

A Influência dos Fatores Financeiros e Esportivos Sobre o Valor dos Clubes de Futebol Brasileiros

MARKE GEISY DA SILVA DANTAS

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

YURI GOMES PAIVA AZEVEDO

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

CHRISTIANE LARISSA DUARTE DO NASCIMENTO

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

Resumo

O presente estudo tem como objetivo investigar quais são as variáveis financeiras e esportivas que influenciam no valor dos clubes de futebol brasileiros mais valiosos de acordo com a pesquisa da BDO RCS (2015), justificando-se pelo aprofundamento em uma esfera dos estudos do mercado de futebol até então pouco explorada, que é o valor dos clubes de futebol brasileiros, bem como a sua relação com as variáveis financeiras e esportivas. Para investigar essa relação, foram coletados dados da BDO RCS (2015), que elenca os clubes de futebol mais valiosos no Brasil, bem como das demonstrações contábeis dos clubes de futebol no período de 2011 a 2014, sendo a amostra da pesquisa composta por 24 times, tendo em vista a exclusão de seis clubes que não tinham dados disponíveis ou foram considerados *outliers* através da análise do *boxplot*. No modelo proposto, o Q de Tobin foi utilizado como *proxy* para o valor dos clubes, sendo utilizada, através do pacote estatístico Gretl 2015®, a regressão linear múltipla para tratamento dos dados. Dentre os principais resultados, observa-se que as variáveis “*ranking* CBF”, “grau de endividamento” e “custo/receita” apresentaram-se estatisticamente significativos para explicar o valor dos clubes de futebol brasileiros, diferentemente das variáveis “retorno sobre ativos”, “primeira divisão” e “liquidez corrente”, que não apresentaram-se significantes ao nível de 5%. Dessa forma, percebe-se que os clubes que possuem maior pontuação de acordo com a convenção do *ranking* nacional de clubes, bem como que apresentam maiores índices de endividamento e menor relação “custo/receita” são mais valorizados no mercado.

Palavras chave: Valor dos Clubes, Clubes de Futebol Brasileiros, Q de Tobin.

1 Introdução

Considerado como o esporte mais popular do mundo, de acordo com Nicolau (2011), o futebol têm-se tornado cada vez mais profissional, tendo em vista o crescimento das receitas na comercialização de produtos relacionados aos times nos últimos 20 anos, bem como da concessão de direitos de mídia e *merchandising*, em comparação com décadas anteriores (Gerhards & Mutz, 2016).

Por estarem crescendo mais que outros tipos de negócios nas últimas décadas, conforme descrevem Ecer e Boyukaslan (2014), verifica-se que a indústria do futebol vem sofrendo mudanças significativas, tendo em vista que as equipes tornaram-se negócios competitivos, em que os custos dos clubes, a divulgação na mídia e o número de fãs-consumidores cresceram substancialmente, impactando cada vez mais na criação de valor dos clubes de futebol (Capasso & Rossi, 2013).

No tocante à criação de valor, Freeman, Harrison, Wicks, Parmar e De Colle (2010) descrevem que os clubes estão sujeitos às mesmas pressões que outras organizações, como objetivos relacionados à busca de eficiência e sustentabilidade financeira. Nessa perspectiva, Frick (2007) complementa, descrevendo que o valor de um clube de futebol é composto por seus ativos tangíveis, como estádios e equipamentos, bem como pelos ativos intangíveis, os quais são constituídos principalmente pelos valores individuais dos jogadores de futebol.

Levando em consideração que os clubes de futebol são companhias semelhantes às grandes empresas em relação à estrutura de ativos (Yang & Sonmez, 2005), percebe-se que os clubes de futebol no Brasil diferenciam-se de clubes de outros países, tendo em vista que os times brasileiros, em sua maioria, são associações sem fins lucrativos, enquanto que no mercado internacional, alguns clubes são listados na Bolsa de Valores, conforme evidenciam Capasso e Rossi (2013).

No futebol brasileiro, cada clube possui características particulares que influenciam na criação de valor dos mesmos, denominadas pela BDO RCS (2015) como variáveis mercadológicas, tendo em vista os diferentes perfis de torcida, desenvolvimentos das receitas, marcas e características dos mercados em que estão localizados. No entanto, apesar da importância de investigar os fatores que influenciam no valor dos clubes de futebol, percebe-se que os únicos ensaios realizados na área foram os de Scelles, Helleu, Durand e Bonnal (2013) e Scelles, Helleu, Durand e Bonnal (2016), que identificaram os determinantes do valor dos clubes Europeus.

Dessa forma, percebe-se que a literatura acerca dos determinantes do valor de clubes é mais extensa quando trata-se de participantes da Major League Baseball (MLB), National Basketball Association (NBA), National Hockey League (NHL) e National Football League (NFL), tendo em vista os estudos realizados por Alexander e Kern (2004), Miller (2007), Humphreys e Mondello (2008), Miller (2009) e Ulrich (2011), sendo as primeiras pesquisas realizadas nos Estados Unidos, conforme evidenciam Scelles *et al.* (2016).

Considerando, então, a incipiência de estudos que investiguem os determinantes do valor dos clubes de futebol, principalmente no contexto nacional, bem como pelo desempenho econômico, financeiro e esportivo de um clube de futebol gerar impacto em seu valor, o presente estudo tem como objetivo investigar quais são as variáveis esportivas e financeiras que influenciam significativamente na geração de valor dos clubes mais valiosos do futebol brasileiro.

Nesse sentido, esta análise de valor dos clubes brasileiros de futebol é desenvolvida com base em dois grupos de variáveis: as variáveis financeiras e esportivas. Ademais, a BDO RCS (2015) enfatiza que o uso de dados financeiros, pesquisas com o torcedor, informações de marketing esportivo de cada clube, dados econômicos e sociais dos brasileiros, como os hábitos de consumo dos torcedores são variáveis indispensáveis na avaliação das marcas de tais clubes.

A presente pesquisa justifica-se pelo aprofundamento em uma esfera dos estudos do mercado de futebol até então pouco explorada, que é o valor dos clubes de futebol brasileiros, bem como a sua relação com as variáveis financeiras e esportivas que influenciam na geração de valor. De forma complementar, esta pesquisa contribui com o processo de gestão dos clubes de futebol, buscando o entendimento dos aspectos que influenciam este esporte e gera a maximização dos resultados financeiros.

O estudo está estruturado em cinco sessões. Na próxima seção, encontra-se o referencial teórico, que aborda aspectos relacionados ao mercado de futebol, como os direcionadores de valor dos clubes, além dos estudos recentes relacionados à área. A terceira apresenta a metodologia utilizada para a análise de dados. Na quarta tem-se a análise dos resultados obtidos, para, em seguida, na quinta parte, apresentar as considerações finais, onde foram evidenciadas as constatações do estudo, também apresentando sugestões para futuros trabalhos.

2 Referencial Teórico

2.1 Direcionadores de Valor dos Clubes de Futebol

Atualmente, o futebol não é mais visto apenas como um esporte, e sim como uma grande indústria de entretenimento capaz de gerar bilhões de dólares em bilheteria, patrocínios, na compra e venda de jogadores, entre outras formas de arrecadar recursos (Dantas & Boente, 2012). Nessa perspectiva, Silva e Campos (2006) evidenciam que o futebol mundial movimenta cerca US\$ 250 bilhões por ano, sendo o Brasil responsável por aproximadamente 1% desse valor.

De acordo com uma pesquisa da Forbes (2016a), o Real Madrid foi eleito como o clube mais valioso do mundo, pelo quarto ano consecutivo, chegando à US\$ 3,65 bi, valor 12% maior que no ano passado. A pesquisa ainda destaca que o Barcelona aproxima-se ao Real Madrid, com o valor de US\$ 3,55 bi, também com crescimento de 12% quando comparado com o valor de 2015. Entretanto, apesar de se destacarem como celeiros de craques, os clubes brasileiros não alcançam esse nível, fato evidenciado por Tavares (2009), que afirma que a maioria dos clubes de futebol brasileiros se tornaram menos capazes de competir com os países desenvolvidos, por serem desestruturados e amadores, e pela incapacidade de reter grandes talentos por um período suficiente para se montar um time competitivo e conquistar títulos.

Dantas (2013) consolida tal realidade ao afirmar que os aspectos econômicos dos clubes brasileiros há tempos atrás não eram explorados, que não havia uma preocupação com a gestão dos clubes como nos países da Europa. Silva e Campos (2006) complementam, descrevendo que os resultados obtidos no esporte em outros países como EUA, Inglaterra, Itália, Espanha e Alemanha sugerem que o Brasil está atrasado em sua gestão profissional. Na visão dos autores, o futebol Europeu avançou muito em comparação ao Brasileiro, pois o seu governo e os administradores europeus do futebol adiantaram o conceito de profissionalização e formularam leis que forneceram maior segurança e estímulo ao torcedor.

No âmbito brasileiro, segundo pesquisa da Forbes (2016b), o Corinthians é o clube mais valioso. Com valor estimado em quase US\$ 532,7 milhões, ele é também o clube que mais vende seus espaços de patrocínio. O Palmeiras e o Grêmio seguem atrás, avaliados por US\$ 480,1 milhões e US\$ 320,9 milhões, respectivamente. Dessa forma, observa-se que os clubes brasileiros estão longe de aproveitar todo o seu potencial, se comparado aos clubes mais valiosos do mundo citados anteriormente.

De acordo com Perruci (2006), os clubes que apresentam melhores resultados esportivos e financeiros são aqueles que utilizam sistemas de gestão baseados nos princípios da administração. Porém, a aplicação de tais modelos não garante que os clubes de futebol profissionais brasileiros tenham superioridade técnica-esportiva e financeira em relação aos

demais. De forma complementar, os autores evidenciam, no tocante ao aspecto econômico dos clubes de futebol, que o seu êxito se deve a vários fatores além das políticas de gestão profissional ou o desempenho nos gramados, como o tamanho da sua torcida, pois esta influencia todas as suas fontes de receita.

Dentre os direcionadores relacionados à criação de valor dos clubes de futebol, Zagnoli e Radicchi (2010) consideram que os torcedores são de importância central para a criação de valor, levando em consideração a presença nos jogos, bem como a aquisição de produtos oficiais. Além disso, considera-se que os torcedores também são importantes na criação de valor dos clubes, tendo em vista que, além da fidelização no consumo de produtos registrados e comparecimento nos jogos, eles atraem novos torcedores.

Segundo Pereira (2013), sem dúvida é importante estudar e interpretar os torcedores dos clubes com a finalidade de desenvolver estratégias que satisfaçam eficientemente as suas expectativas, sendo fundamental perceber quais são as suas motivações e quais as variáveis que determinam seu perfil. Entretanto, os autores ressaltam também que o envolvimento dos adeptos com os seus clubes não é homogêneo, muito menos estático, pelo contrário, é resultado de um processo de desenvolvimento da intensidade, do apoio, do conhecimento e da identidade, com diferentes antecedentes, manifestações e consequências em cada indivíduo.

A Copa do Mundo de 2014, na qual o Brasil foi a sede, gerou vários benefícios econômicos. De acordo com Domingues, Betarelli e Magalhães (2011), tais benefícios dizem respeito, por exemplo, às obras de infraestrutura urbana e a construção de 12 estádios espalhados pelo Brasil de alta qualidade. Assim, tal fato incentivou a ida dos torcedores aos estádios para prestigiar os jogos de perto.

Assim, um dos fatores que podem influenciar diretamente no valor dos clubes de futebol é a qualidade de seus estádios, confirmando, assim, a perspectiva de Scelles *et al.* (2013) e Scelles *et al.* (2016), que evidenciam que quanto maior a idade do estádio, menor a criação de valor nos clubes europeus.

Além desse direcionador de valor, destacam-se os atletas, tendo em vista que, segundo Rowbottom (2002), o registro dos direitos dos jogadores é considerado um dos principais bens dos clubes de futebol. Nessa perspectiva, Dimitropoulos e Koumanakos (2015) evidenciam que o investimento em jogadores de futebol, representado pelo ativo intangível capital humano, possibilita agregar valor ao clube, otimizando, assim, seu desempenho econômico-financeiro. De forma complementar, Scelles *et al.* (2016) demonstram que o valor dos jogadores que atuam nos clubes é significativo para a criação de valor das equipes.

De forma complementar à criação de valor pelo aumento de público nos estádios e campanhas de publicidade, de forma geral, também observa-se que o investimento nos jogadores propicia criar valor através da venda de jogadores para o mercado exterior, tendo em vista que, de acordo com Magee e Sungden (2002) e Poli (2010), os clubes brasileiros têm obtido receitas consideráveis na venda de jogadores devido ao processo de globalização do futebol, corroborando, assim, com Capasso e Rossi (2013), que descrevem que uma temporada bem sucedida para um clube de futebol está relacionada com fatores como o aumento de receitas com títulos, direitos de transmissão e vendas de ingressos.

Outro fator que também influencia na criação de valor, de acordo com as pesquisas empíricas realizadas na área, é o desempenho esportivo em campo, levando em consideração os achados de Nicolau (2011), Scelles *et al.* (2013), Rohde e Breuer (2016) e Scelles *et al.* (2016), tendo em vista a relação entre o desempenho nos jogos e a conquista de títulos, que impactam positivamente no aumento de receitas dos clubes.

Em relação às receitas dos clubes de futebol, que estão relacionadas com a criação de valor nos clubes, Baroncelli, Lago e Szymanski (2004) descrevem que as principais são: vendas de ingressos, sócio-torcedor, aluguel dos estádios, patrocínios, *merchandising* e venda de jogadores. De forma complementar, Capasso e Rossi (2013) evidenciam que os patrocínios

são uma importante fonte de receita para os clubes de futebol, levando em consideração que diversas empresas desejam associar suas marcas a uma equipe bem sucedida. Além disso, as receitas de transmissão também são consideradas uma importante fonte de receita, principalmente com a expansão das transmissões em canais *pay-per-view*.

2.2 Estudos Recentes

Levando em consideração que fatores econômicos, financeiros e esportivos dos clubes impactam no seu valor, estudos anteriores investigaram os fatores determinantes do valor dos clubes de futebol na Europa, bem como de clubes de outros esportes, com base nas ligas MLB, NBA, NFL e NHL, conforme demonstra a Tabela 1.

Tabela 1. Estudos recentes na área

Autores	Amostra	Principais Resultados
Alexander e Kern (2004)	Quatro grandes ligas americanas (MLB, NBA, NFL e NHL), no período entre 1991-1997	A única variável que se apresentou estatisticamente significativa e com coeficiente positivo para todas as ligas foi a “performance esportiva no ano anterior”. A “população” se apresentou significativa para a MLB, NBA e NHL, enquanto que a variável “novas instalações” se demonstrou significativa e também com coeficiente positivo para a MLB e NHL. Por fim, a “renda” se apresentou significativa apenas para a NBL.
Miller (2007)	26 times da MLB no período entre 1990-2002	Os resultados demonstram que as variáveis “população”, “performance esportiva no ano”, “performance esportiva no ano anterior” apresentaram-se significantes e com coeficientes positivos, enquanto que a variável “idade das instalações” apresentou-se significativa, mas com coeficiente negativo.
Humphreys e Mondello (2008)	Quatro grandes ligas americanas (MLB, NBA, NFL e NHL), no período entre 1969-2006	As variáveis “população”, “propriedade privada” e “idade da franquia” apresentaram uma associação significativa e positiva com o valor da empresa. No entanto, a variável “competição local” demonstrou-se significativa, mas com coeficiente negativo.
Miller (2009)	73 times da NBA, NFL e NHL, no período entre 1991-2005	As variáveis que se apresentaram estatisticamente significantes e com coeficientes positivos foram a “renda”, para os times da NBA e NFL, a “performance esportiva no ano anterior” para os times da NBA e NHL e a “propriedade privada” apenas para a NHL. A única variável que se apresentou significativa, porém, com coeficiente negativo, foi a “idade das instalações”, para os times da NFL.
Ulrich (2011)	30 times da MLB no período entre 2000-2010	As variáveis “população da área metropolitana”, “frequência anual dos torcedores”, “índice de fãs” demonstraram-se estatisticamente significativas e com coeficientes positivos. Entretanto, a variável “idade do estádio” apresentou coeficiente negativo, sugerindo que estádios mais antigos impactam negativamente no valor dos times.
Scelles <i>et al.</i> (2013)	23 times europeus e 105 times das grandes ligas americanas (MLB, NBA, NFL e NHL), no período entre 2004-2011	Os fatores determinantes que apresentaram-se significativos e com coeficientes positivos para a amostra dos times de futebol europeu foram: “tipo de propriedade”, “número de torcedores”, “lucro” e “performance desportiva”. Já as variáveis “idade das instalações” e “competição local” apresentaram-se significativas, mas com coeficientes negativos.

Scelles <i>et al.</i> (2016)	34 times europeus (Alemanha, Espanha, Escócia, França, Holanda, Inglaterra, Itália e Portugal), no período entre 2005-2013	As variáveis “valor dos jogadores”, “tipo de propriedade”, “número de torcedores”, “lucro”, “lucro operacional”, “competição local” e “performance desportiva” apresentaram-se estatisticamente significativas e com coeficientes positivos. Entretanto, as variáveis “idade das instalações” e “população local” apresentaram-se significativas, porém, com coeficientes negativos.
------------------------------	--	--

Fonte: Elaborado pelos autores

Com base nos estudos anteriores, percebe-se que a literatura é mais extensa no tocante às ligas MLB, NBA, NFL e NHL. No entanto, em relação aos clubes de futebol, o primeiro estudo na área foi o de Scelles *et al.* (2013). Este fato é justificado pelo autor, na perspectiva que o valor da empresa, no contexto dos clubes de futebol, só começou a ser investigado recentemente, explicando, assim, a não realização de estudos anteriores que verifiquem os fatores determinantes do valor dos clubes europeus. De forma complementar, observa-se a inexistência de estudos nacionais que investiguem os fatores determinantes do valor dos clubes de futebol, bem como de outros esportes.

3 Procedimentos Metodológicos

Considerando que este estudo tem como objetivo investigar as variáveis financeiras e esportivas dos clubes de futebol, bem como a influência destas sobre o valor dos clubes brasileiros mais valiosos, utilizou-se a pesquisa mais atual da BDO RCS (2015), empresa que realiza um estudo anual sobre os clubes de futebol brasileiros, no qual é feita uma avaliação das marcas dos maiores clubes de futebol do Brasil.

O *ranking* conta com 30 marcas avaliadas no estudo de 2015, que são: Corinthians, São Paulo, Palmeiras, Santos, Portuguesa, Ponte Preta, Guarani, Flamengo, Vasco da Gama, Fluminense, Botafogo, Atlético-PR, Curitiba, Paraná, Sport, Náutico, Santa Cruz, Avaí, Figueirense, Criciúma, Grêmio, Internacional, Cruzeiro, Atlético-MG, Bahia, Vitória, Goiás, Atlético GO, Ceará e Fortaleza.

No entanto, para este estudo, foram coletados os dados de 24 clubes dos 30 contidos na classificação da BDO RCS (2015) como os mais valiosos do Brasil, sendo retirados da amostra o Fortaleza, Ceará, Atlético Goianiense, Santa Cruz, Guarani e Portuguesa devido à indisponibilidade de dados referentes aos seis clubes, entre os anos de 2011 e 2014, período analisado neste estudo. Assim, a amostra final é composta por 24 clubes, sendo ela do tipo não probabilística, tendo em vista a inacessibilidade a todos os elementos da população.

O método estatístico de análise utilizado neste trabalho para descrever e prever o comportamento das variáveis esportivas e financeiras foi à chamada Regressão Linear Múltipla com dados *cross sectional*, feita no *software* Gretl 2015®, em que as variáveis foram selecionadas pelo critério teórico, isto é, foram introduzidas por que constituem a base teórica da pesquisa. Assim, pode-se afirmar que o método de seleção de variáveis utilizado neste trabalho foi o chamado “Especificação Confirmatória”, que segundo Corrar, Paulo e Dias (2009), as variáveis são inseridas pelo pesquisador conforme deseja de acordo com especificação de estudos anteriores e, assim sendo, é preciso especificar o conjunto de variáveis explicativas nas mesmas bases dos estudos anteriores.

A Tabela 2 apresenta as variáveis utilizadas neste estudo, o seu cálculo e a fonte além dos sinais esperados para os coeficientes.

Tabela 2. Variáveis da pesquisa

Proxy	Cálculo/Fonte	Sinais Esperados	Estudos Anteriores
Q de Tobin	Valor de Mercado dividido pelo Ativo Total	Variável Dependente	-
Liquidez Corrente	Ativo Circulante dividido entre Passivo Circulante	+	Dantas, Freitas, Costa e Barbosa (2017)
Grau de Endividamento	Relação entre o Passivo Total e o Ativo Total	+/-	Halkos e Tzeremes (2013) e Dantas, Machado e Macedo (2015)
Custo/Receita	Relação entre Custo Operacional e Receita	+	Lei N° 13.155 (2015)
ROA	Relação entre Lucro Líquido e Ativo Total	+	Dantas (2013)
Dummy Rebaixamento	Assume 1 para os clubes rebaixados para divisões inferiores do Campeonato Brasileiro	-	Barbosa, Dantas, Azevedo e Holanda (2017)
Dummy 1ª divisão	Assume 1 para os clubes da 1ª divisão do Campeonato Brasileiro	+	Barros e Rossi (2014)
Ranking CBF	Somatório da pontuação determinada pela CBF de acordo com a posição final de cada clube nos campeonatos providos pela instituição	+	Dantas <i>et al.</i> (2015)

Fonte: Elaborado pelos autores

Ressalta-se que o “Q de Tobin” foi definido como variável dependente do modelo de regressão por ser considerado *proxy* para a criação de valor (Megna & Klock, 1993). De acordo com Reinhart (1977), o Q de Tobin é definido como a vinculação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos, sendo expresso por Famá e Barros (2000) pela Equação 1:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{VMA+VMD}{VRA} \quad (1)$$

Em que o VMA representa o valor de mercado das ações, ou o capital próprio da entidade, VMD é o valor de mercado das dívidas, ou o capital de terceiros empregado, e VRA é o valor de reposição dos ativos da empresa. Posto isso, o VMA+VMD evidencia o valor de mercado total das empresas analisadas.

Neste trabalho, foi necessário fazer uma adaptação da fórmula do Q de Tobin, em que o VMA+VMD é substituído pelos valores dos clubes de Futebol conforme pesquisa da BDO RCS (2015), isto é, o valor de mercado dos 24 clubes analisados, visto que, trata-se de clubes de futebol e não de sociedades anônimas com ações negociadas em bolsa de valores.

Dentre as variáveis selecionadas, apontam-se as denominadas desportivas, que foram fundamentadas com base em estudos que indicam a relação entre fatores desportivos e a geração de valor dos clubes. Já as variáveis financeiras foram selecionadas por representarem indicadores financeiros referentes às empresas em geral e por serem informações extraídas das demonstrações contábeis dos mesmos.

O “índice de liquidez corrente” demonstra a razão entre os ativos circulantes e os passivos circulantes. Assim, representa a capacidade da empresa em honrar suas obrigações financeiras de curto prazo. Tendo em vista que este índice pode evidenciar o potencial de crescimento futuro da empresa, pode então afetar o valor de mercado da mesma.

Kayo (2002) corrobora com esta perspectiva, afirmando que uma liquidez muito alta pode indicar a falta de projetos de investimento, prejudicando, assim, o crescimento futuro da empresa e, conseqüentemente, o valor de mercado da empresa. Dessa forma, essa variável foi inserida com base em Dantas *et al.* (2017), esperando-se que exista uma relação positiva entre o índice de liquidez corrente e o “Q de Tobin”, isto é, quanto maior forem os recursos para saldar as dívidas de curto prazo, maior será o valor dos clubes.

Considerando que o “grau de endividamento” é uma *proxy* que evidencia as dificuldades financeiras dos clubes de futebol do país, esta variável foi inserida no modelo com base nos estudos de Halkos e Tzeremes (2013) e Dantas *et al.* (2015), objetivando apurar se a geração de valor é influenciada pelo índice de endividamento. Supõe-se nesta pesquisa, que haja uma inter-relação negativa ou positiva entre o valor e o grau de endividamento dos clubes, em outras palavras, este indicador pode apresentar tanto um coeficiente positivo como também negativo.

Se este indicador for positivo, pode sugerir que os clubes estão com maior endividamento por estarem utilizando maiores valores de terceiros na realização de investimentos em atletas de melhores qualidades, em suas arenas, na estruturação dos clubes, entre as demais atividades operacionais do futebol em geral e assim, fomentar o crescimento dos clubes para gerar mais riquezas. Dessa forma, um saldo positivo de endividamento poderá retratar a magnitude do investimento operacional mantido pelos clubes para a implementação do nível desejado de operações. Entretanto, quanto maior seu resultado, maior é a dependência do capital de terceiros e maior será o risco do clube não conseguir pagar seus compromissos.

Todavia, se o grau de endividamento dos clubes for negativo, retrata que o ativo total dos clubes está sendo financiado em sua maior parte com o capital próprio, isto é, que a dependência financeira de terceiros é pequena, conseqüentemente, menores são as dívidas financeiras destes clubes e menor é o risco de não conseguir honrar com seus compromissos, o que pode sinalizar um aumento do lucro dos clubes.

A variável “Custo/Receita” foi inserida com base na Lei nº 13.155 (2015), que define que os custos com folha de pagamento e direitos de imagem de atletas profissionais não superem 80% da receita bruta anual das atividades do futebol profissional, representando, assim, a relação entre os custos e as receitas dos clubes de futebol brasileiros.

Espera-se que o coeficiente desta variável seja negativo, porque, quanto maior for seu resultado, indica que os custos dos clubes são maiores que as receitas dos mesmos e conseqüentemente o lucro apurado é menor e assim, menor será o valor dos clubes. Dessa forma, esta variável pode ser tida como uma espécie de indicador do lucro dos clubes e por isso é de suma importância que esta faça parte do modelo de regressão estimado.

Com base no estudo de Dantas (2013), a variável ROA foi inserida no modelo por representar a lucratividade do ativo investido, bem como por demonstrar-se determinante na eficiência financeira e esportiva dos clubes de futebol brasileiros. Dessa forma, em relação à variável ROA, espera-se que o resultado do mesmo seja positivo, pois indica que os clubes obtiveram uma rentabilidade positiva associada à atividade operacional dos mesmos.

A variável “Rebaixamento em campeonatos nacionais”, segundo Dantas *et al.* (2015), representa, esportivamente falando, o insucesso maior de um clube no campeonato brasileiro, foi inserida no modelo com base em Barbosa *et al.* (2017). Assim, pretendeu-se analisar se há alguma relação entre este aspecto esportivo e o valor dos clubes, com o entendimento de que o rebaixamento dos clubes provoca uma queda nos seus valores e por isso esta tende a influenciar o valor dos clubes negativamente.

As variáveis “Primeira Divisão” e “Ranking CBF” representam características esportivas do futebol. Para estas, espera-se que se apresentem de forma positiva, pois certamente com maior sucesso esportivo, isto é, os clubes que permanecem na série “A” e

melhor pontuação no Ranking CBF, maior também podem ser as receitas dos clubes e assim, pode acarretar em mais valor aos clubes.

A variável “Primeira Divisão” foi inserida no modelo com base em Barros e Rossi (2014), partindo do pressuposto que os clubes da primeira divisão são mais valiosos que os das demais divisões, tendo em vista que existe uma redução nas receitas dos clubes quando estes são rebaixados.

A variável “Ranking CBF” foi escolhida com base no estudo de Dantas *et al.* (2015), que representa os principais resultados esportivos dos clubes brasileiros, tendo em vista que o Ranking CBF é uma metodologia que atribui pontuações tanto do campeonato brasileiro (em todas as séries), como a Copa do Brasil.

4 Análise de Resultados

4.1 Análise Descritiva

No que diz respeito à variável que representa o valor dos clubes de Futebol “Q de Tobin”, conforme Tabela 3, os clubes Goiás e Flamengo apresentaram-se com os maiores valores da amostra, sobretudo o Goiás, pois esteve na frente nos anos de 2011, 2012 e 2014 e o Flamengo, no ano de 2013. Já o clube Paraná, em todo o período estudado, isto é, de 2011 a 2014, apresentou o valor menos expressivo, em outras palavras, foi o clube de menor valor da amostra. A média varia entre 0,62 (2012) e 1,05 (2013). Já o desvio-padrão se mantém entre 0,50 (2012) e 0,78 (2013).

Tabela 3. Estatística Descritiva das variáveis do modelo de Regressão Linear Múltipla

Variáveis	Est. Descritiva	2011	2012	2013	2014
“Q de Tobin” (R\$)	Média	0,78	0,62	1,05	0,99
	D. Padrão	0,56	0,5	0,78	0,64
	Máximo	2,05 (Goiás)	1,98 (Goiás)	2,63 (Flu)	2,54 (Goiás)
	Mínimo	0,1 (Paraná)	0,1 (Paraná)	0,11 (Paraná)	0,13 (Paraná)
Custo/Receita (%)	Média	83,53	77,54	85,14	109,92
	D. Padrão	21,1	18,56	17,86	97,2
	Máximo	145,06 (Goiás)	116,84 (Ponte)	136,03 (Figue.)	542,79 (Paraná)
	Mínimo	57,42 (Bota.)	45,85 (Flu)	62,39 (Cricíu.)	41,85 (Goiás)
Grau de Endividamento (%)	Média	122,22	98,79	156,31	149,84
	D. Padrão	105,36	79,69	179,57	167,55
	Máximo	450,13 (Goiás)	396,71 (Goiás)	674,95 (Bahia)	815,88 (Bota)
	Mínimo	17,23 (Sport)	16,55 (Sport)	14,6 (Sport)	37,73 (Cricíu.)
ROA (%)	Média	-10,62	-0,61	-27,01	-12,7
	D. Padrão	22,22	9,02	83,28	37,51
	Máximo	7,83 (Cricíu.)	22,2 (Atl.-PR)	10,18 (Cricíu.)	60,19 (Goiás)
	Mínimo	-93,19 (Goiás)	-22,29 (Figue.)	-406,62 (Bahia)	-158,42 (Bota.)
Índice de Liquidez Corrente (R\$)	Média	0,39	0,46	0,33	0,27
	D. Padrão	0,28	0,42	0,3	0,27
	Máximo	1,28 (Atl.-PR)	1,85 (Sport)	1,2 (Cricíu.)	1,19 (Atl.-PR)
	Mínimo	0,01 (Náutico)	0,01 (Ponte)	0,01 (Ponte)	0,01 (Náutico)
Ranking CBF	Média	739,08	783,65	794	659,3
	D. Padrão	289,89	254,61	333,38	252,24

Máximo	1240 (Vasco)	1290 (São Paulo)	1490 (Grêmio)	1280 (Cruzeiro)
Mínimo	240 (Criciú.)	300 (Atl.-PR)	289 (Paraná)	294 (Náutico)

Fonte: Dados da pesquisa

Observa-se que os clubes que possuem maior grau de endividamento são o Goiás, nos anos de 2011 e 2012, o Bahia, no ano de 2013, e o Botafogo, no ano de 2014. Enquanto os que menos utilizam o capital de terceiros são o Sport, durante os anos de 2011, 2012 e 2013, e o Criciúma, no ano de 2014. Considerando a média, percebe-se que, no período analisado, o nível de endividamento sofreu uma queda de 2011 para 2012, passando de 122,22% para 98,79%, mas nos anos subsequentes ficou em alta, chegando a 156,31% em 2013.

Em relação à variável calculada pela razão entre os custos e a receita total dos clubes (Custo/Receita), cujo objetivo é medir a eficácia de seus custos, os times que apresentaram os maiores resultados foram: Goiás, Ponte Preta, Figueirense e Paraná, nos anos de 2011, 2012, 2013 e 2014, respectivamente. Todos estes clubes demonstraram resultado maior que 100%, no entanto, o Paraná se destacou negativamente, pois apresentou como resultado dessa relação 542,79%, demonstrando que a capacidade de geração de receitas está muito abaixo dos custos incorridos, revelando uma situação financeira não planejada.

Enquanto o Botafogo, o Fluminense, o Criciúma e o Goiás apresentaram os menores resultados a essa relação nos anos de 2011 (57,42%), 2012 (45,85%), 2013 (62,39%) e 2014 (41,85%), respectivamente. Como tais resultados se mantiveram abaixo de 100%, demonstra que tais clubes obtiveram maiores receitas em relação aos custos incorridos em tais anos, com média variando entre 77,54% (2012) e 109,92% (2014).

No tocante ao índice de Liquidez Corrente, os clubes que apresentaram maior capacidade em honrar suas obrigações financeiras no curto prazo foram o Atlético-PR, nos anos de 2011 e 2014, o Sport, no ano de 2012, e o Criciúma, no ano de 2013. Já os times que apresentaram menor valor desse indicador foram o Náutico, nos anos de 2011 e 2014, e a Ponte Preta, nos anos de 2012 e 2013.

Sobre a variável financeira ROA, os clubes que apresentaram maior retorno sobre os ativos foram o Criciúma, nos anos de 2011 e 2013, o Atlético-PR, no ano 2012, e o Goiás em 2014. Já os times com menor retorno foram o Goiás, Figueirense, Bahia e Botafogo, nos anos de 2011, 2012, 2013 e 2014 respectivamente.

É importante destacar que realizou-se um ajustamento dos pois os clubes Santos, no ano de 2012 e o Flamengo, no ano de 2014 foram considerados *outliers*, através do boxplot, as quais prejudicam a interpretação do resultado do estudo de relações entre as variáveis independentes e a dependente, sendo assim, retirados da amostra.

Tabela 4. Variáveis Dicotômicas (Frequência de Valores “1”)

Variáveis	Est. Descritiva	2011	2012	2013	2014
Primeira Divisão	Frequência	17	16	19	19
Rebaixamento	Frequência	2	3	4	4

Fonte: Dados da pesquisa

Em relação a frequência das variáveis *Dummies*, destaca-se a variável Primeira Divisão, que aponta a quantidade de clubes da amostra que se encontraram na série A em cada ano analisado (17, 16, 19 e 19 clubes na primeira divisão, para os anos 2011, 2012, 2013 e 2014, respectivamente). Quanto a variável Rebaixamento, demonstra que poucos clubes da amostra passaram por tal situação, com uma variação de 2, no ano de 2011, passando para 3, no ano de 2012 e 4 nos anos de 2013 e 2014.

4.2 Análises do Modelo de Regressão Múltipla

Neste estudo, o R^2 calculado é de 0,4963, isto demonstra que as sete variáveis independentes usadas no modelo explicam 49,63% da variável dependente “Q de Tobin”. Visto que o objetivo deste estudo não é de previsão com o modelo de Regressão múltipla e sim para investigar se as variáveis explicativas exercem influência sobre o valor dos clubes de futebol, então essa medida é considerada satisfatória.

Foi realizado o Teste F-ANOVA, usado para testar a adequação global do modelo de Regressão, o qual permite concluir se há variáveis explicativas no modelo que são significantes. Conforme a estatística do teste, se o valor F estimado pelo modelo for maior o valor de F da média de variabilidade explicada, rejeita-se H_0 , isto é, se a quantia de variação explicada pelo modelo de regressão for maior que a variação explicada pela média, o modelo de regressão estimado é significativo. Neste estudo, o teste-F atingiu um resultado abaixo de 0,05, indicando que pelo menos uma variável presente no modelo explica a variabilidade da variável “Q de Tobin”.

Ademais, foi necessário realizar alguns testes para verificar se são atendidos os principais pressupostos da Regressão Linear Múltipla. Na Tabela 5 estão demonstrados os procedimentos utilizados para a verificação dos pressupostos do modelo dos estimadores de Método dos Mínimos Quadrados e validação das inferências.

Tabela 5. Testes de verificação dos pressupostos do modelo de regressão

Pressuposto	H_0	P-Valor	Nível de Significância	Resultado
Teste da Normalidade dos Resíduos	Os resíduos apresentam distribuição normal	0,33657	5%	Não Rejeita H_0
Teste RESET para Especificação	A especificação é adequada	0,000489692	5%	Rejeita H_0
Teste White para a Heteroscedasticidade	Sem heteroscedasticidade	0,0828145	5%	Não Rejeita H_0

Fonte: Dados da pesquisa

O resultado do teste de avaliação do pressuposto da distribuição normal dos resíduos constata que o p-valor de 0,33657, que corresponde à *Sig.* maior que $\alpha = 0,05$, condição para aceitar a hipótese nula do teste, isto é, a distribuição da série é tida como normal.

O teste Ramsey Reset verifica se há problemas de especificação na forma funcional do modelo de regressão adotado, isto é, se há funções não lineares de variáveis independentes. Através da implementação de um teste de restrição nos coeficientes usando a estatística F para verificar H_0 . Como o resultado do p-valor foi de 0,000489692, que corresponde a *Sig.* menor que α , rejeita H_0 , demonstrando que há algum problema com não-linearidades no modelo, ou seja, tem-se um modelo tido como mal especificado, pois apresenta variáveis independentes insignificantes para explicar a variável dependente “Q de Tobin”.

Em relação ao processo de avaliação do comportamento dos resíduos, foi realizado o teste White com o intuito de examinar a inexistência de heteroscedasticidade, isto é, se a variância dos resíduos das variáveis independentes mantém-se constante em toda a regressão. Em outras palavras, o efeito da observação de cada variável X é nulo sobre as observações seguintes, não existindo dependência dos erros. No caso estudado, o sig. é de 0,0828145, portanto, seu coeficiente é significativamente diferente de zero e conseqüentemente se rejeita a H_0 , isto é, indica que a heteroscedasticidade está solucionada para interferências estatísticas (o conjunto dos resíduos referentes a cada observação de X tem variância constante em toda a extensão das variáveis independentes).

Em resumo, no que diz respeito aos testes dos principais pressupostos da Regressão Linear Múltipla, constatou-se que apenas o teste Ramsey Reset apontou resultado que implica

em especificação inadequada na forma funcional do modelo de regressão adotado, isto porque no modelo encontram-se variáveis que não exercem influência significativa sobre a variável dependente. Todavia, como esta pesquisa busca identificar as variáveis que influenciam e as que não influenciam a variável dependente, tal constatação não invalida o modelo estimado. Já o teste da normalidade dos resíduos e o teste White para a Heteroscedasticidade, demonstraram p-valores aos testes aplicados satisfatórios para validar o modelo estimado.

Para diagnosticar tal pressuposto, foi feito o teste chamado VIF (Fator de Inflação da Variância), examinando as variâncias, já que estas indicam a relação entre as variáveis. Se todos os VIF forem abaixo de 1, não há indícios de multicolinearidade, mas se houver algum VIF maior que 1, os preditores são correlacionados, com multicolinearidade aceitável. Entretanto, quando o resultado do teste atinge valores maiores que 10,0, isto indica a existência de uma multicolinearidade problemática. Assim, nenhuma das variáveis apresentou problemas de multicolinearidade.

Na Tabela 6, com base no resultado do modelo de regressão, verifica-se que as variáveis Ranking CBF, relação Custo/Receita e Grau de endividamento, apresentam significância estatística ao nível de 5%.

Tabela 6. Resultados do modelo de regressão múltipla

	Coefficiente	Erro Padrão	Razão-t	P-valor	VIF
Constante	0,207927	0,145332	1,431	0,1561	-
<i>Ranking CBF</i>	0,000530786	0,000228665	2,321	0,0226 **	1,760
<i>Custo/Receita</i>	-0,000992751	0,000477310	-2,080	0,0405 **	1,214
<i>ROA</i>	0,000590714	0,00189331	0,3120	0,7558	1,992
<i>Divisão</i>	0,0723027	0,133875	0,5401	0,5905	1,758
<i>Rebaixamento</i>	-0,182133	0,126408	-1,441	0,1533	1,117
Liquidez Corrente	-0,153256	0,109449	-1,400	0,1650	1,179
Grau de Endividamento	0,00289083	0,000772274	3,743	0,0003 ***	2,023

*** Significante ao nível de 1% ** Significante ao nível de 5%. * Significante ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa

Neste trabalho, adotou-se o Teste T com o objetivo de atestar quais são os coeficientes estatisticamente relevantes das variáveis independentes do modelo no qual se utilizou o nível de significância de 5% ($\alpha = 0,05$). Com base na amostra, verificou-se que, das sete variáveis independentes, apenas três apresentaram nível de significância em relação a variável dependente.

Em relação ao fator “Ranking CBF”, seu p-valor (0,0226) é significativo ao nível de 5%, podendo-se, então, concluir que esta variável independente exerce influência significativa sobre o valor dos clubes de futebol. Dessa forma, observa-se que os clubes que possuem maior pontuação no Ranking (calculado a partir da Convenção de Pontos da CBF, para campeonatos nacionais) conseguem agregar maior valor e obter maiores condições para investir no clube como um todo do que os que se encontram com pontuações menos expressivas.

Com base nesse resultado, destaca-se a dependência do valor dos clubes diante do resultado esportivo nos campeonatos nacionais. De forma complementar, percebe-se que este

resultado corrobora com os achados de Dantas *et al.* (2015), tendo em vista que essa apresentou-se com coeficiente positivo para explicar o valor dos clubes.

A variável “Custo/Receita” também se demonstra relevante para o estudo, com p-valor de 0,0405, influenciando, assim, no valor dos clubes de futebol a um grau de confiabilidade de 95%. Porém, esta relação entre o custo e a receita, diferentemente da variável “Ranking CBF”, apresenta coeficiente negativo, significando que, quanto maior for seu resultado, conseqüentemente, menor será o valor dos clubes de futebol.

Dessa forma, entende-se que os clubes que obtiveram os resultados maiores nessa relação, estão com os custos maiores que as receitas geradas, demonstrando situação financeira indesejada, que pode ser minimizada através de possíveis decisões apontadas para atingir um maior retorno sem a utilização de mais capital.

Além das duas citadas, a variável “Grau de endividamento” apresentou-se significativa ao nível de 1%, expressando que esta possui poder de influência sobre o valor dos clubes de Futebol. Vale ressaltar, como tal indicador apresentou coeficiente positivo, demonstra que os clubes mais endividados, possuem maior capacidade de gerar valor.

Por outro lado, as *dummies* Primeira Divisão e Rebaixamento em campeonatos nacionais, além das variáveis, Liquidez Corrente e ROA, apresentaram um p-valor maior que o nível de significância de 5%, não sendo possível fazer nenhum tipo de inferência da relação entre essas variáveis e o valor dos clubes analisados.

5 Considerações Finais

Esta pesquisa buscou coletar e analisar o valor dos clubes de futebol no Brasil, utilizando como base para tal fim a pesquisa da BDO RCS (2015), estudo sobre as marcas mais valiosas do futebol brasileiro e aponta possíveis determinantes dos seus valores através de um modelo de Regressão Linear Múltipla, para os anos de 2011, 2012, 2013 e 2014. Além disso, utilizou-se de estudos anteriores para compor a métrica da análise das variáveis que possuem grande potencial para influenciar o valor da marca de cada clube analisado.

Considerando os fatores que vêm se intensificando ao longo dos anos à respeito do cenário do futebol, como a continuidade da ampliação das receitas de cada entidade com marketing, estádio, sócios e mídia, o aumento dos valores recebidos dos patrocinadores e ampliação do interesse de empresas em se associar aos clubes, a maior participação do torcedor nos negócios gerados pelas entidades, as novas arenas com potencial de exploração, o crescimento dos programas de sócio torcedor, enfim, a evolução dos clubes brasileiros ao longo dos anos, optou-se por investigar o ramo do Futebol.

Por outro lado, deve-se levar em consideração a dificuldade financeira dos clubes, evidenciada principalmente pelo indicador de endividamento e a relação “Custo/Receita”. O grau de endividamento expõe o quanto os clubes estão endividados, percebendo-se que, conforme o resultado da regressão, os clubes que agregaram mais valor no mercado são os mais endividados. Nessa perspectiva, observou-se que os clubes elevaram seu valor ao passo que aumentaram os investimentos em suas atividades operacionais utilizando-se do capital de terceiros.

Dentre os fatores determinantes do valor dos clubes, observou-se que o endividamento exerce influência positiva no valor dos clubes. Assim, um maior giro do capital investido com recursos de terceiros possibilitará um incremento maior de valor, valorizando a marca dos clubes. Partindo do pressuposto de que estes estão conseguindo suprir as necessidades da gestão financeira do negócio ao longo do tempo analisado.

Além disso, a respeito do resultado da relação “custo/receita”, os clubes apresentaram-se em sua maioria com custos maiores do que as receitas atingidas nos anos analisados e conseqüentemente o lucro dos mesmos diminuiu. Assim, a maior parte dos clubes demonstra

que a capacidade de geração de receitas esta muito abaixo dos custos incorridas, revelando uma situação financeira não planejada.

Na análise dos resultados da pesquisa foi exposto que os clubes mais valorizados em termos de geração de valor são aqueles que conquistam as maiores pontuações na convenção do Ranking nacional de clubes, partindo do pressuposto de que a maximização de resultados esportivos nacionais está diretamente ligada ao valor de um clube de futebol.

Apesar das variáveis “*ranking* CBF”, o “grau de endividamento” e “custo/receita” apresentaram-se estatisticamente significativos para explicar o valor dos clubes de futebol, percebeu-se que as *dummies* Primeira Divisão e Rebaixamento em campeonatos nacionais, além das variáveis, Liquidez Corrente e ROA, apresentaram um p-valor maior que o nível de significância de 5%, não sendo possível fazer nenhum tipo de inferência da relação entre essas variáveis e o valor dos clubes analisados.

Entretanto, apesar de não existir significância não impede de ressaltar o fato de que, os clubes, de acordo com a amostra analisada, possuem uma situação indesejável em relação à Liquidez Corrente e ao Retorno dos Ativos, variáveis tidas como financeiras, haja vista a estatística descritiva dessas variáveis.

Os resultados desta pesquisa podem ser úteis para novos estudos que tenham como objetivo identificar os fatores financeiros e esportivos que influenciem no valor dos clubes de futebol do Brasil, que é ainda escassa ao nível nacional, conforme revisão da literatura. Além disso, resultados de trabalhos relacionados à valoração dos times podem auxiliar gestores de clubes a compreender melhor os elementos que influenciam, seja negativamente ou positivamente na geração de valor dos clubes e valorização de suas marcas.

Como sugestão para estudos futuros, recomenda-se investigar se a quantidade de jogadores estrangeiros que atuam nos clubes brasileiros influencia na criação de valor, levando em consideração que as equipes cada vez mais têm-se tornado multinacionais, conforme evidenciam Gerhards e Mutz (2016).

Referências

- Alexander, D. A., & Kern, W. (2004). The economic determinants of professional sports franchise values. *Journal of Sports Economics*, 5(1), 51–66.
- Barbosa, A., Dantas, M. G. S., Azevedo, Y. G. P., & Holanda, V. B. (2017). Fiscal responsibility strategy in Brazilian football clubs: a dynamic efficiency analysis [Special Issue]. *Brazilian Business Review*, 45-66.
- Baroncelli, A., Lago, U., & Szymanski, S. (2004). *Il business del calcio: successi sportivi e rovesci finanziari*. Milano: Egea.
- Barros, C. P., & Rossi, G. (2014). A Bayesian stochastic frontier of Italian football. *Applied Economics*, 46(20), 2398-2407.
- BDO RCS. (2015). *8º Valor das marcas dos clubes brasileiros: Finanças dos Clubes*. Recuperado de <https://www.bdobrazil.com.br/pt-br/publicacoes/noticias-em-destaque/estudos-das-marcas>.
- Capasso, A., & Rossi, M. (2013). Systemic value and corporate governance: Exploring the case of professional football teams. *Business Systems Review*, 2(2), 216-236.
- Corrar, L. J., Paulo, E., & Dias, J. M., Filho. (2009). *Análise multivariada para os cursos de administração, ciências contábeis e economia*. São Paulo: Atlas.

- Dantas, M. G. S. (2013). *Fatores determinantes da eficiência financeira e esportiva de clubes de futebol do Brasil* (Dissertação de mestrado). Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, RN, Brasil.
- Dantas, M. G. S., & Boente, D. R. (2012). A utilização da análise envoltória de dados na medição de eficiência dos clubes brasileiros de futebol. *Contabilidade Vista & Revista*, 23(4), 101-130.
- Dantas, M. G. S., Freitas, R. M., Neto, Costa, M. A. A., & Barbosa, A. (2017). The determinants of brazilian football clubs' debt ratios [Special Issue]. *Brazilian Business Review*, 94-109.
- Dantas, M. G. S., Machado, M. A. V., & Macedo, M. A. S. (2015). Fatores determinantes da eficiência dos clubes de futebol do Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(1), p. 113-132.
- Dimitropoulos, P. E., & Koumanakos, E. (2015). Intellectual capital and profitability in european football clubs. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 11(2), 202-220.
- Domingues, E. P., Betarelli, A. A., Júnior, & Magalhães, A. S. (2011). Quanto vale o show? Impactos econômicos dos investimentos da Copa do Mundo 2014 no Brasil. *Estudos Econômicos*, 41(2), 409-439.
- Ecer, F., & Boyukaslan, A. (2014). Measuring performances of football clubs using financial ratios: The gray relational analysis approach. *American Journal of Economics*, 4(1), 62-71.
- Famá, R., & Barros, L. A. B. C. (2000). Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 7(4), 27-43.
- Forbes. (2016a). *The world's most valuable soccer teams 2016*. Retrieved from <https://www.forbes.com/sites/mikeozanian/2016/05/11/the-worlds-most-valuable-soccer-teams-2016/#39e7d93e73b0>.
- Forbes. (2016b). *13 times de futebol mais valiosos do Brasil em 2016*. Recuperado de <http://www.forbes.com.br/listas/2016/11/13-times-de-futebol-mais-valiosos-do-brasil-em-2016/>.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B.L., & De Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Frick, B. (2007). The football players' labor market: empirical evidence from the major European leagues. *Scottish Journal of Political Economy*, 54(3), 422-46.
- Gerhards, J., & Mutz, M. (2016). Who wins the championship? Market value and team composition as predictors of success in the top European football leagues. *European Societies*, 1-20.

- Halkos, G., & Tzeremes, N. (2013). A two-stage double bootstrap DEA: The case of the top 25 european football clubs' efficiency levels. *Managerial and Decision Economics*, 34(2), 108–115.
- Humphreys, B. R., & Mondello, M. (2008). Determinants of franchise values in North American professional sports leagues: Evidence from a hedonic price model. *International Journal of Sport Finance*, 3(2), 98–105.
- Kayo, E. K. (2002). *A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração das empresas* (Tese de doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-05032003-194338/pt-br.php>.
- Lei nº 13.155, de 4 de agosto de 2015.* (2015). Institui normas sobre a responsabilidade fiscal e financeira para entidades desportivas, altera dispositivos das Leis nºs 9.615, 8.212, 10.671, 11.438 e os Decretos-Leis nºs 3.688 e 204 e dá outras providências. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2015/Lei/L13155.htm.
- Magee, J., & Sugden, J. (2002). “The world at their feet”. Professional football and international labor migration. *Journal of Sport & Social Issues*, 26(4), 421–37.
- Megna, P., & Klock, M. (1993). The impact of intangible capital on Tobin's Q in the semiconductor industry. *The American Economic Review*, 83(2), 265-269.
- Miller, P. (2007). Private financing and sports franchises values: The case of Major League Baseball. *Journal of Sports Economics*, 8(5), 449–467.
- Miller, P. (2009). Facility age and ownership in major american team sports leagues: The effect on team franchise values. *International Journal of Sport Finance*, 4(3), 176–191.
- Nicolau, J. L. (2011). The decision to raise firm value through a sports-business exchange: How much are Real Madrid's goals worth to its president's company's goals? *European Journal of Operational Research*, 215(1), 281-288.
- Pereira, T. A. (2013). *Orientações estratégicas para acrescentar valor à oferta dirigida a segmentos premium de clubes de futebol: o red pass do Sport Lisboa e Benfica* (Dissertação de mestrado). Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE-IUL), Lisboa, Portugal. Recuperado de <http://hdl.handle.net/10071/6954>.
- Perruci, F. F. (2006). *Clube-empresa: o modelo brasileiro para transformação dos clubes de futebol em sociedades empresárias* (Dissertação de mestrado). Faculdade de Direito Milton Campos, Nova Lima, MG, Brasil. Recuperado de <http://www.mcampos.br/posgraduacao/mestrado/dissertacoes/felipefalconeperrucci.pdf>.
- Poli, R. (2010). Understanding globalization through football: The new international division of labour, migratory channels and transnational trade circuits. *International Review for the Sociology of Sport*, 45(4), 491–506.

- Reinhart, W. J. (1977). *The theoretical development and empirical investigation of a relative valuation concept* (Doctoral dissertation). University of North Carolina, Chapel Hill, NC, United States of America.
- Rohde, M., & Breuer, C. (2016). Europe's elite football: Financial growth, sporting success, transfer investment, and private majority investors. *International Journal of Financial Studies*, 4(2), 1-20.
- Rowbottom, N. (2002). The application of intangible asset accounting and discretionary policy choices in the UK football industry. *British Accounting Review*, 34(4), 335–355.
- Scelles, N., Helleu, B., Durand, C., & Bonnal, L. (2013). Determinants of professional sports firm values in the United States and Europe: A comparison between sports over the period 2004-2011. *International Journal of Sport Finance*, 8(4), 280-293.
- Scelles, N., Helleu, B., Durand, C., & Bonnal, L. (2016). Professional sports firm values: Bringing new determinants to the foreground? A study of european soccer, 2005-2013. *Journal of Sports Economics*, 17(7), 688-715.
- Silva, C. V. G. F., & Campos, L. A. N., Filho. (2006). Gestão de clubes de futebol brasileiros: Fontes alternativas de receita. *Revista Eletrônica Sistemas & Gestão*, 1(3), 195-209. Recuperado de <http://www.uff.br/sg/index.php/sg/article/view/SGV1N3A2/20>.
- Tavares, N. (2009). *Futebol, Leis e Regulamentações*. Recuperado de <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=332>.
- Ulrich, D. F. (2011). *Winning off the field: the determinants of MLB franchise value* (Thesis). Claremont McKenna College, Claremont, CA, United States of America. Retrieved from http://scholarship.claremont.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1236&context=cmc_theses.
- Yang, D., & Sonmez, M. (2005). Intangible balls. *Business Strategy Review*, 16(2), 39–44.
- Zagnoli, P., & Radicchi, E. (2010). The football-fan community as a determinant stakeholder in value co-creation. *Sport in Society*, 13(10), 1532-1551.