

A INFLUÊNCIA DOS FATORES FINANCEIROS E ESPORTIVOS
SOBRE O VALOR DOS CLUBES DE FUTEBOL BRASILEIROS¹

*THE INFLUENCE OF FINANCIAL AND SPORTS FACTORS
ON THE VALUE OF BRAZILIAN SOCCER CLUBS*

Christiane Larissa Duarte do Nascimento Faria²

Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN)

cldn@hotmail.com

<https://orcid.org/0000-0002-8427-4193>

Marke Geisy da Silva Dantas

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília (UnB)

Instituto Federal do Rio Grande do Norte (IFRN)

markegeisy@hotmail.com

<https://orcid.org/0000-0002-8991-7792>

Yuri Gomes Paiva Azevedo

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN)

yuri_azevedo@live.com

<https://orcid.org/0000-0002-0830-0214>

RESUMO

Objetivo: O estudo tem como objetivo investigar quais são as variáveis financeiras e esportivas que influenciam no valor dos clubes de futebol brasileiros.

Fundamento: 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 e a sua relação com as variáveis financeiras e esportivas.

Método: Foram coletados dados dos clubes de futebol brasileiros mais valiosos de acordo com a pesquisa da BDO RCS (2017), bem como as demonstrações contábeis dos clubes de futebol no período de 2011 a 2016. A amostra da pesquisa é composta por 24 times, tendo em vista a exclusão de dezesseis 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. Através do pacote estatístico Gretl 2015®, a regressão linear múltipla foi realizada para tratamento dos dados.

Resultados: Observou-se que as variáveis “*ranking* CBF”, “*custo/receita*” e “*grau de endividamento*” apresentaram-se estatisticamente significantes para explicar o valor dos clubes de futebol brasileiros,

¹ Artigo recebido em: 10/01/2018. Revisado por pares em: 13/03/2018. Reformulado em: 10/07/2018. Recomendado para publicação, após a segunda rodada, em: 02/08/2018 por Dimas Barreto de Queiroz (Editor Adjunto). Publicado em: 07/11/2018. Organização responsável pelo periódico: UFPB.

² Endereço: Av. Gov. Silvío Pedroza, n. 316, Areia Preta, Natal - RN, 59014-100

diferentemente das variáveis “retorno sobre ativos”, “primeira divisão” e “liquidez corrente”, que não se apresentaram significantes.

Contribuições: Dessa forma, percebe-se que os clubes que possuem maior pontuação de acordo com a convenção do *ranking* nacional de clubes, junto aos que apresentam maiores índices de endividamento e eficiência nos gastos são mais valorizados no mercado.

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

ABSTRACT

Objective: The paper aims to investigate the financial and sports variables that influence the value of the most valuable Brazilian soccer clubs.

Background: It is justified by the deepening in a sphere of the soccer market studies until then little explored, that is the Brazilian soccer clubs value, as well as its relationship with financial and sports variables.

Methodology: Data from the most valuable Brazilian football clubs were collected according to the BDO RCS survey (2017), as well as the financial statements of football clubs from 2011 to 2016. The survey's sample is composed of 24 teams, with a view to the exclusion of sixteen clubs that had no data available or were considered outliers through boxplot analysis. In the proposed model, Tobin's Q was used as proxy for the value of clubs. Through the Gretl 2015® statistical package, multiple linear regression was performed for data treatment.

Results: It was observed that the variables "CBF ranking", "cost/revenue" and "degree of indebtedness" and were statistically significant to explain the value of Brazilian soccer clubs, differently from the variables "return on assets", "first division" and "current liquidity", which were not significant.

Contributions: Therefore, it can be seen that the clubs with the highest scores in accordance with the convention of the national ranking of clubs, as well as those with higher indebtedness indexes and cost efficiency are more valued in the market.

Keywords: Value of Clubs. Brazilian Soccer Clubs. Tobin's Q.

1 INTRODUÇÃO

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

Por estar 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, no sentido de que as equipes se tornaram 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 as mesmas pressões que outras organizações com objetivos relacionados à busca de eficiência e a 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, e por seus ativos intangíveis, 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 no Brasil diferenciam-se de clubes de outros países, pois os times brasileiros, em sua maioria, são associações sem fins lucrativos. 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 o valor dos clubes de futebol, o levantamento bibliográfico realizado apontou para os trabalhos de Scelles, Helleu, Durand e Bonnal (2013) e Scelles, Helleu, Durand e Bonnal (2016), que identificaram os determinantes do valor dos clubes Europeus, justificando, assim, a realização de um estudo em âmbito nacional.

Dessa forma, percebe-se que a literatura acerca dos determinantes do valor de clubes é mais extensa quando se trata de participantes da Major League Baseball (MLB), National Basketball Association (NBA), National Hockey League (NHL) e National Football League (NFL), como também 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, e o 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 de 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 e 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 e a sua relação com as variáveis financeiras e esportivas. De forma complementar, esta pesquisa contribui com o processo de gestão dos clubes de futebol, buscando o entendimento dos aspectos que influenciam esse esporte e geram a maximização dos resultados financeiros.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Direcionadores de Valor dos Clubes de Futebol

Atualmente, o futebol não é apenas um esporte, e sim uma grande indústria de entretenimento capaz de gerar bilhões de dólares em bilheterias, patrocínios, compra e venda de jogadores, entre outras formas de arrecadação de 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 o clube mais valioso do mundo pelo quarto ano consecutivo, chegando a US\$ 3,65 bilhões, valor 12% maior que no ano passado. A pesquisa ainda destaca que o Barcelona aproxima-se do Real Madrid, com o valor de US\$ 3,55 bilhões, 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 montar um time competitivo e conquistar títulos.

Dantas (2013) consolida tal realidade ao afirmar que os aspectos econômicos dos clubes brasileiros há tempos não eram explorados, por 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 em 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 ela 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 imprescindíveis para a criação de valor, levando em consideração a presença nos jogos e a aquisição de produtos oficiais. Além disso, considera-se que os torcedores também são na criação de valor dos clubes, já que, além da fidelização no consumo de produtos registrados e comparecimento nos jogos, eles atraem novos torcedores.

Segundo Pereira (2013), sem dúvida é interessante estudar e interpretar os torcedores dos clubes com a finalidade de desenvolver estratégias que satisfaçam eficientemente as suas expectativas, se tornando 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 construção de 12 estádios de alta qualidade espalhados pelo Brasil, incentivando a ida dos torcedores aos estádios para prestigiar os jogos de perto.

Nesse sentido, verifica-se que um dos fatores que pode 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), evidenciando que quanto maior a idade do estádio, menor a criação de valor nos clubes europeus.

Além desse direcionador de valor, destacam-se os atletas. 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 o seu desempenho econômico-financeiro. Scelles *et al.* (2016) demonstram que o valor dos jogadores que atuam nos clubes é significativo para a criação de valor das equipes.

Além da criação de valor pelo aumento de público nos estádios e campanhas de publicidade, de forma geral, também se observa que o investimento nos jogadores propicia a criação de valor através da venda de jogadores para o mercado exterior, visto 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, Capasso e Rossi (2013), descrevem que uma temporada bem sucedida para um clube de futebol está relacionada a 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), a relação entre o desempenho nos jogos e a conquista de títulos 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. Ademais, Capasso e Rossi (2013) evidenciam que os patrocínios são uma importante fonte de receita para os clubes, 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 e 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 a variável "novas instalações" se mostrou 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 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" e "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 se apresentaram 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 apresentados na Tabela 1, 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 foi o de Scelles *et al.* (2013). Este fato é justificado pelo autor, na perspectiva de 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. Por fim, observa-se a inexistência de estudos nacionais que investiguem os fatores determinantes do valor dos clubes de futebol, e de outros esportes.

3 METODOLOGIA

Considerando que este estudo tem como objetivo investigar as variáveis financeiras e esportivas dos clubes de futebol e a influência destas sobre o valor dos clubes brasileiros mais valiosos, utilizou-se a pesquisa mais atual da BDO RCS (2017), empresa que realiza um estudo anual sobre os clubes de futebol brasileiros, na qual é feita uma avaliação das marcas dos maiores clubes de futebol do Brasil.

O *ranking* conta com 40 marcas avaliadas no estudo de 2017, que são: Flamengo, Corinthians, Palmeiras, São Paulo, Grêmio, Internacional, Atlético-MG, Cruzeiro, Santos, Vasco, Fluminense, Botafogo, Atlético-PR, Curitiba, Sport, Bahia, Vitória, Chapecoense, Goiás, Figueirense, Ponte Preta, Joinville, Portuguesa, Avaí, Paysandu, América-MG, Criciúma, Náutico, Santa Cruz, Ceará, Atlético-GO, Fortaleza, Paraná, Guarani, ABC, Remo, Vila Nova - GO, Juventude, Sampaio Corrêa e Londrina.

No entanto, para este estudo, foram coletados os dados de 24 dos 40 clubes contidos na classificação da BDO RCS (2017) como os mais valiosos do Brasil. Foram retirados da amostra Chapecoense, Joinville, Portuguesa, Paysandu, América-MG, Santa Cruz, Ceará, Atlético-GO, Fortaleza, Guarani, ABC, Remo, Vila Nova-GO, Juventude, Sampaio Corrêa e Londrina devido à indisponibilidade de dados entre os anos de 2011 e 2016, período analisado neste estudo. Assim, a amostra final é composta por 24 clubes, do tipo não probabilística, 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 a chamada Regressão Linear Múltipla com dados *cross sectional*, feita no *software* Gretl 2015®, em que as variáveis foram selecionadas pelo critério teórico, ou seja, introduzidas porque constituem a base teórica da pesquisa. Assim, pode-se afirmar que o método de seleção de variáveis utilizado neste momento foi o chamado “Especificação

Confirmatória". 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

Variáveis	Proxy	Cálculo/Fonte	Sinais Esperados	Estudos Anteriores
Financeiras	Q de Tobin	Valor de Mercado dividido pelo Ativo Total	Variável Dependente	-
	Liquidez Corrente	Ativo Circulante dividido por 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)
Desportivas	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 promovidos 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, 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 (2017), o valor de mercado dos 24 clubes analisados, visto que se trata de clubes de futebol e não de sociedades anônimas com ações negociadas em bolsa de valores.

Apesar da quantidade reduzida de trabalhos que aplicaram o Q de Tobin em clubes de futebol, ressalta-se seu uso em estudos anteriores, tanto no contexto internacional (Búa, González, López, & Santomil, 2015; Fang, Francis & Hasan, 2018; Trinh, Pham, Pham, & Nguyen, 2018), como no âmbito

nacional (Camargos, & Barbosa, 2009; Vilhena, & Camargos, 2015; Marchiori, Grandó, Martins, & Brunozi, 2016), como *proxy* para criação de valor em empresas.

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. Esse índice pode evidenciar o potencial de crescimento futuro da empresa, ele pode afetar o valor de mercado da mesma.

Kayo (2002) corrobora com essa perspectiva, afirmando que uma liquidez muito alta pode indicar a falta de projetos de investimento, prejudicando, o crescimento futuro da empresa e, consequentemente, o valor de mercado dela. 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, essa 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 quanto um negativo.

Se este indicador for positivo, pode sugerir que os clubes estão com maior endividamento por estarem utilizando mais capital de terceiros na realização de investimentos em atletas de melhor qualidade, em suas arenas, na estruturação dos clubes, entre as demais atividades operacionais do futebol, em geral e, com isso, fomentar seu crescimento 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 está sendo financiado em sua maior parte com o capital próprio, ou seja, que a dependência financeira de terceiros é pequena, consequentemente, menores são as dívidas financeiras desses clubes e menor é o risco de não conseguir honrar com seus compromissos, o que pode sinalizar um aumento do lucro. Com base nessa perspectiva, se estabelece a primeira hipótese de pesquisa:

H₁: O valor de mercado possui relação com o nível de endividamento 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 a relação entre os custos e as receitas dos clubes de futebol brasileiros.

Espera-se que o coeficiente dessa variável seja negativo, porque um alto resultado, indica que os custos dos clubes são maiores que as receitas e, consequentemente, o lucro apurado é menor. 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 faça parte do modelo de regressão estimado. Logo, têm-se a segunda hipótese de pesquisa:

H₂: O valor de mercado dos clubes está relacionado com a eficiência de seus gastos.

Diante disso, e considerando que as variáveis Custo/Receita e Grau de Endividamento são variáveis propostas com base na Lei nº 13.155/15, pode-se estabelecer que existe relação entre o valor de mercado dos clubes e seu desempenho financeiro no tocante à capacidade de ser eficiente nos seus gastos operacionais, como também em manter um nível de endividamento aceitável.

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

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

As variáveis Primeira Divisão e Ranking CBF representam características esportivas do futebol. Espera-se que elas se apresentem de forma positiva, pois, quanto maior o sucesso esportivo (clubes que permanecem na série "A" e que têm melhor pontuação no Ranking CBF), maior também pode ser a receita e assim, mais valor ao clube é atribuído.

A variável Primeira Divisão foi inserida no modelo com base em Barros e Rossi (2014), partindo do pressuposto de 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 são rebaixados.

As variáveis destacadas acima, Rebaixamento e Primeira Divisão consideram fatos importantes do futebol durante uma temporada. A partir delas, destaca-se a terceira hipótese de pesquisa:

H₃: Os fatos esportivos se relacionam com o valor dos clubes de futebol.

A variável Ranking CBF foi escolhida com base no estudo de Dantas *et al.* (2015), que representa os principais resultados esportivos dos clubes brasileiros, ao observar que o Ranking CBF é uma metodologia que atribui pontuações tanto do campeonato brasileiro (em todas as séries) como a Copa do Brasil. Ademais, considera-se que ela é uma métrica importante, pois determina o desempenho dos clubes brasileiros nas principais competições nacionais, nas quais passam a maior parte da temporada jogando. Assim, tem-se a quarta hipótese de pesquisa:

H₄: O desempenho em campeonatos nacionais se relaciona positivamente com o valor dos clubes brasileiros.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva

No que diz respeito a variável que representa o valor dos clubes de Futebol Q de Tobin, conforme Tabela 3, os clubes Goiás, Flamengo e Botafogo apresentaram-se com os maiores valores da amostra, sobretudo o Goiás, pois esteve à frente nos anos de 2011, 2012 e 2014; o Flamengo, no ano de 2013; e o Botafogo nos anos de 2015 e 2016. Já os clubes Paraná, Internacional e Náutico apresentaram os valores menos expressivos, sendo os clubes 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	Descritiva	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Q de Tobin (R\$)	Média	0,78	0,62	1,05	0,99	0,85	0,86
	D. Padrão	0,56	0,50	0,78	0,64	0,71	0,63
	Máximo	2,05 (Goiás)	1,98 (Goiás)	2,63 (Flamengo)	2,54 (Goiás)	2,15 (Botafogo)	2,36 (Botafogo)
	Mínimo	0,10 (Paraná)	0,10 (Paraná)	0,11 (Paraná)	0,13 (Paraná)	0,08 (Inter)	0,14 (Náutico)
	Média	83,53	77,54	85,14	109,92	81,12	70,52
Custo / Receita (%)	D. Padrão	21,1	18,56	17,86	97,2	23,36	21,47
	Máximo	145,06 (Goiás)	116,84 (Ponte)	136,03 (Figue.)	542,79 (Paraná)	128,47 (Avaí)	121,15 (Avaí)
	Mínimo	57,42 (Botafogo)	45,85 (Flu)	62,39 (Criciúma)	41,85 (Goiás)	37,81 (Goiás)	46,03 (Goiás)
	Média	122,22	98,79	156,31	149,84	149,76	142,62
	D. Padrão	105,36	79,69	179,57	167,55	156,48	160,08
Grau de Endividamento (%)	Máximo	450,13 (Goiás)	396,71 (Goiás)	674,95 (Bahia)	815,88 (Botafogo)	721,79 (Botafogo)	776,17 (Botafogo)
	Mínimo	17,23 (Sport)	16,55 (Sport)	14,6 (Sport)	37,73 (Criciúma)	42,39 (Atl.-PR)	46,05 (Atl.-PR)
	Média	-10,62	-0,61	-27,01	-12,7	10,34	5,59
	D. Padrão	22,22	9,02	83,28	37,51	32,51	11,03
	Máximo	7,83 (Criciúma.)	22,2 (Atl.-PR)	10,18 (Criciúma)	60,19 (Goiás)	99,30 (Botafogo)	25,88 (Goiás)
ROA (%)	Mínimo	-93,19 (Goiás)	-22,29 (Figue.)	-406,62 (Bahia)	-158,42 (Bota.)	-21,14 (Avaí)	-12,67 (Avaí)
	Média	0,39	0,46	0,33	0,27	0,42	0,48
	D. Padrão	0,28	0,42	0,3	0,27	0,29	0,65
	Máximo	1,28 (Atl.-PR)	1,85 (Sport)	1,2 (Criciúma.)	1,19 (Atl.-PR)	1,07 (Coritiba)	2,94 (Vitória)
	Mínimo	0,01 (Náutico)	0,01 (Ponte)	0,01 (Ponte)	0,01 (Náutico)	0,01 (Náutico)	0,01 (Náutico)
Índice de Liquidez Corrente (R\$)	Média	739,08	783,65	794	659,3	618,89	672,84
	D. Padrão	289,89	254,61	333,38	252,24	273,23	292,99
	Máximo	1240 (Vasco)	1290 (São Paulo)	1490 (Grêmio)	1280 (Cruzeiro)	1010 (São Paulo)	1200 (Palmeiras)
	Mínimo	240 (Criciúma)	300 (Atl.-PR)	289 (Paraná)	294 (Náutico)	49 (Goiás)	255 (Goiás)
	Ranking CBF						

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, nos anos de 2014, 2015 e 2016. Enquanto os que menos utilizam o capital de terceiros são o Sport, durante os anos de 2011, 2012 e 2013; o Criciúma, no ano de 2014; e Atlético-PR em 2015 e 2016. 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. Entretanto, verifica-se que a média vem recuando aos poucos a partir de 2014.

Em relação a 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; e Avaí nos anos de 2015 e 2016. Esses 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, o que revela uma situação financeira não planejada.

Adicionalmente, os clubes Botafogo, Fluminense, Criciúma e Goiás (em 2014 a 2016) apresentaram os menores resultados a essa relação nos anos de 2011 (57,42%), 2012 (45,85%), 2013 (62,39%), 2014 (41,85%), 2015 (37,81%) e 2016 (46,03%), respectivamente. Como tais resultados se mantiveram abaixo de 100%, demonstra-se que os 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; o Criciúma, no ano de 2013; e Curitiba e Vitória, em 2015 e 2016. Já os times que apresentaram menor valor desse indicador foram o Náutico, nos anos de 2011, 2014, 2015 e 2016 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 Criciúma, nos anos de 2011 e 2013; Atlético-PR, no ano 2012; e Goiás, em 2014 e 2016. Já os times com menor retorno foram Goiás, Figueirense, Bahia e Botafogo, nos anos de 2011, 2012, 2013 e 2014, respectivamente. Nesse caso, o Botafogo saiu de pior ROA em 2014 para o melhor em 2015.

É importante destacar que se realizou um ajustamento dos dados, pois os clubes Santos, nos anos de 2012, 2015 e 2016; Flamengo, nos anos de 2014, 2015 e 2016; Criciúma, Fluminense e Paraná, nos anos de 2015 e 2016; e Palmeiras, no ano de 2015, foram considerados *outliers*, através do *boxplot*, o qual prejudica a interpretação do resultado do estudo de relações entre as variáveis independentes e a dependente, sendo por isso, retirados da amostra.

Tabela 4. Variáveis Dicotômicas (Frequência de Valores "1")

Variáveis	Est. Descritiva	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Primeira Divisão	Frequência	17	16	19	19	14	13
Rebaixamento	Frequência	2	3	4	4	3	2

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, 19, 14 e 13 clubes na primeira divisão para os anos 2011, 2012, 2013, 2014, 2015 e 2016, respectivamente). Quanto à variável Rebaixamento, há a demonstração de 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, depois regredindo para 2 e 3, nos anos de 2015 e 2016.

4.2 Análises do Modelo de Regressão Múltipla

Neste estudo, o R^2 calculado é de 0,4860. Isto demonstra que as sete variáveis independentes usadas no modelo explicam 48,60% da variável dependente Q de Tobin. No entanto, apesar do coeficiente de determinação ser elevado, esse resultado não influenciará na proposta investigativa do trabalho, visto que o objetivo deste estudo não é de previsão com o modelo de Regressão múltipla, e sim de investigação se as variáveis explicativas exercem influência sobre o valor dos clubes de futebol, sendo, portanto, essa medida considerada satisfatória.

Foi realizado o Teste F-ANOVA, usado para verificar 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-ANOVA 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 a 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	0,022	5%	Rejeita H ₀
Teste White para a Heteroscedasticidade	Sem heteroscedasticidade	0,000	5%	Rejeita H ₀
Teste RESET para Especificação	A especificação é adequada	0,000	5%	Rejeita H ₀

Fonte: Dados da pesquisa

De acordo com a Tabela 5, o resultado do teste de avaliação do pressuposto da distribuição normal dos resíduos constata o p-valor de 0,022, que corresponde à Sig. menor que $\alpha = 0,05$, condição para rejeitar a hipótese nula do teste, isto é, a distribuição dos erros não é tida como normal.

Considerando que os erros não apresentaram distribuição normal, foi realizado o teste White com o intuito de examinar a inexistência de heteroscedasticidade, que indica se a variância dos resíduos das variáveis independentes mantém-se constante em toda a regressão. Em outras palavras, foi verificado se 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 0,000, indicando que há heteroscedasticidade, ou seja, que não há variância constante dos erros.

Tendo em vista que os dados não se apresentaram homocedásticos, a regressão foi estimada como sendo robusta para heteroscedasticidade. Adicionalmente, foi feito o teste VIF (Fator de Inflação da Variância), examinando as variâncias, já que 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 indica a existência de uma multicolinearidade problemática. Assim, nenhuma das variáveis apresentou problemas de multicolinearidade.

Por fim, foi realizado o teste Ramsey Reset, que 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 H₀. Como o resultado do p-valor foi de 0,000 que corresponde a Sig. menor que α , rejeita H₀, demonstrando que há algum problema com não-linearidades no modelo, tem-se um modelo tido como mal especificado, pois apresenta variáveis independentes insignificantes para explicar a variável dependente "Q de Tobin".

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 especificação inadequada na forma funcional do modelo de regressão adotado, isso 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.

Na Tabela 6, com base no resultado do modelo de regressão, verifica-se que as variáveis Ranking CBF, relação Custo/Receita apresentam significância estatística ao nível de 10% e Grau de endividamento apresenta significância estatística ao nível de 5%.

Tabela 6. Resultados do modelo de regressão múltipla

	Coefficiente	Erro Padrão	Razão-t	P-valor	VIF
Constante	0,2056	0,136	1,511	0,133	-
Ranking CBF	0,000	0,000	1,920	0,057*	1,665
Custo/Receita	-0,001	0,001	-1,817	0,072*	1,214
ROA	0,001	0,001	0,732	0,466	1,331
Divisão	0,107	0,122	0,882	0,380	1,783
Rebaixamento	-0,053	0,107	-0,499	0,619	1,110
Liquidez Corrente	-0,049	0,073	-0,664	0,508	1,119
Grau de Endividamento	0,003	0,000	7,183	0,000***	1,280

*** 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 uma apresenta nível de significância em relação à variável dependente. Porém, considerando também um nível de significância de 10% ($\alpha = 0,10$), mais duas variáveis passam a se relacionar significativamente com o Q de Tobin.

Em relação ao fator Ranking CBF, seu p-valor (0,0057) é significativo ao nível de 10%, 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 investimentos, 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 os achados de Dantas *et al.* (2015), tendo em vista que se apresentou com coeficiente positivo para explicar o valor dos clubes.

A variável "Custo/Receita" também se demonstra relevante para o estudo, com p-valor de 0,072, influenciando no valor dos clubes de futebol a um grau de confiabilidade de 90%. Porém, esta relação entre o custo e a receita, diferentemente da variável Ranking CBF, apresenta coeficiente negativo, significando que quanto maior for seu resultado, menor será o valor dos clubes de futebol.

Nesse sentido, 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 com possíveis decisões apontadas para atingir um maior retorno sem a utilização de mais capital.

Além do Ranking CBF, a variável Grau de endividamento apresentou-se significativa ao nível de 1%, expressando que possui poder de influência sobre o valor dos clubes de Futebol. Vale ressaltar que tal indicador apresentou coeficiente positivo, demonstrando 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 10%, não sendo possível fazer nenhum tipo de inferência da relação entre estas variáveis e o valor dos clubes analisados.

4.3 Respostas às Hipóteses de Pesquisa

Diante dos resultados apresentados, é possível destacar as respostas às hipóteses de pesquisa que nortearam o estudo. As hipóteses H₁ e H₂ se mostraram respondidas, quanto a possuir relação com o indicador Q de Tobin. De acordo com os resultados, a eficiência nos gastos dos clubes aumenta seu valor, considerando que o indicador “Custo/Receita” aponta a comparação entre as duas contas.

Assim, é importante salientar que, quando o clube não consegue gerir suas receitas para ultrapassar os seus custos operacionais, pode perder valor por causa do aumento de suas dívidas. Consequentemente, pode-se comparar esse resultado com a resposta à H₂, que também se mostrou satisfatória, entretanto, de forma negativa, já que explica que os clubes mais endividados são mais valiosos.

Em relação às questões esportivas, apenas H₄ se mostrou satisfatória, evidenciando que o desempenho dentro dos campeonatos nacionais como um todo gera uma relação entre valor do clube e ativos totais maiores do que nos clubes com menor desempenho. Esse fato pode ser explicado pela junção no indicador de dois campeonatos importantes no cenário nacional: Copa do Brasil e Campeonato Brasileiro, que tomam a maior parte do tempo da temporada.

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.

Por um lado, considerando os fatores que vêm se intensificando ao longo dos anos, a 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 pela 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.

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, consequentemente, seu lucro diminuiu. Assim, a maior parte dos clubes demonstra que a capacidade de geração de receitas está muito abaixo dos custos incorridos, 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.

No tocante à relação Valor de Mercado/Ativo Total apresentada, verifica-se que ela pode não demonstrar a real situação do valor dos clubes, pois algumas equipes possuem valores de mercado comparáveis com os times maiores, mas também possuem valores de ativos inferiores, fazendo com

que os índices desses times sejam mais elevados. Nesse caso, a relação com o grau de endividamento se mostra positiva, pois esses clubes possuem um alto valor de endividamento, alguns deles ultrapassando o percentual de 100%. Em relação ao Custo/Receita, mesmo com limitação, essa variável se apresentou com o sinal esperado, considerando que a relação com a eficiência dos gastos é importante para medir o indicador proposto.

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 no cenário nacional conforme revisão da literatura. Além disso, resultados de trabalhos relacionados a valoração dos times podem auxiliar gestores de clubes a compreender melhor os elementos que influenciam, seja negativamente, seja positivamente na geração de valor dos clubes e na 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>.
- Búa, M. V., González, L. O., López, S. F., & Santomil, P. D. (2015). Is value creation consistent with currency hedging? *The European Journal of Finance*, 21(10-11), 912-945.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: Criação de valor e sinergias operacionais. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, 49(2), 206-220.
- 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.
- Fang, Y., Francis, B., & Hasan, I. (2018). Differences make a difference: Diversity in social learning and value creation. *Journal of Corporate Finance*, 48, 474-491.
- 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.
- Marchiori, F. W., Grando, T., Martins, V. Q., & Brunozi, A. C. Jr. (2016). Os efeitos dos níveis diferenciados de governança corporativa na criação de valor e no desempenho operacional de firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão e Engenharia*, 4(13), 67-93.
- 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/felipefalconepperrucci.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>.
- Trinh, V. Q., Pham, H. T. T., Pham, T. N., & Nguyen, G. T. (2018). Female leadership and value creation: Evidence from London stock exchange. *Corporate Ownership & Control*, 15(2), 248-257.
- 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.
- Vilhena, F. A. C., & Camargos, M. A. (2015). Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: Evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. *REGE – Revista de Gestão*, 22(1), 77-96.
- 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.