

Influência da estrutura de capital na venda de direitos econômicos de atletas e na receita de bilheteria em clubes de futebol do Brasil¹

DOI: 10.4025/enfoque.v40i2.50116

Ronan Reis Marçal

Doutorando em Contabilidade na Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

E-mail: m.ronanreis@gmail.com

Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-7922-2364>

Rodrigo Rengel

Doutorando em Contabilidade na Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

E-mail: rengel.rodrigo@hotmail.com

Orcid: <http://orcid.org/0000-0003-1767-1655>

Januário José Monteiro

Doutorando em Contabilidade na Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

E-mail: januariomonteiriomonteiro@gmail.com

Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-7000-4256>

Recebido em: 25.11.2019

Aceito em: 01.04.2020

2ª versão aceita em: 03.04.2020

RESUMO

O objetivo desta pesquisa foi analisar a influência da estrutura de capital dos clubes de futebol do Brasil em suas respectivas receitas de bilheteria e receitas de vendas de direitos econômicos de atletas. Para isto, aplicou-se uma regressão cujos dados foram trabalhados diante de um painel plenamente balanceado. A amostra remete aos doze maiores clubes do futebol brasileiro, sendo as informações referentes ao intervalo cronológico de 2012 a 2017. Considerando sempre um nível de confiança de 95%, os achados deste estudo sugerem que o endividamento dos clubes brasileiros de futebol acarreta valores menores nas receitas de venda dos direitos econômicos de atletas, muito embora a composição desse endividamento não denote tal influência. A partir destes resultados, conclui-se que os clubes brasileiros de futebol podem estar inseridos em um ciclo vicioso, uma vez que o endividamento, ao ocasionar vendas de menor expressão, gera menos recursos para investimentos em outros atletas. Assim, há uma ideia de que o mau desempenho financeiro poderia prejudicar também o desempenho esportivo dos clubes. Ademais, não se pôde identificar qualquer relação entre o endividamento e a composição do endividamento com as receitas de bilheterias dos clubes brasileiros. Este resultado sugere que os gestores de clubes de futebol do Brasil se beneficiam da fidelidade dos torcedores aos seus clubes, já que independentemente da situação financeira da entidade, estes adeptos tendem a se manter presentes nos estádios.

Palavras-chave: Estrutura de Capital. Venda de Direitos Econômicos de Atletas. Receitas de Bilheteria. Clubes de Futebol.

Influence of capital structure on the sale of athletes economic rights and ticket revenue in Brazilian football clubs

ABSTRACT

The purpose of this research was to analyze the influence of the capital structure of Brazilian football clubs on their respective tickets revenues and athlete economic rights sales revenues. For this, a regression was applied whose data were worked in front of a fully balanced panel. The sample refers to the twelve largest Brazilian football clubs, with information regarding the chronological interval from 2012 to 2017. Considering always a confidence level of 95%, the findings of this study suggest that the indebtedness of Brazilian soccer clubs leads to lower values in the revenues from selling the economic rights of athletes, although the composition of this indebtedness does not denote such influence. From these results, it can be concluded that Brazilian

¹ O presente artigo foi apresentado no 9º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças.

soccer clubs may be inserted in a vicious cycle, since debt, when causing lower sales, generates less resources for investments in other athletes. Thus, there is an idea that poor financial performance could also undermine the sports performance of clubs. Moreover, no relationship could be identified between the indebtedness and the composition of the indebtedness with the ticket revenues of Brazilian clubs. This result suggests that football club managers in Brazil benefit from the fans' loyalty to their clubs, since regardless of the entity's financial situation, these fans tend to stay in the stadiums.

Keywords: Capital Structure. Sale of Economic Rights of Athletes. Tickets Revenues. Football Clubs.

1 INTRODUÇÃO

O futebol é um dos esportes mais populares a nível nacional e internacional, sendo grande parte dos recursos financeiros abarcados nesse cenário derivados de contratações, patrocínios e bilheterias (DANTAS; BOENTE, 2011). Ainda de acordo com Dantas e Boente (2011), tem-se que diante do grande volume de suas receitas, os clubes de futebol se tornaram alvo de discussões, tanto pela mídia quanto pela população em geral.

Além disso, esta prática desportiva se configura como um elemento cultural (HOLANDA et al., 2012) que viabiliza uma ligação afetiva junto ao público e, por isso, desperta o interesse da população em relação à situação financeira das entidades envolvidas, no caso, os clubes.

Logo, além do futebol ser um entretenimento, percebe-se que os clubes também são considerados negócios. Estes são responsáveis pela revelação e contratação de atletas, bem como pela criação de produtos que elevem a marca e a geração de recursos (DANTAS; BOENTE, 2011). Esses esforços empreendidos pelos clubes são justificados dadas as suas necessidades de aumentarem suas receitas, que estão atreladas ao sucesso no âmbito esportivo (BARROS; ASSAF; ARAUJO JR, 2011).

Rosen e Sanderson (2001) ao abordarem sobre o desempenho esportivo, apontam que os melhores clubes competem para ganhar prêmios e alcançar os objetivos preconizados, enquanto outros tentam apenas evitar o rebaixamento. Embora o estudo de Costa et al. (2018)

reporte que os clubes de futebol do Brasil, enquanto organizações, estejam avançando na busca por um melhor desempenho financeiro, há evidências de que, de uma forma geral, tais clubes são ineficientes em termos financeiros (BARROS; ASSAF; ARAUJO JR, 2011; GALVÃO; DORNELAS, 2017).

Salienta-se que o objetivo primário dos clubes é o alcance do desempenho esportivo, dado que, no Brasil, os clubes são classificados como entidades sem fins lucrativos (REZENDE; DALMÁCIO, 2015). Nessa esteira, Rezende e Pereira (2005) afirmam que a gestão no futebol difere das demais, haja vista que muitas vezes os gestores tomam decisões baseadas em fatores psicológico-emocionais, isto é, sendo menos racionais.

Como a estabilidade financeira é determinante para o sucesso a longo prazo dos clubes (BARROS; ASSAF; ARAUJO JR, 2011), faz-se necessário um planejamento estratégico voltado ao aumento do desempenho financeiro (SÀNCHEZ; FERNÁNDEZ; BARAJAS, 2016). Dessa forma, as esferas financeira e esportiva estão entrelaçadas em certo grau, vide Sakinc, Acikalin e Soyguden (2017) ao reportarem que os clubes de futebol, na busca do sucesso esportivo, investem grandes quantias de recursos financeiros na contratação de novos atletas.

Aponta-se que, embora para os jogadores a vitória em campo se configure como uma conquista final, para os sócios e credores a preocupação maior é o quanto o clube pode gerar de retorno financeiro e fluxos de caixa (BARROS; ASSAF; ARAUJO JR, 2011). Há indícios

de que para os clubes brasileiros liquidarem suas obrigações de curto e longo prazo, estes recorrem à capital de terceiros. Pesquisas corroboram com este entendimento diante dos elevados índices de endividamento dessas entidades (DANTAS; MACEDO; MACHADO, 2016; GALVÃO; DORNELAS, 2017; FERREIRA; MARQUES; MACEDO, 2018). Para tanto, o uso da Teoria *Pecking Order* auxilia na melhor compreensão da estrutura de capital (FRANK; GOYAL, 2003).

No cenário nacional, a obtenção de capital de terceiros é justificada pela necessidade dos clubes em adquirirem atletas, com o intuito de melhorar seu desempenho esportivo, e também com vista ao alcance de maiores receitas de bilheteria que, por sua vez, reverberam no melhor desempenho financeiro (BARROS; ASSAF; ARAUJO JR, 2011). Ademais, estudos apontam que as receitas decorrentes de repasses dos direitos econômicos dos atletas e da bilheteria dos clubes são relevantes para seu desempenho em campo (REZENDE, 2004; SILVA; CAMPOS FILHOS, 2006; SILVA et al., 2017).

Assim, tem-se como objetivo de pesquisa analisar a influência da estrutura de capital dos clubes de futebol do Brasil em suas respectivas receitas de bilheteria e receitas de vendas de direitos econômicos de atletas.

Justifica-se a importância do estudo dado que os clubes de futebol são modelos de organização que movimentam avultados valores monetários (SILVA; SANTOS; CUNHA, 2017), ainda que estejam configurados como entidades sem fins lucrativos (MATTAR, 2014). Este fato recai sobre a necessidade da ampliação de pesquisas sobre a gestão em organizações do terceiro setor (CHENHALL, 2003) e atende, a princípio, a sugestão de Sánchez, Fernández e Barajas (2016) de que estudos são necessários para o desenvolvimento da gestão praticada nos clubes de futebol do Brasil. Em complemento, a adoção dos pressupostos da Teoria *Pecking Order* (MYERS; MAJLUF, 1984) inerente ao contexto da pesquisa, ampliam a

compreensão sobre a estrutura de capital em organizações sem finalidade lucrativa.

Logo, esta pesquisa contribui também do ponto de vista prático com os gestores, visto que estes poderão ter melhor consciência de como gerir os recursos ao ponto de permitirem um equilíbrio entre o uso de capital de terceiros e o capital próprio, visto que uma ordem nas preferências das fontes de capital é indispensável para estabilidade das organizações (DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009). Quando as decisões em relação a captação de recursos são tomadas considerando as fontes internas (capital próprio) como prioritárias e, por conseguinte, as fontes externas em ordem do menor ao maior custo (capital de terceiros), mais eficientes serão os resultados (DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009; DAMODARAN, 2009). E, ainda, sob outra perspectiva, o estudo contribui com os sócios e credores, permitindo que estes observem como os clubes têm gerido o capital neles investido.

A contribuição social do estudo consiste no fato de que o futebol é uma manifestação cultural e exerce influência no estado psicológico-emocional dos gestores, jogadores e da população em geral (REZENDE; PEREIRA, 2005; HOLANDA et al., 2012). Destarte, esta pesquisa contribui ao sugerir uma maior atenção ao controle da estrutura de capital, buscando reportar sua importância para os clubes em termos financeiros e, conseqüentemente, em termos esportivos, colaborando assim com um dos principais símbolos nacionais (SANTOS; GRUEL, 2010).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Em se tratando de estrutura de capital, a literatura aponta a Teoria *Pecking Order* como a principal teoria na busca pela compreensão da dependência das organizações em relação ao capital de terceiros (FRANK; GOYAL, 2003). Myers e Majluf (1984) e Myers (1984) cunham esta base teórica ao argumentarem que há uma hierarquia nas preferências das empresas quanto ao financiamento de suas ativida-

des. Isso porque as organizações inicialmente optam pelo uso de fontes internas e, somente na sequência, fontes externas são consideradas (de menor custo, prioritariamente) (DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009).

Para Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), o capital de terceiros é mais interessante para os propósitos da organização, a princípio, porque o capital próprio é mais passível de seleção adversa, fato que torna sua taxa de retorno maior – em relação ao custo da dívida de terceiros – pelos investidores. Assim, o financiamento por recursos de terceiros se torna menos oneroso que o financiamento interno. Todavia, de acordo com a Teoria *Pecking Order*, a melhor fonte de financiamento das atividades é aquela que diz respeito aos lucros retidos (FRANK; GOYAL, 2003).

Nessa esteira, Gitman e Smith (2010) apontam que a necessidade por obtenção de capital de terceiros surge à medida em que a organização não possui lucro retido suficiente para financiar suas atividades. Sob este olhar, há um corpo da literatura que se encarregou em investigar a estrutura de capital em organizações com fins lucrativos.

Embora clubes de futebol não possuam fins lucrativos, haja vista que são voltados para o desempenho esportivo (VAMPLEW, 1982; ASCARI; GAGNEPAIN, 2007), os volumes monetários movimentados por estes são relevantes (SANTOS; DANI; HEIN, 2016; CUNHA; SANTOS; HAVEROTH, 2017). Entretanto, ainda que percebam essas vultuosas receitas anuais, os clubes de futebol se apresentam consideravelmente endividados (DANTAS; MACEDO; MACHADO, 2016; GALVÃO; DORNELAS, 2017; FERREIRA; MARQUES; MACEDO, 2018).

Oriundo deste contexto de ineficiente administração, observa-se o baixo desempenho esportivo dos clubes, como o rebaixamento de grandes clubes para a segunda divisão do campeonato brasileiro (REZENDE; DALMÁCIO; SALGADO, 2010). Ou seja, forma-se um ciclo vicioso de insucesso financeiro e espor-

tivo, vide Magaz-Gonzalez, Mallo-Fernández e Fanjul-Suárez (2017), que destacaram a participação na principal divisão do campeonato nacional como fator relevante para uma maior visibilidade e uma conseqüente maior arrecadação dos clubes. Ademais, o desempenho esportivo e a conquista de títulos também são importantes formas de aumento das receitas (GERRARD, 2005; BARROS; LEACH, 2006; DANTAS; BOENTE, 2011), o que acaba sendo impossibilitado pela queda de divisão.

Galvão e Dornelas (2017) relatam que entidades esportivas, ainda que extremamente endividadas e ao perceberem os recorrentes prejuízos, tendem a realizar elevados investimentos em atletas. Isso sugere uma maior importância dos resultados esportivos frente ao desempenho econômico-financeiro. Todavia, Espitia-Escuer e García-Cebrián (2010), Jahara, Mello e Afonso (2016) e Ferreira et al. (2018), explicam que a relação entre estas duas vertentes deve ser equilibrada, ao passo que o sucesso esportivo – função primária dos clubes – requer certa disponibilidade de recursos financeiros para a sua efetiva condução.

Assim, pode-se argumentar que a inadequação financeira dos clubes brasileiros de futebol em termos de endividamento poderia exigir algum sacrifício esportivo, a exemplo de vendas de direitos econômicos de alguns atletas (BOSCA et al., 2008). Destarte, tem-se a seguinte hipótese:

H1a: O endividamento dos clubes brasileiros de futebol influencia negativamente a receita de vendas dos direitos econômicos percebida por tais clubes.

É possível crer em uma relação positiva ou inversa nessa questão. Positiva, pois, se o clube está endividado, precisaria vender jogadores, assim, a receita decorrente dessas vendas teria uma expectativa de aumento. E inversa (negativa), pois, se o clube realiza a venda por necessidades financeiras, é factível crer na possibilidade de uma venda por um valor

menor que o valor derivado de uma venda não forçada por tais necessidades. Assume-se o segundo cenário como o esperado para a presente pesquisa, conforme disposto na H1a.

A peculiaridade de uma venda ínfima por recursos financeiros escassos se faz ainda mais relevante diante dos rotineiros problemas de endividamento de curto prazo nos clubes brasileiros de futebol (SILVA; CAMPOS FILHO, 2006). Ocorre que as dívidas de curto prazo, por lógica, exigem a entrada de novos recursos para saldá-las de forma ainda mais veloz, ou seja, a necessidade fica mais latente (CAPELO, 2016). Isso pode ser explicado, por exemplo, diante do frequente uso da variável “salários” como *proxy* de insumos dos clubes brasileiros (DANTAS; MACEDO; MACHADO, 2016), reportando, portanto, a relevância desta despesa de curto prazo. Assim, tem-se a hipótese de que:

H1b: A composição do endividamento dos clubes brasileiros de futebol influencia negativamente a receita de vendas dos direitos econômicos percebida por tais clubes.

Ao considerar os resultados da pesquisa de Ferreira et al. (2018), que apontaram uma relação positiva entre o desempenho financeiro e o desempenho esportivo dos clubes brasileiros de futebol, é possível concluir, de forma inversa, que um mau desempenho financeiro tende a gerar reflexos negativos nos resultados esportivos. E, somado a isso, tem-se o fato de que o declínio esportivo tende a mitigar as receitas de bilheteria dos clubes (LOPES; DAVIS, 2006; DANTAS; BOENTE, 2011).

Os clubes europeus costumam atingir a capacidade máxima de seus estádios em praticamente todos os jogos que atuam. No Brasil, de forma comparativa, havia uma tendência de declínio no comparecimento aos jogos (GIOVANNETTI et al., 2006) que parece ter se perpetuado até os dias atuais, muito embora haja certa oscilação ano a ano (LOPES; REIS, 2017). Este fato pode ser derivado de que os

clubes europeus voltam seu planejamento estratégico ao desempenho financeiro (SANCHEZ; SÁNCHEZ-FERNÁNDEZ; BARAJAS, 2016), então, estão mais preparados para manter a qualidade do evento. Já no cenário nacional, o endividamento dos clubes e a incapacidade de manter os principais jogadores resultam nesta demanda reduzida (GIOVANNETTI et al., 2006). Portanto, foram elaboradas, ainda, as seguintes hipóteses:

H2a: O endividamento dos clubes brasileiros de futebol influencia negativamente a receita de bilheteria percebida por tais clubes.

H2b: A composição do endividamento dos clubes brasileiros de futebol influencia negativamente a receita de bilheteria percebida por tais clubes.

Em complemento, Bortoluzzo et al. (2017) destacam que variáveis como a qualidade do produto são importantes fatores explicativos para a aquisição de ingressos de jogos de futebol nos estádios brasileiros. Entende-se, a partir destes autores, que clubes com maior nível de endividamento/composição de endividamento não conseguem realizar investimentos ao ponto de motivarem/incentivarem o consumo dos torcedores.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

No que diz respeito aos procedimentos metodológicos, esta pesquisa se caracteriza como empírico-positivista, valendo-se de uma abordagem quantitativa, considerando a coleta prévia de dados bem como o tratamento e análise destes (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

A amostra fica restrita aos dados anuais referentes ao intervalo cronológico de 2012 a 2017 dos doze maiores clubes de futebol do Brasil em termos de contingente de torcida, quais sejam:

Quadro 1 - Composição da amostra

Nome	Estado	Região
Botafogo de Futebol e Regatas	RJ	Sudeste
Club de Regatas Vasco da Gama	RJ	Sudeste
Clube Atlético Mineiro	MG	Sudeste
Clube de Regatas do Flamengo	RJ	Sudeste
Cruzeiro Esporte Clube	MG	Sudeste
Fluminense Football Club	RJ	Sudeste
Grêmio de Foot-Ball Porto Alegre	RS	Sul
Internacional Sport Club	RS	Sul
Santos Futebol Clube	SP	Sudeste
São Paulo Futebol Clube	SP	Sudeste
Sociedade Esportiva Palmeiras	SP	Sudeste
Sport Club Corinthians Paulista	SP	Sudeste

Fonte: Datafolha (2018).

A coleta dos dados ocorreu diretamente dos *websites* dos referidos clubes, sendo possível observar os dados requisitados para esta pesquisa em todos os exercícios, para todas as unidades de observação. Diante da não necessidade de exclusão de qualquer observação, foi gerado um painel de dados plenamente balanceado, composto por 72 observações, per-

mitindo, assim, o acompanhamento cronológico destes (GUJARATI; PORTER, 2011).

Visando atender aos objetivos propostos e verificar as hipóteses formuladas nesta pesquisa, foram elaborados dois diferentes modelos de regressão, quais sejam:

$$RVDE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 END_{i,t-1} + \beta_2 CE_{i,t-1} + \beta_3 D_LIBERT_{i,t} + \beta_4 RBIL/RFUT_{i,t} + \mu \quad (1)$$

$$RBIL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 END_{i,t-1} + \beta_2 CE_{i,t-1} + \beta_3 D_LIBERT_{i,t} + \beta_4 RVDE_{i,t-1} + \mu \quad (2)$$

Onde:

$RVDE_{i,t}$ é a receita de venda de direitos econômicos do clube i , no período t ;

$RVDE_{i,t-1}$ é a receita de venda de direitos econômicos do clube i , no período $t-1$;

$RBIL_{i,t}$ é a receita de bilheteria do clube i , no período t ;

β_0 é o intercepto da regressão;

$\beta_{1,2,3,4}$ são os coeficientes angulares da regressão;

$END_{i,t-1}$ é o endividamento geral (Soma do Passivo Exigível ao Patrimônio Líquido, dividida pelo Ativo Total) do clube i , no período $t-1$;

$CE_{i,t-1}$ é a composição do endividamento (Passivo Circulante dividido pelo Passivo Exigível) do clube i , no período $t-1$;

$D_LIBERT_{i,t}$ é uma variável *dummy* que assume valor 1 para a participação na libertadores do clube i , no período t ;

$RBIL/RFUT_{i,t}$ é a participação da receita de bilheteria no total das receitas de futebol do clube i , no período t ;

μ é o termo de erro da regressão.

Alguns destaques devem ser feitos quanto às variáveis selecionadas, são eles:

- I) A variável *dummy* de presença na Libertadores foi incluída como variável de controle em ambas as equações. Para a equação (1), a inclusão foi feita com base no estudo de Dantas et al. (2016) que perceberam uma maior eficiência nos custos operacionais quando o clube em questão participava da principal competição de futebol da América do Sul. Assim, supõe-se um avanço nas receitas como um todo, sendo a parcela referente a RVDE decorrente de eventuais valorizações de jogadores perante a referida competição. Já para a equação (2), foi feita uma relação inversa do achado de Viviani (2015), que percebeu a redução das receitas de bilheteria quando o clube era rebaixado. Portanto, a presença na Libertadores, indicando um melhor desempenho esportivo, tende a ser benéfica para esta receita.
- II) A variável RBIL/RFUT, tratada como variável de controle na equação (1), está de acordo com Silva e Campos Filho (2006), quando estes apontaram a receita de bilheteria como fonte alternativa de recursos para que os clubes brasileiros não fossem reféns de vendas de jogadores. Assim, se a participação da receita de bilheteria é maior dentro do grupo de receitas de futebol, há um menor incentivo para vendas de jogadores.
- III) O uso da variável RVDE defasada como variável de controle na equação (2) está de acordo com Lopes e Davis (2006) e Dantas e Boente (2011), quando estes afirmam que jogadores de maior qualidade tendem a gerar confiança nos torcedores, fazendo com que a receita de bilheteria seja maior. Assim, considerando o impacto da venda de jogadores no período anterior como um decréscimo natural da qualidade técnica, espera-se um sinal negativo para esta variável.

Foram verificados os pressupostos da normalidade e da homocedasticidade resíduos diante dos testes Jarque-Bera e Breusch-Pagan, seguindo o que foi disposto por Corrar, Paulo e Dias Filho (2007).

Considerou-se previamente que a rejeição da hipótese nula de normalidade não implicaria em um problema dado o tamanho da amostra ($n = 72$), sendo tal pressuposto relaxado em função do Teorema do Limite Central. Já nos casos de eventuais problemas de heterocedasticidade, o tratamento a ser feito seria a correção robusta de White; medida adequada para tal função de acordo com Gujarati e Porter (2011).

Por serem regressões múltiplas, foi necessário, também, verificar a multicolinearidade entre as variáveis de estímulo. Isso foi feito diante do Fator de Inflação da Variância (FIV), tendo como valores aceitáveis aqueles menores que 10 unidades (GUJARATI; PORTER, 2011).

Por fim, diante do uso de dados em painel, foi verificada, adicionalmente, a presença de autocorrelação serial de primeira ordem. Para este fim foi utilizado o teste de Wooldridge, sugerido por Drukker (2003). Na eventual ocorrência da autocorrelação, foi definida como medida de tratamento a análise de agrupamentos (*clusters*) dos erros-padrão nas unidades identificadores, tal qual havia argumentado Hoechle (2007).

Todos os testes de verificação dos pressupostos, bem como o cálculo das regressões em si, foram efetuados considerando sempre um nível de confiança de 95% diante do *software* STATA®.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Em primeira instância, são apresentadas, a seguir, as estatísticas descritivas das variáveis com propriedades métricas abordadas nos dois modelos de pesquisa. Quanto à variável D_LIBERT, por se tratar de uma variável dicotômica, isso não se faz coerente, sendo plausível, apenas, relatar que o número de casos “0” foi de 39, ao passo que ocorrem 33 casos “1”.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas

	$END_{i,t-1}$	$CE_{i,t-1}$	$RVDE_{i,t}$	$RVDE_{i,t-1}$	$RBIL_{i,t}$	$RBIL/RFUT_{i,t}$
Média	1.58	0.40	48117265	39864140	23228683	0.10
Mediana	1.14	0.38	36083759	29358579	17346000	0.09
Desvio-Padrão	1.55	0.11	43427383	36522418	19247304	0.07
Mínimo	0.42	0.15	0	0	21000	0.00
Máximo	8.03	0.63	188664000	147952000	87210000	0.42

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação aos dados apresentados na Tabela 1, cabe destaque para a elevada dispersão nos dados referentes à RVDE, tanto no exercício corrente, como no exercício anterior. Isso denota, a princípio, diferenças consideráveis entre os clubes quanto às suas práticas de gestão quanto à necessidade (ou interesse) na venda de direitos econômicos de seus atletas. Em ambos os casos a média é superior à mediana, indicando a presença de valores extre-

mos na cauda direita da distribuição, ou seja, de clubes que, em algum exercício, obtiveram rendas exorbitantes com a venda de direitos econômicos de atletas.

Para o início das análises em termos inferenciais, o primeiro passo realizado diz respeito à verificação dos pressupostos básicos e da escolha da melhor abordagem para os dados em painel, para ambas as equações.

Tabela 2 - Pressupostos básicos e escolha de abordagem para os modelos de pesquisa

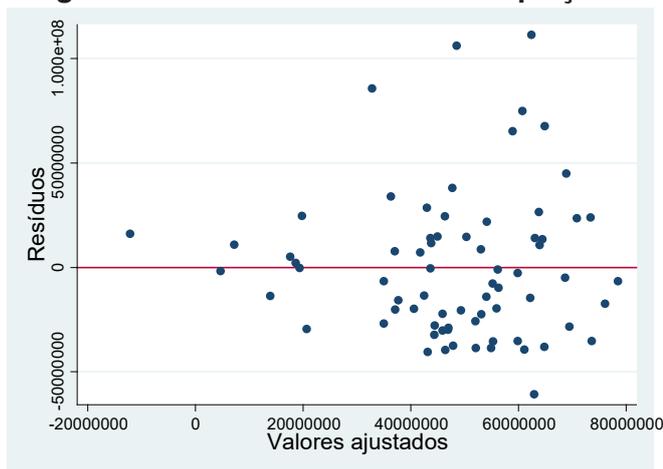
Painel A – Pressupostos básicos			
Equação	Teste	Chi ²	Sig.
1	Jarque-Bera	34,41	0,0000
1	Breusch-Pagan	3,97	0,0462
2	Jarque-Bera	50,38	0,0000
2	Breusch-Pagan	2,57	0,1086
Painel B – Escolha da abordagem dos dados			
Equação	Teste	F / Chibar ² / Chi ²	Sig.
1	Chow	2,15	0,0306
1	Multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan	3,35	0,0336
1	Hausman	1,27	0,8671
2	Chow	6,46	0,0000
2	Multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan	37,98	0,0000
2	Hausman	0,42	0,9369

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com os resultados elencados no Painel A da Tabela 2, nota-se a ausência de tendência gaussiana no comportamento dos resíduos para ambas as equações (relaxada em função do Teorema do Limite Central, con-

forme reporte anterior). Por outro lado, apenas a equação (1) apresentou características de heterocedasticidade. O referido problema pode ser confirmado, também, diante da Figura 1.

Figura 1 - Heterocedasticidade – equação 1



Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se que os resíduos tendem a ser mais dispersos ao longo do avanço dos valores ajustados, corroborando o resultado do teste de Breusch-Pagan. Para esta questão, confor-

me descrito na seção de procedimentos metodológicos, foi adotada a correção robusta de White para adequar os erros-padrão.

Em relação aos aspectos de colinearidade entre os regressores, não foi percebido um elevado grau em qualquer um dos modelos da pesquisa, conforme reportado nas Tabelas 5 e 6. Isso foi confirmado, também, diante da matriz de correlação apresentada na Tabela 3, exceção feita à evidente relação entre RBIL e RBIL/RFUT, dada a participação da primeira variável na composição da segunda. Ressalta-se que estas variáveis não encontram como variáveis de estímulo dentro de uma mesma equação, inexistindo qualquer entrave metodológico em função de uma possível multicolinearidade.

Tabela 3 - Matriz de correlação

	$RVDE_{i,t}$	$RVDE_{i,t-1}$	$RBIL_{i,t}$	$END_{i,t-1}$	$CE_{i,t-1}$	$D_LIBERT_{i,t}$	$RBIL/RFUT_{i,t}$
$RVDE_{i,t}$	1.0000						
$RVDE_{i,t-1}$	0.1904	1.0000					
$RBIL_{i,t}$	0.1664	0.0846	1.0000				
$END_{i,t-1}$	-0.2614**	-0.2256*	-0.1464	1.0000			
$CE_{i,t-1}$	0.1071	0.0764	0.0512	-0.2699**	1.0000		
$D_LIBERT_{i,t}$	0.2182*	-0.1469	0.2013*	-0.0780	-0.0154	1.0000	
$RBIL/RFUT_{i,t}$	-0.1258	0.0098	0.8080***	-0.0279	0.0735	0.0961	1.0000

Nota: * significa um nível de confiança de 90%; ** significa um nível de confiança de 95%; ***significa um nível de confiança de 99%.
Fonte: Dados da pesquisa.

Especificamente sobre o Painel B da Tabela 2, os resultados indicaram, para ambas as equações, a rejeição da hipótese nula nos testes de Chow e Multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan e a aceitação da hipótese nula do teste de Hausman. Dessa forma, foi adotada a abordagem dos efeitos aleatórios para ambos os casos (GUJARATI; PORTER, 2011).

Dado isso, tem-se que o teste de Wooldridge retornou p-valores 0,3229 e 0,0315 para as equações (1) e (2), respectivamente. Portanto, foi diagnosticada uma autocorrelação serial de

primeira ordem no segundo modelo de pesquisa, sendo adotada a clusterização das unidades identificadoras como medida corretiva, conforme mencionado previamente na seção de metodologia.

Assim, são apresentados, a seguir, os resultados obtidos na Equação (1).

Tabela 4 - Resultados da equação (1)

Painel A					
	Coeficiente	Erro Padrão	z	p-valor	VIF
RVDE					
END _{t-1}	-7237226	2550367	-2,84	0,005***	1,09
CE _{t-1}	5793177	4,413+07	0,13	0,896	1,09
D_LIBERT	1,93e+07	5861425	3,29	0,001***	1,02
RBIL/RFUT	-1,45e+08	5,17e+07	-2,80	0,005***	1,02
Intercepto	6,23e+07	2,64e+07	2,36	0,018**	-
Painel B					
R²	0,1292	N° de observações		72	
Wald	22,59	Sig.		0,0002***	

Nota: * significa um nível de confiança de 90%; ** significa um nível de confiança de 95%; *** significa um nível de confiança de 99%.
VIF = *Variation Inflation Factor*.

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 4 aponta uma significância estatística para o modelo como um todo considerando um nível de confiança de 99%, dado que $0,0002 < 0,01$, sendo tal modelo capaz de explicar cerca de 13% da variação da variável de resposta RVDE.

As variáveis de controle D_LIBERT e RBIL/RFUT são relevantes a um nível de 1% de significância, dados os p-valores 0,001 e 0,005, respectivamente, e apresentam os sinais esperados. O sinal positivo da primeira indica que a presença na principal competição sul-americana tende a aumentar as receitas de vendas de atletas pelos clubes de futebol do Brasil, algo similar ao que foi sustentado por Dantas et al. (2016). Isso sugere uma valorização dos atletas ao longo da referida competição, fato que propicia maiores receitas ao realizarem as transferências.

Já a variável RBIL/RFUT confirma a ideia de que a receita de bilheteria é uma fonte alternativa de recursos para que os clubes de futebol não se limitem às vendas de seus atletas, conforme haviam explicado Silva e Campos Filho (2006). De acordo com o resultado obtido, há uma tendência de redução de RVDE quando a participação das receitas de bilheteria na receita total do futebol aumenta, indicando a não necessidade de vendas de atletas por clubes que auferem grandes quantias por meio das bilheterias.

Em relação às variáveis de interesse da pesquisa, nota-se que enquanto o endividamento geral se apresente como significativo em termos estatísticos na Equação (1), a composição do endividamento não denota tal característica.

O sinal negativo da variável END sugere que embora os clubes mais endividados precisem vender seus atletas para suprir suas obrigações, corroborando Bosca et al. (2008), dado o caráter de urgência da venda, estes clubes aceitam propostas cujos valores são menores que os do curso normal. Dessa forma, não se pode refutar a hipótese H1a dessa pesquisa.

Como os atletas são os ativos responsáveis pela função primária dos clubes – o desempenho esportivo – outras fontes de receita, tal qual a decorrente de patrocínios, poderia ser impactada negativamente. Isso implicaria em um ciclo negativo no aspecto financeiro dos clubes, tal qual haviam relatado as pesquisas de Dantas e Boente (2011), Magaz-Gonzalez et al. (2017) e Ferreira et al. (2018).

A variável CE, por sua vez, não gera qualquer tipo de influência nas receitas de vendas de direitos econômicos dos atletas, contrariando Silva e Campos Filho (2006) e Capelo (2016), sendo essa informação suficiente para não aceitar a H1b.

Este resultado aponta, a princípio, que os clubes de futebol do Brasil buscam outras fontes

de financiamento para suas dívidas de curto prazo que não sejam a cessão dos direitos econômicos de seus atletas. Portanto, há uma sugestão de maior preocupação dos clubes com o aspecto esportivo, como haviam destacado Galvão e Dornelas (2017). Além disso, para tentar quitar suas dívidas sem que atletas sejam vendidos, os clubes precisam recorrer a

terceiros como fontes de recursos (DANTAS et al., 2016), sendo esse fato uma possível razão para os elevados níveis de endividamento dos clubes mencionados por Galvão e Dornelas (2017) e Ferreira et al. (2018).

Dando continuidade na análise, são apresentados na Tabela 5 os resultados derivados da Equação (2).

Tabela 5 - Resultados da equação (2)

Painel A					
RBIL	Coeficiente	Erro Padrão	z	p-valor	VIF
END _{t-1}	-835390,1	861735	-0,97	0,332	1,15
CE _{t-1}	-1,47e+07	2,02e+07	0,73	0,466	1,08
D_LIBERT	7543150	3819299	1,98	0,048**	1,08
RVDE _{t-1}	0,0412126	0,0515979	0,80	0,424	1,04
Intercepto	2,54e+07	8886946	2,85	0,004***	-

Painel B			
R ²	0,0504	Nº de observações	72
Wald	4,66	Sig.	0,3243

Nota: * significa um nível de confiança de 90%; ** significa um nível de confiança de 95%; *** significa um nível de confiança de 99%. VIF = *Variation Inflation Factor*.

Fonte: Dados da pesquisa.

Dados os resultados da Tabela 5, é plausível refutar as hipóteses H2a e H2b, uma vez que o modelo não apresenta fiabilidade estatística perante o nível de confiança proposto (0,3243 > 0,05). Isso se confirma quando são observados os p-valores individuais 0,332 e 0,466 das duas variáveis de estímulo que norteiam essas hipóteses, END e CE, respectivamente.

Tais resultados denotam que embora o agravamento da situação financeira favoreça a ocorrência de um mau desempenho esportivo (FERREIRA et al., 2018), este declínio na esfera esportiva não necessariamente irá prejudicar o montante de receitas de bilheteria, o que contraria Lopes e Davis (2006) e Dantas e Boente (2011). Uma possível explicação para isso pode residir no apontamento feito por Holanda et al. (2012) de que o futebol é um elemento cultural que desenvolve uma ligação afetiva com os espectadores, assim, seria factível crer que, embora um determinado clube

esteja em grave situação financeira e em um mau momento nas competições que disputa, a paixão dos seus torcedores segue inalterada ao ponto de serem mantidas, com certa estabilidade, as suas receitas de bilheteria.

5 CONCLUSÕES

A pesquisa objetivou analisar o impacto da estrutura de capital dos clubes de futebol na necessidade de venda de atletas e na receita de bilheteria. Para isto, aplicou-se uma regressão com dados em painel, sendo utilizadas as informações contábeis dos doze maiores clubes do futebol do Brasil entre 2012 e 2017.

Como principais achados têm-se que o endividamento dos clubes brasileiros de futebol sugere valores menores nas receitas de venda dos direitos econômicos de atletas, corroborando com Bosca et al. (2008). Há sugestão de

que um ciclo vicioso pode se formar em clubes que não se atenam para suas finanças. Isto porque os resultados econômicos/financeiros desfavoráveis resultam em negociações menores que, em contrapartida, não impulsionam novas fontes de recursos para aquisições de atletas de qualidade.

Por outro lado, a composição de endividamento não prejudicou as vendas de direitos econômicos dos atletas, contrariando Silva e Campos Filho (2006) e Capelo (2016).

Ademais, não se pôde identificar alguma relação entre o endividamento geral e a composição de endividamento com as receitas de bilheterias dos clubes brasileiros. Depreende-se destes resultados que a gestão dos clubes de futebol, ainda que deficitária, se beneficia do apelo social, como exposto por Holanda et al. (2012), não gerando reflexos negativos na receita de bilheteria dos clubes.

Do ponto de vista das implicações teóricas, a pesquisa lança discussão sobre a égide de que o endividamento exerce influência na venda de direitos econômicos dos atletas de clubes de futebol do Brasil. No entanto, ao considerar sua relação com a receita com bilheteria, torna-se incipiente afirmar a existência de alguma relação significativa. O mesmo ocorre a composição do endividamento. Logo, o estudo contribui com a literatura que trata sobre estrutura de capital e sua influência no capital humano de organizações sem fins lucrativos. Também contribui, aparentemente, com a Teoria *Pecking Order*, visto que os clubes também demonstram depender de capital de terceiros para fazer face às suas necessidades de curto e de longo prazo.

Salienta-se que organizações como clubes de futebol são complexas de se gerir em vista da sua estrutura e peculiaridade. Assim, os achados geram implicações práticas que indicam para a melhor gestão dos clubes brasileiros de futebol, dado que estes precisarem obter capital externo em momento propício, fato que

demandam um planejamento adequando dos recursos organizacionais.

Diante destas constatações, entende-se que ainda são necessários estudos que analisem estas organizações (os clubes) em conjunto com aspectos financeiros e/ou econômicos, de modo a tornar tal modalidade de gestão mais profissionalizada, estabilizando o desempenho financeiro e, conseqüentemente, o esportivo, fruto de tal paixão nacional. Pesquisas futuras podem ainda realizar comparativos entre clubes de futebol do Brasil com outros países a partir da estrutura aqui disposta. Um olhar comparativo com outros esportes poderia revelar métodos de gestão mais eficientes a serem adotados no futebol.

Como principais limitações desta pesquisa, têm-se: a) amostra final composta apenas pelos doze maiores clubes brasileiros de futebol, fato que pode representar um viés de escala nos resultados, impossibilitando generalizações para os clubes brasileiros; e b) a ausência de controle dos efeitos políticos nos clubes, a exemplo da troca de presidentes, que podem aderir a uma vertente mais conservadora ou menos conservadora na gestão do patrimônio.

REFERÊNCIAS

- ASCARI, Guido; GAGNEPAIN, Philippe. Evaluating rent dissipation in the Spanish football industry. **Journal of Sports Economics**, v. 8, n. 5, p. 468-490, 2007.
- BARROS, Carlos Pestana; ASSAF, A. George; DE ARAUJO JR, Ari Francisco. Cost performance of Brazilian soccer clubs: A Bayesian varying efficiency distribution model. **Economic Modelling**, v. 28, n. 6, p. 2730-2735, 2011.
- BARROS, Carlos Pestana; LEACH, Stephanie. Performance evaluation of the English Premier Football League with data envelopment analysis. **Applied Economics**, v. 38, n. 12, p. 1449-1458, 2006.
- BORTOLUZZO, A. B.; BORTOLUZZO, M. M.; MACHADO, S. J.; MELHADO, T. T.; TRINDA-

- DE, P. I.; PEREIRA, B. S. Ticket consumption forecast for Brazilian championship games. **Revista de Administração (São Paulo)**, v. 52, n. 1, p. 70-80, 2017.
- BOSCÁ, J. E.; LIERN, V.; MARTÍNEZ, A.; SALA, R. . The Spanish football crisis. **European sport management quarterly**, v. 8, n. 2, p. 165-177, 2008.
- CAPELO, R. **O endividamento da primeira divisão sobe para R\$ 4,8 bi – Impostos omitidos pesam**. 2016. Disponível em: <<https://epoca.globo.com/vida/esporte/noticia/2016/06/o-endividamento-da-primeira-divisao-sobe-para-r-48-bi-impuestos-omitidos-pesam.html>>
- CHENHALL, Robert H. Management control systems design within its organizational context: findings from contingency-based research and directions for the future. **Accounting, organizations and society**, v. 28, n. 2-3, p. 127-168, 2003.
- CORRAR, L.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. **Análise multivariada para os cursos de administração, ciências contábeis e economia**. São Paulo: Atlas, 2007.
- COSTA, M. F. D.; COSTA, C. E.; ANGELO, C. F. D.; MORAES, W. F. A. D. Perceived competitive advantage of soccer clubs: a study based on the resource-based view. **RAUSP Management Journal**, v. 53, n. 1, p. 23-34, 2018.
- CUNHA, Paulo Roberto; SANTOS, Cleston Alexandre; HAVEROTH, Juçara. Fatores contábeis explicativos da política de estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros. **PODIUM Sport, Leisure and Tourism Review**, v. 6, n. 1, p. 01-21, 2017.
- DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas: Teoria e Prática**. Bookman Editora, 2009.
- DANTAS, Marke Geisy da Silva; BOENTE, Diego Rodrigues. A eficiência financeira e esportiva dos maiores clubes de futebol europeus utilizando a análise envoltória de dados. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 5, n. 13, p. 75-90, 2011.
- DANTAS, Marke Geisy da Silva; MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; MACHADO, Márcio André Veras. Eficiência dos custos operacionais dos clubes de futebol do Brasil. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 27, n. 2, p. 23-47, 2016.
- DATAFOLHA. **Futebol e Copa do Mundo**. 2018. Disponível em: <<http://media.folha.uol.com.br/datafolha/2018/04/13/f21c6daf-5d8b98f2a94089505961847f6576d01a.pdf>>.
- DAVID, Marcelino; NAKAMURA, Wilson Toshiro; BASTOS, Douglas Dias. Estudo dos modelos trade-off e pecking order para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras (2000-2006). **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 132-153, 2009.
- DRUKKER, David M. Testing for serial correlation in linear panel-data models. **The stata journal**, v. 3, n. 2, p. 168-177, 2003.
- ESPITIA-ESCUER, Manuel; GARCÍA-CEBRIÁN, Lucía Isabel. Measurement of the efficiency of football teams in the Champions League. **Managerial and Decision Economics**, v. 31, n. 6, p. 373-386, 2010.
- FERREIRA, Hugo Lucindo; DA COSTA MARQUES, José Augusto Veiga; DA SILVA
- FRANK, Murray Z.; GOYAL, Vidhan K. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of financial economics**, v. 67, n. 2, p. 217-248, 2003.
- GALVÃO, N.; DORNELAS, J. Análise de desempenho na geração de benefícios econômicos dos clubes de futebol brasileiros: o uso do atleta como recurso estratégico e ativo intangível. **Revista contemporânea de Contabilidade**, v. 14, n. 32, p. 21-47, 2017.
- GERRARD, Bill. A resource-utilization model of organizational efficiency in professional sports teams. **Journal of Sport Management**, v. 19, n. 2, p. 143-169, 2005.
- GIOVANNETTI, Bruno et al. Medindo a fidelidade das torcidas brasileiras: uma análise econômica no futebol. **Revista Brasileira de Economia**, v. 60, n. 4, p. 389-406, 2006.
- GITMAN, L. J.; SMITH, M. B. **Princípios de administração financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.
- GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Basic econometrics**. Boston, Mass: McGraw-Hill, 2011.

HOECHLE, Daniel. Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. **The stata journal**, v. 7, n. 3, p. 281-312, 2007.

HOLANDA, Allan Pinheiro et al. Determinantes do nível de disclosure em clubes brasileiros de futebol. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 17, n. 1, p. 2-17, 2012.

JAHARA, Rafael da Costa; MELLO, José André Villas Boas; AFONSO, Herlander Costa Alegre da Gama. Proposta de Índice Padrão e Análise de Performance Financeira dos Clubes Brasileiros de Futebol da Série A no Ano 2014. **PODIUM Sport, Leisure and Tourism Review**, v. 5, n. 3, p. 20-40, 2016.

LOPES, Hilton de Araújo; DAVIS, Marcelo David. O ativo jogador de futebol. **Pensar Contábil**, v. 8, n. 33, 2007.

LOPES, F. T. P.; REIS, H. H. B. Ideologia, futebol e violência: uma análise do relatório "Preservar o espetáculo, garantindo a segurança eo direito à cidadania". **Arquivos Brasileiros de Psicologia**, v. 69, n. 3, p. 36-51, 2017.

MACEDO, Marcelo Alvaro. Desempenho econômico-financeiro e desempenho esportivo: uma análise com clubes de futebol do Brasil. **Contextus: Revista Contemporânea de economia e gestão**, v. 16, n. 3, p. 124-150, 2018.

MAGAZ-GONZÁLEZ, A. M.; MALLO-FERNÁNDEZ, F.; FANJUL-SUÁREZ, J. L. ¿Es rentable jugar en Primera División de fútbol?. **Revista Internacional de Medicina y Ciencias de la Actividad Física del Deporte**, 2017.

MARTINS, G. D. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica**. São Paulo: Atlas, 2009.

MATTAR, M. **Na trave: o que falta para o futebol brasileiro ter uma gestão profissional**. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil, 2014.

MYERS, Stewart C. The capital structure puzzle. **The journal of finance**, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have.

Journal of Financial Economics, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

REZENDE, A. J. Estudo sobre as decisões identificadas na gestão de contratos de jogadores de futebol: o caso do Clube Atlético Paranaense (**Tese de Doutorado**). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, 2004.

REZENDE, Amaury José; DALMÁCIO, Flavia Zóboli; SALGADO, André Luiz. Nível de disclosure das atividades operacionais, econômicas e financeiras dos clubes brasileiros. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 13, n. 2, 2010.

REZENDE, Amaury José; DALMÁCIO, Flávia Zóboli. Práticas de governança corporativa e indicadores de performance dos clubes de futebol: uma análise das relações estruturais. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 18, n. 3, p. 105-125, 2015.

REZENDE, Amaury José; PEREIRA, Carlos Alberto. A gestão de contratos de jogadores de futebol: uma análise das decisões identificadas no caso do Clube Atlético Paranaense. In: **Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**. 2005.

ROSEN, Sherwin; SANDERSON, Allen. Labour markets in professional sports. **The economic journal**, v. 111, n. 469, p. F47-F68, 2001.

SAKINC, I., ACIKALIN, S., & SOYGUDEN, A. Evaluation of the Relationship between Financial Performance and Sport Success in European Football. **Journal of Physical Education and Sport**, v. 17, n. 16, 2017.

SÁNCHEZ, Luis; SÁNCHEZ-FERNÁNDEZ, Patricio; BARAJAS, Ángel. Estructuras de Propiedad y Rentabilidad Financiera en El Fútbol Europeo (Ownership Structure and Profitability in the European Football). **Journal of Sports Economics & Management**, v. 6, n. 1, p. 5-17, 2016.

SANTOS, AF dos; GREUEL, MARCOS ALEXANDRE. Análise da gestão financeira e econômica dos clubes brasileiros de futebol: uma aplicação da análise das componentes principais. **XIII SemeAD-Seminários em Administração, Setembro de**, 2010.

SANTOS, Cleston Alexandre; DANI, Andréia Carpes; HEIN, Nelson. Estudo da Relação entre os Rankings Formados pela Confederação Brasileira de Futebol e Indicadores Econômico-Financeiros dos Clubes de Futebol Brasileiros. **PODIUM Sport, Leisure and Tourism Review**, v. 5, n. 3, p. 41-59, 2016.

SILVA, Cláudio Vicente Di Gioia Ferreira; CAMPOS FILHO, Luiz Alberto Nascimento. Gestão de clubes de futebol brasileiros: fontes alternativas de receita. **Sistemas & Gestão**, v. 1, n. 3, p. 195-209, 2009.

SILVA, Thiago Bruno de Jesus; DOS SANTOS, Cleston Alexandre; DA CUNHA, Paulo Roberto. Relação entre o desempenho econômico-financeiro e o relatório de auditoria dos clubes de futebol brasileiros. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 177-200, 2017.

SILVA, Josimar Pires et al. Maldição do Vencedor: Uma Análise das Transações Ocorridas nos Clubes do Futebol Mundial. **PODIUM Sport, Leisure and Tourism Review**, v. 6, n. 1, p. 22-42, 2017.

VAMPLEW, Wray. The Economics of a Sports Industry: Scottish Gate-Money Football, 1890–1914 1. **The Economic History Review**, v. 35, n. 4, p. 549-567, 1982.

VIVIANI, L. **Profut possui inconstitucionalidades, dizem especialistas do direito esportivo**. 2015. Disponível em: < <https://www.jota.info/justica/profut-possui-inconstitucionalidades-dizem-especialistas-do-direito-desportivo-29112015>>

Endereço dos Autores:

R. Eng. Agrônomo Andrei Cristian Ferreira, s/n
Trindade - Florianópolis - SC - Brasil
CEP 88040-900