

Impacto da Estrutura de Capital na Venda de Atletas e na Receita de Bilheteria em Clubes de Futebol do Brasil

Ronan Reis Marçal
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
E-mail: m.ronanreis@gmail.com

Rodrigo Rengel
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
E-mail: rengel.rodrigo@hotmail.com

Januário José Monteiro
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
E-mail: januariomonteiriomonteiro@gmail.com

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 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 acarretam valores menores nas receitas de venda dos direitos econômicos de atletas, muito embora a composição desse endividamento não denote tal influência, contrariando pesquisas anteriores. 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 torcedores tendem a se manter presentes nos estádios.

Palavras-chave: Estrutura de Capital; Venda de Atletas; Receita de Bilheteria; Clubes de Futebol.

Linha Temática: Contabilidade Financeira - Análise das Demonstrações Contábeis

Realização:



1 Introdução

Entre os esportes, o futebol é um dos que mais atrai atenção do público e grande parte das suas arrecadações advêm de contratações, patrocínios e bilheterias (Dantas & Boente, 2011). Os autores salientam ainda, que o volume de receitas de clubes de futebol tem sido 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 do público, e por isso desperta interesse da população em relação à situação financeira dos clubes.

Logo, além do futebol ser um entretenimento, os clubes também são considerados negócios. São responsáveis pela revelação e contratação de atletas, bem como 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 Sandersson (2001) ao abordarem sobre o desempenho esportivo, apontam que os melhores clubes competem para ganhar prêmios e alcançar os objetivos preconizados, enquanto outros tentam evitar o rebaixamento. Denota-se que os clubes de futebol, enquanto organizações, têm buscado alcançar melhor desempenho financeiro (Costa *et al.*, 2018). Depreende-se que o melhor desempenho esportivo pode influenciar o desempenho financeiro. 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. Em complemento, Rezende e Pereira (2005) afirmam que esta atividade difere das demais, haja vista que muitas vezes os gestores tomam decisões baseadas em fatores psicológico-emocionais, isto é, sendo menos racionais.

Os clubes visam tanto o sucesso em campo quanto a estabilidade financeira, assim, para aumentar o sucesso esportivo e obter receitas com bilheteria, os clubes investem em jogadores e por conta disso movimentam um grande volume de dinheiro (Sakinc, Acikalin & Soyguden, 2017). Vale considerar que a estabilidade financeira é determinante para o sucesso a longo prazo dos clubes (Barros, Assaf & Araujo Jr, 2011). Para tanto, é necessário um planejamento

Realização:

estratégico voltado ao aumento do desempenho financeiro (Sánchez, Fernández & Barajas, 2016). Estudos investigaram se os clubes de futebol brasileiros eram eficientes ou não, e constataram que eram ineficientes (Barros, Assaf & Araujo Jr, 2011; Galvão & Dornelas, 2017) e que, em relação às ligas internacionais, estes apresentavam desempenho financeiro inferior (Barros, Assaf & Araujo Jr, 2011).

Apointa-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 financeiros, fluxo de caixa e de cobertura dos juros (Barros, Assaf & Araujo Jr, 2011). Há indícios 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 dos clubes de futebol (Dantas, Macedo & Machado, 2016; Galvão & Dornelas, 2017; Ferreira, Marques & Macedo, 2018).

A obtenção de capital de terceiros é justificada pela necessidade do clube adquirir atletas e agregar valor ao clube, com o intuito de melhorar seu desempenho esportivo, com vista o alcance de maiores receitas com bilheteria que 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, Souza, Santos & Dani, 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 atletas.

Justifica-se a importância do estudo dado que os clubes de futebol são modelos de organização que movimentam avultados valores monetários, mesmo configurados como sem fins lucrativos. Denota-se também que, ao sugerir que os clubes aprestem maior atenção à sua estrutura de capital, receitas percebidas e, conseqüentemente no desempenho financeiro, o estudo apresentar sua originalidade, contribuindo para a literatura.

Chenhall (2003) aponta a necessidade de mais pesquisas que investiguem o modo como as organizações do terceiro setor são geridas. Nessa esteira, o presente estudo se alinha à Sánchez, Fernández e Barajas (2016) ao sugerir que os clubes brasileiros tenham um planejamento adequado. A gerir de maneira adequada os recursos organizacionais, ao ponto que estes sejam capazes de liquidar suas obrigações e alcançarem maiores receitas. Logo, esta pesquisa contribui também do ponto de vista prático com os gestores e os jogadores, 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. E, sob outra perspectiva, contribui com os sócios e credores, permitindo que estes observem como os clubes têm gerido o capital neles investido.

A contribuição social consiste no fato de que o futebol é uma manifestação cultural e exerce influência no estado psicológico-emocional tanto dos gestores e jogadores quanto 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).

Realização:

2 Referencial teórico

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 assim os clubes de futebol se apresentam consideravelmente endividados (Dantas, Macedo & Machado, 2016; Galvão & Dornelas, 2017; Ferreira, Marques & Macedo, 2018).

Oriundo desta má 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). Isto forma um ciclo vicioso, 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 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, Liern, Martínez, & Sala, 2008). Destarte, tem-se a seguinte hipótese:

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

É possível crer em uma relação positiva ou inversa entre essas variáveis. Positiva, pois, se o clube está endividado, precisaria vender jogadores, assim, a receita decorrente dessas vendas teria uma expectativa de aumento. E inversa, pois, se o clube realiza a venda por necessidades financeiras, é factível crer que na possibilidade de uma venda por um valor menor que o valor derivado de uma venda não forçada por tais necessidades.

Essa 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, reportando,

Realização:

portanto, a relevância desta despesa de curto prazo. Assim, é esperado que:

H1b: A composição do endividamento dos clubes brasileiros de futebol prejudica 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, percebe-se um declínio no comparecimento aos jogos nos últimos anos (Giovannetti *et al.*, 2006). O que pode ser oriundo de que os clubes europeus voltam seu planejamento estratégico ao desempenho financeiro (Sánchez, 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 segurar 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 impacta a receita de bilheteria percebida por tais clubes.

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

Em complemento, Bortoluzzo *et al.* (2017) destaca 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 que clubes com maior nível de endividamento/composição de endividamento não consigam realizar investimentos à 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:

Tabela 1. Composição da amostra

Realização:



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, permitindo, 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:

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

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

Onde:

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

$RRDE_{i,t-1}$ 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 do clube i , no período $t-1$;

$CE_{i,t-1}$ é a composição do endividamento 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 ;

Realização:

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 RRDE 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).

Realização:

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

O primeiro ponto desta seção diz respeito aos resultados percebidos perante a 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 na Tabela 2, nota-se a ausência de uma tendência normal dos resíduos para ambas as equações, ao passo que apenas a equação (1) apresentou características de heterocedasticidade. Foram tomadas as medidas corretivas apontadas na seção anterior para cada caso. Além disso, não foi percebido um elevado grau de colinearidade em qualquer um dos modelos da pesquisa.

Especificamente sobre o Painel B da Tabela 2, os resultados indicam, 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). Por fim, cabe ressaltar 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.

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

Tabela 3. Resultados da Equação (1)

Painel A					
RVDE	Coeficiente	Erro Padrão	z	p-valor	VIF
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	Nº 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*.

A Tabela 3 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, a presente amostra tende a reduzir RRDE ao passo que 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 apresenta como significativo em termos estatísticos na Equação (1), a composição do endividamento não denota tal característica.

O sinal negativo da variável END sugere que os clubes mais endividados precisam vender seus atletas para suprir suas obrigações, corroborando Bosca *et al.* (2008). Contudo, dado o caráter de urgência, estes 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, já mencionados por Galvão e Dornelas (2017) e Ferreira *et al.* (2018).

Dando continuidade na análise, são apresentados na Tabela 4 os resultados derivados da Equação (2).

Tabela 4. Resultados da Equação (2)

Painel A					
RBIL	Coefficiente	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					
R²	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*.

Dados os resultados da Tabela 4, pode-se refutar as hipóteses H2a e H2b, uma vez que o modelo não apresenta fiabilidade estatística dado 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 plausível 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 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). Com base neste achado, um ciclo vicioso pode se formar em clubes que não se atenam para suas finanças. 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 bilheteria 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 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 demanda um planejamento adequando dos recursos organizacionais.

Diante destas constatações, entende-se que ainda são necessários estudos que analisem estas organizações em conjunto com aspectos financeiros e/ou econômicos, a tornar tal modalidade gestão mais profissionalizada. Ao passo de estabilizarem estes desempenhos com o fator esportivo, fruto de tal paixão nacional. Pesquisas futuras podem ainda realizar comparativos de desempenhos entre clubes de futebol do Brasil com outros países. 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, G., & Gagnepain, P. (2007). Evaluating rent dissipation in the Spanish football industry. *Journal of Sports Economics*, 8(5), 468-490.
- Barros, C. P., Assaf, A. G., & de Araujo Jr, A. F. (2011). Cost performance of Brazilian soccer clubs: A Bayesian varying efficiency distribution model. *Economic Modelling*, 28(6), 2730-2735.
- Barros, C. P., & Leach, S. (2006). Performance evaluation of the English Premier Football League with data envelopment analysis. *Applied Economics*, 38(12), 1449-1458.
- Bortoluzzo, A. B., Bortoluzzo, M. M., Machado, S. J., Melhado, T. T., Trindade, P. I., & Pereira, B. S. (2017). Ticket consumption forecast for Brazilian championship games. *Revista de Administração*, 52, 70-80.
- Boscá, J. E., Liern, V., Martínez, A., & Sala, R. (2008). The Spanish football crisis. *European sport management quarterly*, 8(2), 165-177.
- Capelo, R. (2016). *O endividamento da primeira divisão sobe para R\$ 4,8 bi – Impostos omitidos pesam*. Recuperado de <<https://epoca.globo.com/vida/esporte/noticia/2016/06/o-endividamento-da-primeira-divisao-sobe-para-r-48-bi-impuestos-omitidos-pesam.html>>
- Chenhall, R. H. (2003). Management control systems design within its organizational context: findings from contingency-based research and directions for the future. *Accounting, organizations and society*, 28(2-3), 127-168.
- Corrar, L., Paulo, E., & Dias Filho, J. M. (2007). *Análise multivariada para os cursos de administração, ciências contábeis e economia*. São Paulo: Atlas.
- Costa, M. F. D., Costa, C. E., Angelo, C. F. D., & Moraes, W. F. A. D. (2018). Perceived competitive advantage of soccer clubs: a study based on the resource-based view. *RAUSP Management Journal*, 53(1), 23-34.
- Cunha, P. R., dos Santos, C. A., & Haveroth, J. (2017). Fatores contábeis explicativos da política de estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros. *PODIUM Sport, Leisure and Tourism Review*, 6(1), 1-21.
- Dantas, M. G. S., & Boente, D. R. (2011). A eficiência financeira e esportiva dos maiores clubes de futebol europeus utilizando a análise envoltória de dados. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 5(13), 75-90.

- Dantas, M. G. S., Macedo, M. A. S., & Machado, M. A. V. (2016). Eficiência dos custos operacionais dos clubes de futebol do Brasil. *Contabilidade Vista & Revista*, 27(2), 23-47.
- Datafolha. (2018). *Futebol e Copa do Mundo*. Recuperado de <http://media.folha.uol.com.br/datafolha/2018/04/13/f21c6daf5d8b98f2a94089505961847f6576d01a.pdf>
- Drukker, D. M. (2003). Testing for serial correlation in linear panel-data models. *The Stata Journal*, 3(2), 168- 177.
- Espitia- Escuer, M., & García- Cebrián, L. I. (2010). Measurement of the efficiency of football teams in the Champions League. *Managerial and Decision Economics*, 31(6), 373-386.
- Ferreira, H. L., Marques, J. A. V. C., & Macedo, M. A. S. (2018). Desempenho Econômico-Financeiro e Desempenho Esportivo: Uma Análise Com Clubes de Futebol do Brasil. *Contextus—Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 16(3), 124-150.
- Galvão, N., & Dornelas, J. (2017). 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*, 14(32), 21-47.
- Gerrard, B. (2005). A resource-utilization model of organizational efficiency in professional sports teams. *Journal of Sport Management*, 19(2), 143-169.
- Giovannetti, B., Rocha, B. D. P., Sanches, F. M., & Silva, J. C. D. D. (2006). Medindo a fidelidade das torcidas brasileiras: uma análise econômica no futebol. *Revista Brasileira de Economia*, 60(4), 389-406.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Basic econometrics*. Boston, Mass: McGraw-Hill.
- Hoechle, D. (2007). Robust Standard Errors for Panel Regressions with Cross-Sectional Dependence. *The Stata Journal*, 7(3), 281-312.
- Jahara, R. C., Mello, J. A. V. B., & da Gama Afonso, H. C. A. (2016). 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*, 5(3), 20-40.
- Lopes, H. D. A., & Davis, M. D. (2006). O ativo jogador de futebol. *Pensar Contábil*, 8(33).
- Magaz-González, A. M., Mallo-Fernández, F., & Fanjul-Suárez, J. L. (2017). ¿ Es rentable jugar en Primera División de fútbol?. *Revista Internacional de Medicina y Ciencias de la Actividad Física del Deporte*, 17(65), 1-26.
- Martins, G. D. A., & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da investigação científica*. São Paulo: Atlas.
- Rezende, A. J. (2004). *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.

- Rezende, A. J., Dalmácio, F. Z., & Salgado, A. L. (2010). Nível de disclosure das atividades operacionais, econômicas e financeiras dos clubes brasileiros. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 13(2).
- Rezende, A. J., & Pereira, C. A. (2005). 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*.
- Rosen, S., & Sanderson, A. (2001). Labour markets in professional sports. *The economic journal*, 111(469), F47-F68.
- Sakinc, I., Acikalin, S., & Soyguden, A. (2017). Evaluation of the Relationship between Financial Performance and Sport Success in European Football. *Journal of Physical Education and Sport*, 17, 16.
- Sánchez, L., Sánchez-Fernández, P., & Barajas, Á. (2016). Estructuras de Propiedad y Rentabilidad Financiera en El Fútbol Europeo (Ownership Structure and Profitability in the European Football). *Journal of Sports Economics & Management*, 6(1), 5-17.
- Santos, A. D., & Greuel, M. A. (2010). Análise da gestão financeira e econômica dos clubes brasileiros de futebol: uma aplicação da análise das componentes principais. XIII SemeAD-Seminários em Administração.
- Santos, C. A., Dani, A. C., & Hein, N. (2016). Estudo da relação entre os rankings formados pela Confederação Brasileira de Futebol e a partir de indicadores econômico-financeiros dos clubes de futebol brasileiros. *Podium*, 5(3), 41-59.
- Silva, C. V. G. F., & Campos Filho, L. A. N. (2006). Gestão de clubes de futebol brasileiros: fontes alternativas de receita. *Sistemas & Gestão*, 1(3), 195-209.
- Silva, J. P., Santos, P. S. A., Souza, E. S., & Dani, A. C. (2017). Maldição do Vencedor: Uma Análise das Transações Ocorridas nos Clubes do Futebol Mundial. *PODIUM Sport, Leisure and Tourism Review*, 6(1), 22-42.
- Vamplew, W. (1982). The Economics of a Sports Industry: Scottish Gate- Money Football, 1890–1914 1. *The Economic History Review*, 35(4), 549-567.
- Viviani, L. (2015). *Profut possui inconstitucionalidades, dizem especialistas do direito esportivo*. Recuperado de < <https://www.jota.info/justica/profut-possui-inconstitucionalidades-dizem-especialistas-do-direito-desportivo-29112015>>.