da União Europeia De Futebol*. 2015. 398 p. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Administração) - Universidade do Estado de Santa Catarina, Florianópolis/SC, 2015.

BRASIL. *Lei nº 8.672, de 6 de julho de 1993*. Dispõe sobre normas gerais do desporto e dá outras providências. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8672.htm. Acesso em: 27 out. 2024.

BRASIL. *Lei nº 9.615, de 24 de março de 1998*. Institui normas gerais sobre desporto e dá outras providências. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9615consol.htm. Acesso em: 31 out. 2024.

BRASIL. *Lei nº 10.672, de 15 de maio de 2003*. Altera dispositivos da lei nº 9.615, de 24 de março de 1998, e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2003/l10.672.htm. Acesso em: 29 out. 2024.

BRASIL. *Lei nº 13.155, de 4 de agosto de 2015*. Institui o Programa de Modernização da Gestão e de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro (PROFUT) e estabelece princípios e práticas de responsabilidade fiscal e financeira das entidades desportivas profissionais de futebol. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13155.htm. Acesso em: 29 out. 2024.

BRASIL. *Lei nº 14.193, de 6 de agosto de 2021*. Institui a Sociedade Anônima do Futebol (SAF) e dispõe sobre normas de constituição, governança, controle e transparência para clubes de futebol. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2021/Lei/L14193.htm https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2021/Lei/L14193.htm. Acesso em: 31 out. 2024.

BRITO, G. A. S.; MARTINS, E. Accounting conservatism and the cost of bank credit in Brazil. *Brazilian Business Review*, [S. l.], v. 10, n. 1, p. 27–48, 2013. DOI: 10.15728/bbr.2013.10.1.2. Disponível em: <https://bbronline.com.br/index.php/bbr/article/view/232>. Acesso em: 22 jun. 2025.

CAGLIO, A., LAFFITTE, S., MASCIANDARO, D., OTTAVIANO, G. I. Does Financial Fair Play Matter? The Real Effects of UEFA Regulation for European Football Clubs. 2019. *BAFFI CAREFIN Centre Research Paper No.* 2019-119. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3459935>. Acesso em: 11 abr. 2025.

CARVALHO, G. S.; CARVALHO, F. L. Determinantes da eficiência financeira e esportiva de clubes de futebol brasileiros. *XX USP International Conference in Accounting*. 2020. São Paulo-SP.

CHRISTENSON, C. The methodology of positive accounting. *The Accounting Review*, v. 58, n. 1, 1983. Disponível em: <https://educipta.com/wp-content/uploads/2014/09/The-Methodology-of-Positive-Accounting.pdf>. Acesso em: 28 nov. 2025.

COELHO, W. E.; NASCIMENTO, E. M.; VALADARES, J. P. A. O impacto das restrições financeiras na prática do conservadorismo contábil: Um estudo de 2012 a 2016. *Revista Mineira de Contabilidade*, [S. l.], v. 20, n. 1, p. 19–33, 2020. DOI: 10.21714/2446-9114RMC2019v20n1t02. Disponível em: <https://revista.crcmg.org.br/rmc/article/view/838>. Acesso em: 16 jan. 2026.

COELHO, A. C.; LIMA, I. S. Qualidade informacional e conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças*, São Paulo, v. 18, n. 45, p. 38-49, 2007. DOI: 10.1590/S1519-70772007000400004. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/Gj95Rr6Mk8DJd9TzFkZVstg/?lang=pt>. Acesso em: 16 jan. 2026.

COSTA, F. M.; LOPES, A. B.; COSTA, A. C. O. Conservadorismo em cinco países da América do Sul. *Revista Contabilidade e Finanças*, São Paulo, v. 17, n. 41, p. 7-20, ago. 2006. DOI: 10.1590/S1519-70772006000200002. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/FRJRnqQQtGwhHWkpjKptddc>. Acesso em: 16 jan. 2026.

D'ANDREA, A.; MASCIANDARO, D. *Financial fair play in European football: economics and political economy – a review essay*. *Baffi Carefin Centre Research Paper*, n. 2016-15, 23 p., jan. 2016. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2712216. Acesso em: 15 jan. 2025.

DANG, N. H.; TRAN, M. D. Impact of financial leverage on accounting conservatism application: The case of Vietnam. *Custos e agronegócio on line*, v. 16, n. 3, p. 137–158, jul./set. 2020. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/345578230_Impact_of_financial_leverage_on_accounting_conservatism_application_the_case_of_Vietnam. Acesso em: 20 jun. 2025.

DANTAS, M. G. S., BOENTE, D. R. A Utilização da Análise Envoltória de Dados na Medição de Eficiência dos Clubes Brasileiros de Futebol. *Revista Contabilidade Vista e Revista*, 2012, 23(4), 101–130. Recuperado de <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/1549>. Acesso em: 3 jan. 2026.

DANTAS, M. G.; FREITAS NETO, R. M.; SANTOS, J. V. J. Gerenciamento de resultados contábeis nos clubes de futebol do Brasil: há diferenças após a implementação do PROFUT? *PODIUM Sport, Leisure and Tourism Review*, [S. l.], v. 13, n. 1, p. 165–187, 2024. DOI: 10.5585/podium.v13i1.23780. Disponível em: <https://periodicos.uninove.br/podium/article/view/23780>. Acesso em: 14 jun. 2025.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. Detecting earnings management. *The Accounting Review*, v. 70, n. 2, p. 193–225, 1995. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/248303>. Acesso em: 20 jun. 2025.

DEEGAN, Craig. Financial accounting theory. 4. ed. *North Ryde, NSW: McGraw-Hill Education Australia*, 2014. 640 p. ISBN 9780071013147.

DEFOND, Mark L.; JIAMBALVO, James. Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, v. 17, n. 1–2, p. 145–176, jan. 1994. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0165410194900086>. Acesso em: 20 jun. 2025.

DEGENHART, L.; BECKHAUSER, S. P. R.; KLANN, R. C. Remuneração de Executivos e Conservadorismo Condicional de Empresas Brasileiras. *Contabilidade Gestão e Governança*, Brasília-DF, v. 21, n. 2, p. 160–177, 2018. DOI: 10.51341/1984-3925_2018v21n2a1. Disponível em: <https://revistacgg.org/index.php/contabil/article/view/1277>. Acesso em: 15 dez. 2025.

DELOITTE. *Deloitte Football Money League*. Disponível em: <https://www.deloitte.com/uk/en/services/financial-advisory/analysis/deloitte-football-money-league.html>. Acesso em: 29 out. 2024.

DEMONIER, G. B.; ALMEIDA, J. E. F.; BORTOLON, P. M. The impact of financial constraints on accounting conservatism. *Review of Business Management*, [S. l.], v. 17, n. 57, p. 1264–1278, 2015. DOI: 10.7819/rbgn.v17i57.2326. Disponível em: <https://rbgn.fecap.br/RBGN/article/view/2326>. Acesso em: 22 jun. 2025.

DIMITRI, A. A reorganização societária de clube para SAF ou ‘Clube-Empresa’. *SSRN Electronic Journal*, 2020. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3664254. Acesso em: 04 jan. 2025.

DUARTE, A. R.; BARBOSA, J. J.; MARTINS, H. S. R.; AMORIM, G. V. Quem é o vencedor entre o futebol e o desempenho financeiro? *Revista Brasileira de Futsal e Futebol*, São Paulo, v. 15, n. 61, p. 88-103, 2023. Disponível em: <http://www.rbff.com.br/index.php/rbff/article/view/1323>. Acesso em: 30 out. 2024.

DIMITROPOULOS, P.; LEVENTIS, S.; DEDOULIS, E. Managing the European football industry: UEFA’s regulatory intervention and the impact on accounting quality. *European Sport Management Quarterly*, [s. l.], v. 16, n. 4, p. 459–486, 2016. Disponível em: <https://research.ebsco.com/linkprocessor/plink?id=5ec14d1d-4a2f-3ba1-8f32-ea2b7f104223>. Acesso em: 6 abr. 2025.

DIMITROPOULOS, P.; SCAFARTO, V. The impact of UEFA financial fair play on player expenditures, sporting success and financial performance: evidence from the Italian top league. *European Sport Management Quarterly*, 21(1), 20–38, 2019. <https://doi.org/10.1080/16184742.2019.1674896>. Acesso em: 4 abr. 2025

DUNBAR, N., MIDDLETON, T. UEFA’S financial fair play regulations: a good example of best practice governance by a sporting body? *Int Sports Law J* 22, 272–287. 2022. <https://doi.org/10.1007/s40318-021-00207-w>

EDWARDS, J. R. Capitalism and the return on capital employed: some further evidence. *The British Accounting Review*, Amsterdam, v. 56, n. 6, p. 101320, nov. 2024. DOI: 10.1016/j.bar.2024.101320. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0890838924000209>. Acesso em: 13 jan. 2026.

ESTECHE FILHO, V. G. Extrafiscalidade e o futebol: as normas extrafiscais no futebol e a Lei 13.155/15 (PROFUT). *Revista do Ministério Público de Contas do Estado do Paraná*, [S.l.], v. 7, n. 13, 2020. Disponível em: <https://revista.mpc.pr.gov.br/index.php/RMPCPR/article/view/19>. Acesso em: 19 ago. 2025.

FARIAS, E. S.; WERLANG, G.; SILVA, L. M. M. A relação entre a saúde financeira e o desempenho esportivo dos clubes de futebol profissional brasileiros. *Revista de Contabilidade Dom Alberto*, [S. l.], v. 10, n. 19, p. 120–141, 2022. Disponível em: <https://revista.domalberto.edu.br/index.php/revistadecontabilidadefda/article/view/721>. Acesso em: 2 jan. 2026.

SANTANA FILHO, J. C.; OLIVEIRA, E. R.; SANTOS, G. C.; OLIVEIRA, E. D. Análise dos índices de desempenho econômico-financeiro dos clubes de futebol do campeonato brasileiro de 2014 a 2018: antes e após o PROFUT / Analysis of the economic and financial performance indexes of the football clubs of the brazilian championship 2014 to 2018: before and after the PROFUT. *Brazilian Journal of Development*, [S. l.], v. 5, n. 7, p. 9733–9764, 2019. DOI: 10.34117/bjdv5n7-149. Disponível em: <https://ojs.brazilianjournals.com.br/ojs/index.php/BRJD/article/view/2430>. Acesso em: 6 abr. 2025.

FIRMINO, A. R. *Análise da adoção do fair play financeiro no futebol profissional do Brasil entre 2015 e 2021 à luz do modelo ECD: seus possíveis impactos e restrições*. 2023. Dissertação (Mestrado Profissional em Economia e Mercados) – Centro de Ciências Sociais e Aplicadas, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2023. Disponível em: <https://dspace.mackenzie.br/items/0e8fc951-be60-45f8-a2b4-0b05b980f5be>. Acesso em: 11 abr. 2025.

FONSECA, F. J. D. *Autorregulação desportiva e autonomia constitucional*. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) – Escola de Direito do Rio de Janeiro, Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 2018. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/items/757feca8-4bd7-47c4-81ae-6bdc68456f88>. Acesso em: 19 ago. 2025.

GHAZALI, A. W.; SHAFIE, N. A.; MOHD-SANUSI, Z. Earnings management: an analysis of opportunistic behaviour, monitoring mechanism and financial distress. *Procedia Economics and Finance*, v. 28, p. 190–201, dez. 2015. DOI: 10.1016/S2212-5671(15)01100-4. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567115011004>. Acesso em: 30 jan. 2026.

GHIO, A.; RUBERTI, M.; VERONA, R. Financial constraints on sport organizations' cost efficiency: the impact of financial fair play on Italian soccer clubs. *Applied Economics*, Londres, v. 51, n. 24, p. 2623–2638, 2019. DOI: 10.1080/00036846.2018.1558348.

Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00036846.2018.1558348>. Acesso em: 30 jan. 2025.

GIVOLY, D.; HAYN, C. The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: has financial reporting become more conservative? *Journal of Accounting and Economics*, [S.l.], v. 29, n. 3, p. 287-320, jun. 2000

GONZAGA, R. P.; COSTA, F. M. A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. *Revista Contabilidade e Finanças*, São Paulo, Brasil, v. 20, n. 50, p. 95–109, 2009. DOI: 10.1590/S1519-70772009000200007. Disponível em: <https://revistas.usp.br/rcf/article/view/34293>. Acesso em: 16 jan. 2026.

GRANZOTTO, A.; MACHADO, V. N.; SONZA, I. B.; NAKAMURA, W. T. Impact of the Football Management Modernization and Fiscal Responsibility Program on the Financial and Sporting Performance of Brazilian Clubs. *Seminários em administração (SEMEAD)*. 2022. FEA/USP. São Paulo, SP.

GROVER, J.; LAVIN, A. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy: a service industry extension of Altman's Z-Score model of bankruptcy prediction. *Working Paper – Southern Finance Association Annual Meeting*, 2001.

HANTONO, H. Predicting financial distress using Altman Score, Grover Score, Springate Score, Zmijewski Score: case study on consumer goods company. *Journal Accountability*, Manado, v. 8, n. 1, p. 1–16, 2019. DOI: <https://doi.org/10.32400/ja.23354.8.1.2019.1-16>. Disponível em: <https://ejournal.unsrat.ac.id/index.php/accountability/article/view/23354>. Acesso em: 2 jan. 2026.

HUDZINSKI, E.; TOPOROSKI, E. L. SAF: vantagens e desvantagens. *Academia de Direito*, [S. l.], v. 6, p. 2545–2560, 2024. DOI: 10.24302/acaddir.v6.5008. Disponível em: <https://www.periodicos.unc.br/index.php/acaddir/article/view/5008>. Acesso em: 7 set. 2025.

HUSSAIN, R. Y.; WEN, X.; HUSSAIN, H.; SAAD, M.; ZAFAR, Z. Do leverage decisions mediate the relationship between board structure and insolvency risk? A comparative mediating role of capital structure and debt maturity. *South Asian Journal of Business Studies*, Vol. 11 No. 1 pp. 104–125, 2020, DOI: <https://doi.org/10.1108/SAJBS-05-2020-0150>. Disponível em: <https://www.emerald.com/sajbs/article-abstract/11/1/104/336279/Do-leverage-decisions-mediate-the-relationship?redirectedFrom=fulltext>. Acesso em: 2 jan. 2026.

IONA, A.; LEONIDA, L.; OZKAN, A. Determinants of financial conservatism: Evidence from low-leverage and cash-rich UK firms. *Discussion Papers in Economics, Department of Economics and Related Studies*, University of York, n. 2004/01, p. 1–49, 9 jan. 2004. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/23753883_Determinants_of_Financial_Conservatism_Evidence_from_Low-Leverage_and_Cash-Rich_UK_Firms. Acesso em: 20 jun. 2025.

JARDIM, M. R.; SALES, H. L.; BATISTA, A. T.; PENHA, R. S. A influência da alavancagem financeira na rentabilidade dos investidores em empresas brasileiras. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace – RACEF*, v. 12, n. 2, p. 117–136,

2019. Disponível em:

<https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/48621/2/A%20influ%C3%Aancia%20da%20alavancagem%20financeira%20na%20rentabilidade%20dos%20investidores%20em%20empresas%20brasileiras.pdf>. Acesso em: 1 jun. 2025.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, [S.l.], v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X). Acesso em: 8 abr. 2025

KHAN, M.; WATTS, R. L. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, v. 48, n. 2-3, p. 132-150, 2009. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410109000445>. Acesso em: 25 ago. 2025.

KLEIN, V. A.; BARTH, M. Vilão ou herói? Discussões sobre a construção de marca de Neymar Jr. Em “o caos perfeito”. *Futebol e mídia: discussões além do campo*. 2023. Disponível em: https://www.academia.edu/108794396/Futebol_e_m%C3%ADdia_discuss%C3%B5es_al%C3%A9m_do_campo. Acesso em: 5 abr. 2025

KOGUT, C. S.; CARVALHO, J. V. F. Comprando sua entrada: a estratégia de internacionalização do maior clube de futebol do Brasil. *Cadernos EBAPE.BR*, Rio de Janeiro, RJ, v. 21, n. 5, p. e2022-0249, 2023. DOI: 10.1590/1679-395120220249. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/cadernosebape/article/view/89147>. Acesso em: 26 ago. 2025.

KUPPER, A. À procura da identidade nacional, o futebol é absorvido como política de Estado (1930-1945). *Caminhos da História*, v. 27, n. 1, p. 168-185, 2022. Disponível em: <https://portal.amelica.org/ameli/journal/507/5073016012/>. Acesso em: 18 jun. 2025.

LANCE! *Final da Copa do Mundo, Champions ou Super Bowl*: o que dá mais audiência? Disponível em: <https://www.lance.com.br/lancebiz/mercado-do-esporte/final-da-copa-do-mundo-champions-ou-super-bowl-o-que-da-mais-audiencia.html>. Acesso em: 29 out. 2024.

LOURENÇO, R. L.; SAUERBRONN, F. F. Uso da Teoria da Agência em pesquisas de contabilidade gerencial: premissas, limitações e formulações alternativas aos seus pressupostos. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, [S. l.], v. 10, n. 2, p. 158-176, 2017. Disponível em: <https://asaa.anpcont.org.br/asaa/article/view/279>. Acesso em: 7 deZ. 2025.

LUZ, T. S. I.; PEDROSO, B.; LISE, N. S.; FREITAS JÚNIOR, M. A. Gestão nos clubes de futebol: um olhar sobre a produção científica mundial em uma base de excelência. 2023. *PODIUM Sport, Leisure and Tourism Review*. 12. 138-164. 10.5585/podium. v12i1.21449.

MAIA, A. B. G. R.; REBOUÇAS, A. J. S.; VASCONCELOS, A. C.; REINALDO, L. Governança e desempenho nos clubes brasileiros de futebol. In: *CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE*, 18., 2018. São Paulo: FEA/USP, 2018. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/327020141_Governanca_e_Desempenho_nos_Clubes_Brasileiros_de_Futebol. Acesso em: 20 jun. 2025.

MAHMOOD, S. H. The effect of financial leverage on dividend payout ratio: an applied study for industrial companies listed on the Qatar Stock Exchange. *World Economics and Finance Bulletin*, [S. l.], v. 27, p. 1–11, 2023. Disponível em: <https://scholarexpress.net/index.php/wefb/article/view/3229>. Acesso em: 24 jun. 2025.

MARÇAL, R. R.; RENGEL, R.; MONTEIRO, J. J. Influência da estrutura de capital na venda de direitos econômicos de atletas e na receita de bilheteria em clubes de futebol do Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, v. 40, n. 2, p. 99-113, 2021. DOI: <https://doi.org/10.4025/enfoque.v40i2.50116>. Acesso em: 3 jan. 2026.

MARTINEZ, A. L.; SANTANA JÚNIOR, J. L.; SENA, T. R. Agressividade tributária como fator determinante do conservadorismo condicional no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças*, São Paulo, Brasil, v. 33, n. 90, p. e1484, 2022. DOI: 10.1590/1808-057x20221484.en. Disponível em: <https://revistas.usp.br/rcf/article/view/203307>. Acesso em: 15 dez. 2025.

MELLO, M. A.; BARTH, M. El pistolero: análises sobre ações de marketing esportivo utilizadas pelo Grêmio Football Porto Alegrense para promover a contratação do atleta Luis Suárez. *Futebol e mídia: discussões além do campo*. 2023. Disponível em: https://www.academia.edu/108794396/Futebol_e_m%C3%ADdia_discuss%C3%B5es_al%C3%A9m_do_campo. Acesso em: 5 abr. 2025.

MINATTO, F.; OLIVEIRA, M. C.; BORBA, J. A. A influência dos desempenhos econômico-financeiro e esportivo na diversificação das receitas dos clubes brasileiros de futebol. *Brazilian Business Review*, v. 22, 2024. DOI: <https://doi.org/10.15728/bbr.2023.1506.en>. Acesso em: 16 ago. 2025.

MOREIRA, R. L.; COLAUTO, R. D.; AMARAL, H. F. Conservadorismo condicional: estudo a partir de variáveis econômicas. *Revista Contabilidade e Finanças*, São Paulo, Brasil, v. 21, n. 54, p. 64–84, 2010. DOI: 10.1590/S1519-70772010000300006. Disponível em: <https://revistas.usp.br/rcf/article/view/34322>. Acesso em: 16 jan. 2026.

MORROW, S. *Financial fair play: implications for football club financial reporting*. Edinburgh: ICAS – The Institute of Chartered Accountants of Scotland, 2014. Disponível em: <https://dspace.stir.ac.uk/bitstream/1893/21393/1/ICAS%20Financial%20Fair%20Play%20Report%20-%20Stephen%20Morrow.pdf>. Acesso em: 17 jun. 2025.

NASCIMENTO, J. C. H. B.; SILVA, A. M. D.; SOUSA, W. D.; BERNARDES, J. R. Conservadorismo condicional: um estudo com clubes de futebol brasileiros no período de 2007 a 2012. *Revista de Informação Contábil*, Recife, v. 9, n. 1, p. 14–29, 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.34629/ric.v9i1.14-29>. Acesso em: 20 jun. 2025.

NIEDERMEYER, M. H.; PORTELA, M. B. Sociedade Anônima de Futebol (SAF): A Evolução do Novo Modelo de Gestão dos Clubes Brasileiros. *Revista Contemporânea*, [S. l.], v. 4, n. 5, p. e4510, 2024. DOI: 10.56083/RCV4N5-218. Disponível em: <https://ojs.revistacontemporanea.com/ojs/index.php/home/article/view/4510>. Acesso em: 7 set. 2025.

NIKOLAEV, V. V. Debt covenants and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, v. 48, p. 137–176, 2010. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1085864. Acesso em: 20 jun. 2025.

ODHIAMBO, J. D.; MURORI, C. K.; ARINGO, C. E. Financial leverage and firm performance: an empirical review and analysis. *East African Finance Journal*, v. 4, n. 1, p. 25–35, 2025. Disponível em: <https://doi.org/10.59413/eafj/v4.i1.2>. Acesso em: 24 jun. 2025.

OLIVEIRA, J. S.; CARDOSO, C. H. B. Teoria Da Captura No Setor Público. *Rei - Revista Estudos Institucionais*, [S. l.], v. 10, n. 3, p. 902–926, 2024. DOI: 10.21783/rei.v10i3.814. Disponível em: <https://www.estudosinstitucionais.com/REI/article/view/814>. Acesso em: 19 ago. 2025.

OLIVEIRA, M. C.; BORBA, J. A.; FERREIRA, D. D. M. Características dos passivos dos clubes de futebol brasileiros: o que dizem as demonstrações contábeis? *USP International Conference in Accounting*. São Paulo. 2018. Disponível em: <https://congressousp.fipecafi.org/anais/18UspInternational/ArtigosDownload/1139.pdf>. Acesso em: 19 ago. 2025.

ÖNER, İ; KARATAŞ Ö.; ÖZTÜRK KARATAŞ, E. Financial sustainability in football clubs. *Mustafa Kemal Üniversitesi Eğitim Fakültesi Dergisi*. 2024. <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/4322565>. Acesso em: 08 abr. 2025.

PASKO, O.; ZHANG, L.; ORIEKHOVA, A.; GERASYMENKO, N.; POLISHCHUK, O. Solving the choice puzzle: Financial and non-financial stakeholders preferences in corporate disclosures. *Investment Management and Financial Innovations*, v. 20, n. 4, p. 434–451, 2023. DOI: 10.21511/imfi.20(4).2023.34. Disponível em: <https://www.businessperspectives.org/index.php/journals/investment-management-and-financial-innovations/issue-443/solving-the-choice-puzzle-financial-and-non-financial-stakeholders-preferences-in-corporate-disclosures>. Acesso em: 28 dez. 2025.

PASSOS, L. C.; COELHO, A. C. Conservadorismo condicional em função de demanda e sinalização informacional no mercado brasileiro. *Revista Universo Contábil*, [S. l.], v. 15, n. 1, p. 131–150, 2019. DOI: 10.4270/ruc.2019107. Disponível em: <https://ojsrevista.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/7764>. Acesso em: 16 jan. 2026.

PAULO, E.; ANTUNES, M. T. P.; FORMIGONI, Henrique. Conservadorismo contábil nas companhias abertas e fechadas brasileiras. *RAE Revista de Administração de Empresas*. v. 48, p. 46-60, 2008.

PAULO, I. I. S. L. M.; CAVALCANTE, P. R. N.; PAULO, E. Relação entre qualidade da auditoria e conservadorismo contábil nas empresas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, [S. l.], v. 7, n. 3, 2013. DOI: 10.17524/repec.v7i3.984. Disponível em: <https://www.repec.org.br/repec/article/view/984>. Acesso em: 16 jan. 2026.

PEETERS, T.; SZYMANSKI, S. *Financial fair play in European football*. *Economic Policy*, Oxford, v. 29, n. 78, p. 343–390, abr. 2014. DOI: 10.1111/1468-0327.12031. Disponível em: <https://academic.oup.com/economicpolicy/article-abstract/29/78/343/2918387>. Acesso em: 12 jan. 2025.

- PLATT, H. D.; PLATT, M. B. Predicting corporate financial distress: reflections on choice-based sample bias. *Journal of Economics and Finance*, v. 26, p. 184–199, jun. 2002. DOI: 10.1007/BF02755985. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/225408625_Predicting_corporate_financial_distress_Reflections_on_choice-based_sample_bias. Acesso em: 30 jan. 2026.
- PLUMLEY, D., SERBERA, J. P.; WILSON, R. Too big to fail? Accounting for predictions of financial distress in English professional football clubs. *Journal of Applied Accounting Research*, 22(1), 93–113, 2020. DOI:10.1108/JAAR-05-2020-0095. Acesso em: 11 abr. 2025.
- PRAMESTI, A. W.; YUNININGSIH, Y. Comparative analysis of the accuracy level of the Zmijewski, Springate, and Grover models to predict financial distress. *American Journal of Humanities and Social Sciences Research*, v. 7, n. 6, p. 164–172, 2023. Disponível em: <https://www.ajhssr.com/wp-content/uploads/2023/06/T23706164172.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2026.
- PUJIONO; RADITYO, E.; KUSUMANINGTIAS, R.; PUTRA, R. (2023). An overview fair play regulation in England premier league: Accounting information for leverage and financial distress to conservatism. *Cogent Business e Management*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2164996>. Acesso em: 02 abr. 2025.
- RAMCHANDANI, G.; PLUMLEY, D.; DAVIS, A.; WILSON, R. A Review of Competitive Balance in European Football Leagues before and after Financial Fair Play Regulations. 2023, *Sustainability*, 15, 4284. <https://doi.org/10.3390/su15054284>. Acesso em: 06 abr. 2025.
- RAY, S. Assessing corporate financial distress in automobile industry of India: An application of Altman’s model. *Research Journal of Finance and Accounting*, v. 2, n. 3, p. 155–168, 2011. Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/234629197.pdf>. Acesso em: 1 jun. 2025.
- RELATÓRIO CONVOCADOS, (2024), Finanças, História e Mercado do Futebol Brasileiro 2024. <https://outfieldinc.com/convocados-2024/> Acesso em: 01 nov. 2024.
- REZENDE, A. J., CUSTÓDIO, R. D. S. Uma Análise Da Evidenciação Dos Direitos Federativos Nas Demonstrações Contábeis Dos Clubes De Futebol Brasileiros. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 2012, 6(3), 229–245. <https://doi.org/10.17524/repec.v6i3.235>, Acesso em: 16 ago. 2025.
- 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*, Brasília-DF, v. 18, n. 3, 2015. Disponível em: <https://revistacgg.org/index.php/contabil/article/view/878>. Acesso em: 20 jun. 2025.
- REZENDE, A. J., SALGADO, A. L., RIBEIRO, E. M. S., e DALMÁCIO, F. Z. Uma Análise do Tratamento Contábil dos Ativos Intangíveis (Jogadores De Futebol) nos Clubes Brasileiros. *Anais Congresso Brasileiro de Custos*, 2008, Curitiba, PR, Brasil, 15. Recuperado de <https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/1282/1282>. Acesso em: 1 set. 2025.
- ROCHA, E. M.; NOGUEIRA, C. C.; FREIRE, E. O.; PEREIRA, L. E. A.

PROFUT: an analysis of the capital structure of Brazilian soccer teams. *Revista Ambiente Contábil*, Natal, v. 13, n. 2, p. 145–164, 2021.

Disponível em:

https://www.researchgate.net/publication/353185912_PROFUT_an_analysis_of_the_capital_structure_of_Brazilian_soccer_teams. Acesso em: 19 jun. 2025.

ROCHA, E. M.; OLIVEIRA, F. Ícaro S.; VALDEVINO, R. Q. S. PROFUT: uma análise da estrutura de capital de times brasileiros. *Anais do Congresso Brasileiro de Custos - ABC*, 2020. Disponível em: <https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/4787>. Acesso em: 29 out. 2024.

ROSARIO, S.; ROSARIO, R. The Impact of Return on Capital Employed (ROCE) on Market Valuation: An Empirical Analysis of India's Automobile and Paint Industries. *RVIM Journal of Management Research*, [S. l.], v. 16, n. 2, p. 20–25, 2025. DOI: 10.70599/rvim/2024/353. Disponível em: <https://www.rvimjournal.com/index.php/rvim/article/view/353>. Acesso em: 13 jan. 2026.

SACRAMENTO, H. G. *Tributação dos clubes de futebol: a Sociedade Anônima do Futebol*. 2023. 118 P. Dissertação (Mestrado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.

SAMPAIO, T. C. Q.; COELHO, A. C. D.; HOLANDA, A. P. Adoção de conservadorismo nos lucros em períodos de crise financeira: evidências no Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, v. 34, n. 1, p. 71–85, 2015. Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=307138473006>. Acesso em: 20 jun. 2025.

SÁNCHEZ, L. C.; BARAJAS, Á.; SÁNCHEZ-FERNÁNDEZ, P. Does the Agency Theory play football? *Universia Business Review*, n. 53, p. 18–59, mar. 2017. DOI: 10.3232/UBR.2017.V14.N1.01.

SASS, M. Long-term competitive balance under UEFA Financial Fair Play Regulations, Working Paper. 2012, Otto-von-Guericke University Magdeburg, *Faculty of Economics and Management*. https://www.researchgate.net/publication/254428490_Long-term_Competitive_Balance_under_UEFA_Financial_Fair_Play_Regulations. Acesso em: 20 fev. 2025.

SASS, M. Glory Hunters, Sugar Daddies, and Long-Term Competitive Balance Under UEFA Financial Fair Play, 2016. *Journal of Sports Economics*, vol. 17(2), p. 148-158.

SCALZER, R. S.; BEIRUTH, A. X.; REINA, D. Empresas estatais e conservadorismo contábil: uma análise das empresas da BMeF Bovespa. *Revista Eletrônica de Administração*, Porto Alegre, v. 23, n. 2, p. 333-350, 2017. DOI: 10.1590/1413.2311.076.62934. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/read/a/pBh7k8n7H95mq5cjPctnvQk>. Acesso em: 16 jan. 2026.

SCHUMANN, F.; THUN, T. W.; DAUTH, T.; *et al.* Does top management team diversity affect accounting quality? Empirical evidence from Germany. *Journal of Management & Governance*, v. 28, p. 137–175, 2023. DOI: 10.1007/s10997-023-09668-7. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10997-023-09668-7>. Acesso em: 28 dez. 2025.

SERRANO, R.; ACERO, I.; FARQUHAR, S.; ESPITIA ESCUER, M.A. Financial fair play and competitive balance in European football: a long term perspective, *Sport, Business and Management*, 2023, Vol. 13 No. 1, pp. 74-92. <https://doi.org/10.1108/SBM-05-2021-0060>. Acesso em 20 fev. 2025.

SHARMA, R. Retrospective analysis of corporate failures – evaluating the effectiveness of Altman Z-Score, Zmijewski, Grover e Springate models for capturing financial distress in NSE-listed companies of India. *EPH - International Journal of Business e Management Science*, v. 11, n. 1, 2025. DOI: 10.53555/eijbms.v11i1.224. Acesso em: 15 dez. 2025.

SILVA, A.; GANZ, A. S.; ROHENKOHL, L. B.; KLANN, R. C. Conservadorismo contábil em empresas complexas. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, Brasil, v. 30, n. 79, p. 42–57, 2019. DOI: 10.1590/1808-057x201806530. Disponível em: <https://revistas.usp.br/rcf/article/view/153690>. Acesso em: 15 dez. 2025.

SILVA, A. C. Aspectos jurídicos da Sociedade Anônima do Futebol – SAF. *Revista de Gestão e Negócios do Esporte*, São Paulo, v. 10, n. 2, 10 ago. 2025. *Seção Artigos*. Disponível em: <https://www.revistaabragesp.org.br/index.php/home/article/view/78>. Acesso em: 7 set. 2025.

SILVA, A. H. C.; SANCOVSCHI, M.; SANTOS, A. G. C. A abordagem oportunista da Teoria Positiva da Contabilidade (PAT) falha ao explicar as escolhas feitas na OGX: uma situação anômala? *Revista de Contabilidade e Organizações*, São Paulo, Brasil, v. 13, p. e164412, 2019. DOI: 10.11606/issn.1982-6486.rco.2019.164412. Disponível em: <https://revistas.usp.br/rco/article/view/164412>. Acesso em: 21 jun. 2025.

SILVA, A. R. P. *Conservadorismo e herança institucional de financiamento das companhias abertas do Brasil*. 2015. 97 f., il. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2015.

SILVA, D. T. *Determinantes de divulgação de ativos intangíveis: estudo do CPC 04 em clubes de futebol brasileiros*. 2013. 154 f. Dissertação Mestrado em Ciências Contábeis. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade de Administração e Ciências Contábeis, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: https://sucupira-legado.capes.gov.br/sucupira/public/consultas/coleta/trabalhoConclusao/viewTrabalhoConclusao.jsf?popup=true&id_trabalho=99501. Acesso em: 26 ago. 2025.

SILVA, E. C.; LAS CASAS, A. Luzzi. Princípios de Orientação ao Mercado em Clubes de Futebol: Marca, Receitas e Torcedores. *Revista de Ciências da Administração*, [S. l.], v. 20, n. 52, p. 155–168, 2018. DOI: 10.5007/2175-8077.2018V20n52p155. Disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/view/2175-8077.2018V20n52p155>. Acesso em: 16 jun. 2025.

SILVA, T. B. de J., SANTOS, C. A., CUNHA, P. R. 2017. Relação entre o Desempenho Econômico-Financeiro e o Relatório de Auditoria dos Clubes de Futebol Brasileiros. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(3), 177–200. Recuperado de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/46571/relacao-entre-o-desempenho-economico->

financeiro-e-o-relatorio-de-auditoria-dos-clubes-de-futebol-brasileiros. Acesso em: 5 abr. 2025.

SIQUEIRA JUNIOR, C. B.; OLIVEIRA, N. d. S. Futebol além das quatro linhas: os efeitos do PROFUT na gestão econômico-financeira dos clubes do futebol brasileiro. *Revista de Administração e Contabilidade do Centro Universitário Anísio Teixeira*, v. 10, n. 3, p. 19-41, 2018. Disponível em: <https://www.reacfat.com.br/index.php/reac/article/view/143>. Acesso em: 05 abr. 2025.

SRICHOKE, P.; GEORGAKOPOULOS, G.; SIKALIDIS, A.; SOTIROPOULOU, A. Corporate governance, CEO compensation and accounting conservatism. *International Journal of Business and Economic Sciences Applied Research*, v. 14, n. 1, p. 80–95, jun. 2021. DOI: 10.25103/ijbesar.141.07. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/353975098_Corporate_Governance_CEO_Compensation_and_Accounting_Conservatism. Acesso em: 28 dez. 2025.

STERLING, R. R. Positive accounting: an assessment. *Abacus*, v. 26, n. 2, 1990. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-6281.1990.tb00249.x>. Acesso em: 28 nov. 2025.

STIGLER, G. J. The theory of economic regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, v. 2, n. 1, p. 3-21, 1971.

SYAMNI, G.; MAJID M. S. A.; SIREGAR, W. V. Bankruptcy Prediction Models and Stock Prices of the Coal Mining Industry in Indonesia. *Etikonomi*, [S. l.], v. 17, n. 1, p. 57–68, 2018. DOI: 10.15408/etk. v17i1.6559. Disponível em: <https://journal.uinjkt.ac.id/etikonomi/article/view/6559>. Acesso em: 13 jan. 2026.

UOL. *TV Globo tem recorde de audiência do futebol no ano com título do São Paulo*. Disponível em: <https://www.uol.com.br/esporte/colunas/allan-simon/2023/09/25/tv-globo-tem-recorde-de-audiencia-do-futebol-no-ano-com-titulo-do-sao-paulo.htm>. Acesso em: 29 out. 2024.

URDANETA, R.; GUEVARA-PÉREZ, J. C.; MARTÍN VALLESPÍN, E.; LLENA, F. ‘Creative accounting’ in the Spanish Professional Football League: An attempt to “dodge” financial control rules? *Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review*, v. 28, n. 1, p. 180–192, 2025. DOI: <https://doi.org/10.6018/rcsar.553911>. Acesso em: 20 jun. 2025.

WARRENER, T.C. *A relação entre performance esportiva e financeira: um estudo empírico do futebol brasileiro*. 2021. 65 f. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) – Instituto de Ciências Sociais e Aplicadas, Universidade Federal de Ouro Preto, Mariana, 2021.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive Accounting Theory. *Englewood Cliffs: Prentice-Hall*, 1986. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=928677>. Acesso em: 12 abr. 2025.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory: a ten year perspective. *The Accounting Review*, v. 65, n. 1, p. 131–156, 1990. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/247880>. Acesso em: 30 jan. 2026.

WATTS, R. L. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, Sarasota, v. 17, n. 3, p. 207–221, 2003.

XIA, D.; ZHU, S. Corporate governance and accounting conservatism in China. *China Journal of Accounting Research*, v. 2, n. 2, p. 81–108, dez. 2009. DOI: 10.1016/S1755-3091(13)60015-5. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1755309113600155>. Acesso em: 28 dez. 2025.

YAN, T.; HYMAN, M. R. The principal-agent problem and its mitigation: a critical historical analysis. *Journal of Management History*, [S.l.], v. 30, n. 1, 2024. DOI: 10.1108/JMH-07-2023-0068.

YOEWONO, H. Bankruptcy Prediction Models Applied on Companies Listed on the Indonesian Stock Exchange (IDX). *Journal of Management and Leadership*, [S. l.], v. 1, n. 2, 2018. Disponível em: <https://jurnal.tau.ac.id/index.php/jml/article/view/41>. Acesso em: 10 jan. 2026.

ZHANG, J. The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, v. 45, n. 1, p. 27–54, 2008. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0165410107000560>. Acesso em: 20 jun. 2025.

ZMIJEWSKI, Mark E. Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models. *Journal of Accounting Research*, Chicago, v. 22, p. 59–82, 1984. *Special issue: Studies on Current Econometric Issues in Accounting Research*. DOI: <https://doi.org/10.2307/2490859>. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2490859>. Acesso em: 26 jan. 2026.

ZOGNING, F. Agency theory: a critical review. *European Journal of Business and Management*, v. 9, n. 2, p. 1–8, 2017. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/364812853_Agency_theory_A_critical_review. Acesso em: 07 dez. 2025.