

iscte

INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

A influência dos recursos intangíveis no desempenho financeiro dos principais clubes de futebol europeus

Rúben José Martins Ferreira

Mestrado em Finanças

Orientadores:

Doutor Ilídio Tomás Lopes, Professor Auxiliar,
Iscte-IUL

outubro, 2021



BUSINESS
SCHOOL

Departamento de Finanças

A influência dos recursos intangíveis no desempenho financeiro dos principais clubes de futebol europeus

Rúben José Martins Ferreira

Mestrado em Finanças

Orientadores:

Doutor Ilídio Tomás Lopes, Professor Auxiliar,
Iscte-IUL

outubro, 2021

Agradecimentos

A realização desta dissertação representa o concretizar de um importante objetivo no meu percurso académico. Desta forma, gostaria de agradecer a todos os que contribuíram de forma direta e indireta para a conclusão desta etapa.

Em primeiro lugar, um cumprimento especial ao Professor Doutor Ilídio Tomás Lopes, pela preciosa ajuda na definição do tema e pelas críticas e conselhos que contribuíram decisivamente para a melhoria do estudo.

Em segundo lugar, uma palavra de reconhecimento para as entidades que contribuíram para este estudo através da publicação recorrente de dados rigorosos e atualizados, com destaque para a consultora *Deloitte* que anualmente publica o *Football Money League*, um importante contributo para a realização deste estudo.

Por último, destacar a importância do apoio familiar, essencialmente pela motivação e compreensão que sempre demonstraram ao longo de todo o meu percurso académico.

Resumo

Ao longo dos anos, os clubes de futebol têm vindo a evoluir do conceito de associações desportivas locais para a realidade de empresas cotadas em bolsa. Contudo, a tendência de comercialização do futebol teve um impacto negativo na sustentabilidade da indústria.

As transformações ocorridas colocam novos desafios aos gestores, surgindo assim a necessidade de compreender o caminho para alcançar o crescimento sustentável. A realidade da indústria do futebol é complexa, uma vez que existem variáveis essenciais para o processo de criação de valor dos clubes que não constam das demonstrações financeiras, como por exemplo o sucesso desportivo, a lealdade dos adeptos, entre outras.

O presente estudo tem como principal objetivo compreender o nível de influência dos recursos intangíveis na performance financeira, através da análise dos clubes de futebol europeus com maiores rendimentos, entre as épocas 2012/13 e 2018/19. Os dados foram analisados através de um modelo de regressão linear.

As conclusões do estudo reforçam a preponderância dos recursos intangíveis no desempenho financeiro dos clubes de futebol, confirmando estudos anteriores. O estudo apresenta como fatores influenciadores da performance financeira, a proporção de receitas de direitos televisivos, o desempenho desportivo nacional, o montante de gastos com pessoal, o desempenho desportivo internacional, o número médio de assistência e o número de seguidores no Facebook. É de salientar que a análise das últimas três variáveis representa um importante contributo para a literatura, tendo em conta o reduzido número de estudos que relacionam estas variáveis com o desempenho financeiro.

Palavras-chave: Intangíveis, Performance financeira, Indústria do Futebol, Clubes de futebol europeus, Sucesso desportivo

Sistema de Classificação JEL: L83 Industry Studies: Services, Sports

M10 Business Administration: General

M40 Accounting and Auditing: General

Abstract

Over the years football clubs have evolved from the concept of local sports associations to the reality of listed companies. However, the trend towards commercialization of football has had a negative impact on the sustainability of the industry.

The transformations that have occurred pose new challenges to club managers, thus emerging the need to understand the path to achieving sustainable growth. The reality of the football industry is complex, since there are important variables for the value creation process of football clubs that are not included in the financial statements, such as sporting success, loyalty of fans, among others.

The main objective of this study is to understand the level of influence of intangible resources on financial performance, through the analysis of European football clubs with the highest incomes between 2012/13 and 2018/19 seasons. The data were analyzed through a linear regression model.

The conclusions of the study reinforce the preponderance of intangible resources in the financial performance of football clubs, confirming previous studies. The study presents as performance influencing factors, a proportion of broadcasting rights revenues, the domestic league win ratio, the amount of human resources expenses, the international sporting performance, the average match attendance and the number of followers on social media networks. It should be noted that the analysis of the last three variables represents an important contribution to the literature, considering the small number of studies that relate these variables with the financial performance.

Keywords: Intangibles, Financial performance, Football industry, European football clubs, Athletic success

JEL Classification System: L83 Industry Studies: Services, Sports
M10 Business Administration: General
M40 Accounting and Auditing: General

Índice

| | |
|--|----|
| Resumo | i |
| Abstract | ii |
| 1. Introdução | 1 |
| 1.1 Contextualização e definição do problema de investigação | 1 |
| 1.2 Justificação e relevância do tema..... | 3 |
| 1.3 Objetivos de investigação..... | 4 |
| 1.4 Metodologia | 4 |
| 1.5 Estrutura da dissertação..... | 5 |
| 2. Revisão de Literatura..... | 7 |
| 2.1 Recursos Intangíveis..... | 7 |
| 2.1.1 Capital Intelectual | 7 |
| 2.1.2 Ativo Intangível..... | 11 |
| 2.2 Indústria do futebol..... | 15 |
| 2.3 Os recursos intangíveis na indústria do futebol | 24 |
| 2.4 O papel dos recursos intangíveis no desempenho financeiro..... | 27 |
| 2.4.1 O papel dos recursos intangíveis na performance financeira dos clubes de futebol | 29 |
| 3. Metodologia | 35 |
| 3.1 Paradigma e metodologia de investigação..... | 35 |
| 3.2 Objetivos do estudo | 36 |
| 3.3 Modelos empíricos e hipóteses de investigação..... | 36 |
| 3.3.1 Modelos empíricos e definição das variáveis..... | 36 |
| 3.3.2 Definição das hipóteses de investigação..... | 38 |
| 3.4 Método de Investigação..... | 40 |
| 3.5 Constituição da amostra | 40 |
| 3.6 Recolha e tratamento da informação | 42 |
| 4. Resultados e Discussão | 43 |

| | |
|---|----|
| 4.1 Medidas descritivas e medidas de associação | 43 |
| 4.2 O modelo de regressão e comparação de resultados | 48 |
| 4.3 Diagnóstico de multicolinearidade, análise residual e heterocedasticidade | 56 |
| 5. Conclusão e considerações finais | 57 |
| 6. Referências bibliográficas..... | 59 |

Índice de Figuras

| | |
|---|----|
| Figura 1 - Decomposição dos recursos intangíveis..... | 7 |
| Figura 2 - Distinção entre ativos intelectuais e ativos intangíveis..... | 11 |
| Figura 3 - Definição de ativo intangível | 12 |
| Figura 4 - Esquema ilustrativo da decomposição do valor de mercado de uma empresa..... | 12 |
| Figura 5 - Esquematisação do processo de reconhecimento inicial e mensuração subsequente dos ativos intangíveis..... | 14 |
| Figura 6 - Evolução das receitas operacionais dos clubes europeus (em mil milhões de euros) | 15 |
| Figura 7 - Evolução dos gastos com pessoal dos clubes europeus (em mil milhões de euros) | 16 |
| Figura 8 - Ranking dos 11 clubes europeus com mais de 1 milhão de espectadores nos jogos do campeonato na época de 2016/2017 | 18 |
| Figura 9 - Relação entre o número de seguidores nas redes sociais e as receitas operacionais, dos 10 clubes com mais receitas do futebol mundial na época de 2014/15..... | 19 |
| Figura 10 - Resultado operacional e resultado líquido dos clubes europeus (em mil milhões de euros) | 22 |
| Figura 11 - Evolução da estrutura de ativo dos clubes europeus entre 2009 e 2018 (em mil milhões de euros) | 23 |
| Figura 12 - Processo contabilístico de registo dos direitos de exploração de um jogador | 25 |
| Figura 13 - Processo contabilístico de reconhecimento de um jogador de futebol..... | 26 |
| Figura 14 - The football organisation nexus index | 31 |
| Figura 15 - O círculo virtuoso dos clubes de futebol inspirado por Lago et al. (2004) | 32 |

Índice de Tabelas

| | |
|---|----|
| Tabela 1 - Descrição das variáveis para a regressão linear múltipla | 37 |
| Tabela 2 - Listagem de clubes identificados no Top 20 do relatório DFML entre 2012/13 e 2018/19 | 41 |
| Tabela 3 - Processo de seleção da amostra..... | 41 |
| Tabela 4 - Frequência absoluta e relativa, por país..... | 43 |
| Tabela 5 - Medidas descritivas | 44 |
| Tabela 6 - Coeficientes de correlação de Pearson | 47 |
| Tabela 7 - Regressão Linear: TURN..... | 48 |
| Tabela 8 - Regressão Linear: NP | 49 |
| Tabela 9 - Regressão Linear: ROE | 49 |
| Tabela 10 - Regressão Linear: ROA..... | 50 |

| | |
|--|----|
| Tabela 11 - Regressão Linear: ROS | 50 |
| Tabela 12 - Teste t, para amostras independentes, às medidas de performance financeira e intangíveis no Reino Unido e nos outros países..... | 55 |
| Tabela 13 – Comparação entre os sinais económicos previstos e os sinais económicos obtidos | 56 |

1. Introdução

1.1 Contextualização e definição do problema de investigação

O futebol é o desporto mais popular do mundo, o constante aumento da importância e popularidade do desporto criou uma indústria de milhões de euros.

Nos últimos 30 anos, a indústria do futebol transformou-se em termos financeiros, os clubes de futebol transformaram o jogo num negócio milionário, através da comercialização de jogadores e outros produtos associados ao jogo. A estrutura legal dos clubes sofreu alterações, uma vez que a maioria dos clubes assumiram a forma jurídica de sociedades de responsabilidade limitada e algumas sociedades entraram na bolsa de valores (Dart, 2000; Szymanski & Kuypers, 1999).

O primeiro passo para a transformação ocorrida na indústria do futebol foi a implementação da Lei Bosman em 1995, que conduziu a um aumento da remuneração dos futebolistas e iniciou o movimento de globalização do futebol na Europa (Dobson & Gerrard, 1999; Frick, 2007). O futebol entrou numa nova dimensão com o aumento dos orçamentos dos clubes, os jogadores transformaram-se em “mercadorias” e os clubes foram forçados a realizar elevados investimentos para manter a competitividade das suas equipas.

O desporto transformou-se num fenómeno mundial, as receitas geradas quadruplicaram e os jogos de futebol “tradicionais” deram lugar a grandes eventos desportivos e comerciais, devido à reorganização das cinco maiores ligas de futebol mundiais (Inglaterra – *Premier League*, Espanha – *La Liga*, Itália – *Serie A*, França – *Ligue 1* e Alemanha - *Bundesliga*) durante a década de 1990, a expansão das competições europeias, a cobertura televisiva e a possibilidade de propriedade direta levou a um aumento do número de investidores estrangeiros no futebol europeu (P. E. Dimitropoulos & Tsagkanos, 2012).

A ligação entre o futebol e a vertente comercial do negócio contribuiu para a evolução dos clubes de futebol de associações desportivas locais para empresas públicas com elevados investimentos associados, deste modo o valor de mercado dos clubes aumentou significativamente (P. E. Dimitropoulos & Limperopoulos, 2014).

Apesar do aumento significativo das receitas, a tendência de comercialização teve um impacto negativo na sustentabilidade do futebol em toda a Europa (Beech et al., 2010; P. E. Dimitropoulos & Limperopoulos, 2014; Hamil & Walters, 2010; Lago et al., 2006). A razão para a inconsistência verificada entre a maior capacidade de gerar receitas e a falta de lucros está relacionada com as práticas de gestão. A maioria das receitas são aplicadas na melhoria do desempenho desportivo dos clubes, investindo em talento, sendo que na maioria das ocasiões o investimento realizado supera as receitas. Com o objetivo de introduzir mais disciplina e racionalidade na gestão financeira dos clubes europeus, a União das Associações Europeias de Futebol (UEFA) – órgão regulador do futebol europeu,

implementou medidas para limitar os défices financeiros, através dos regulamentos do “*Fair Play Financeiro*”² (UEFA, 2010).

O desempenho financeiro tornou-se uma das narrativas dominantes na indústria do futebol, os clubes de futebol passaram a ser analisados pelos principais agentes do futebol como negócios “normais” que visam o lucro (Morrow, 2013).

Na indústria do futebol, os ativos tangíveis têm uma importância reduzida sobre o valor de mercado dos clubes. Os principais responsáveis pela criação de valor são os recursos intangíveis como o capital humano (jogadores, treinadores, estruturas técnicas, diretores e gestores), a lealdade dos adeptos, entre outros ativos “invisíveis” (Andrikopoulos & Kaimenakis, 2009; Gürel et al., 2013). Desta forma, muitos dos intangíveis relevantes para a criação de valor não são reconhecidos nas demonstrações financeiras contribuindo assim para o aumento da diferença entre o valor de mercado e o valor contabilístico. Segundo Lev (2001) e Edvinsson (2000) a proporção de ativos intangíveis não reconhecidos nas contas apresenta uma tendência crescente. A evolução tecnológica constante intensifica a tendência descrita pelos autores.

Nos últimos anos, temos vindo a assistir a um aumento significativo de estudos que apontam os recursos intangíveis como o principal impulsionador de valor nas empresas, uma vez que a gestão do conhecimento é crucial para a obtenção de vantagem competitiva sustentável (Andrikopoulos & Kaimenakis, 2009; Barney, 1991; Lopes, 2010; Subramaniam & Youndt, 2005) . Existem diversos estudos publicados que documentam uma associação positiva entre os recursos intangíveis e os indicadores de performance financeira, em diferentes setores de atividade (Bontis et al., 2018; Chen et al., 2005; P. E. Dimitropoulos & Limperopoulos, 2014; Janošević et al., 2013; Lopes, 2019; Lopes, Ferraz, & Rodrigues, 2016; Lopes & Ferraz, 2016; Maditinos et al., 2011; Nimtrakoon, 2015; Rahman, 2012; Sardo & Serrasqueiro, 2018; Scafarto & Dimitropoulos, 2018).

A indústria do futebol, sendo um setor de capital humano intensivo, apresenta-se como uma indústria especialmente relevante para examinar a relação entre os recursos intangíveis e o desempenho financeiro, uma vez que quase todas as operações exigem o envolvimento do capital humano.

O elevado número de falências e más práticas de gestão (Lago et al., 2006) reforça a importância de identificar os fatores intangíveis que contribuem positivamente para a performance financeira. A utilização eficiente dos recursos intangíveis é essencial para alcançar o crescimento sustentável. Durante os últimos anos, surgiram os primeiros estudos que documentaram a relação entre a componente intangível e o desempenho financeiro dos clubes de futebol (Acero et al., 2017; P. E. Dimitropoulos & Koumanakos, 2015; P. E. Dimitropoulos & Limperopoulos, 2014; P. E. Dimitropoulos & Tsagkanos, 2012; Galariotis et al., 2018; Gürel et al., 2013; Scafarto & Dimitropoulos, 2018), contudo o estudo do impacto da componente intangível na performance financeira dos clubes de futebol ainda

está numa fase inicial, quando comparado com outros setores de atividade, e carece de aprofundamento.

1.2 Justificação e relevância do tema

A presente dissertação é realizada no âmbito da obtenção do grau de mestre, no Mestrado em Finanças.

Este estudo contribui para a literatura da seguinte forma: em primeiro lugar, apresenta evidências sobre a relação entre os recursos intangíveis e a performance financeira dos clubes de futebol europeus entre as épocas 2012/13 e 2018/19. Os resultados desta investigação podem ajudar os gerentes dos clubes de futebol a usar eficientemente todos os recursos intangíveis à disposição do clube, de modo a atingir os objetivos definidos pelos *stakeholders*, contribuindo para um melhor desempenho operacional e económico. Além disso, este estudo pode, ainda, fornecer o estímulo necessário para que os reguladores nacionais e europeus considerem a integração da componente intangível do futebol na criação de regulamentos ou normas. Lozano e Carrasco Gallego (2011) defendem que as comunicações sobre a componente intangível dos clubes podem aumentar a transparência das demonstrações financeiras, e isso pode levar a um aumento da confiança dos *stakeholders*, que, por sua vez, pode melhorar a reputação e a imagem dos clubes.

Em segundo lugar, a relevância do presente tema é reforçada pela instabilidade financeira que caracteriza os clubes e ligas de futebol em toda a Europa. No contexto de retoma financeira, após a crise associada à pandemia COVID-19, surge a necessidade de identificar formas sustentáveis de alcançar o sucesso desportivo e financeiro. Na “era” do conhecimento, os recursos que não têm uma forma física, estão a tornar-se fatores críticos para o sucesso (Lev, 2004; Lopes, 2013), sendo apontados como a principal fonte de vantagem competitiva sustentável (Barney, 1991; Lopes, 2010; Subramaniam & Youndt, 2005). Tendo em conta o papel dos recursos intangíveis na economia atual, podemos afirmar que a presente investigação representa um importante contributo para a viabilidade a longo prazo dos clubes de futebol europeus. Este é o principal objetivo da UEFA, alcançar um equilíbrio financeiro no futebol europeu (Nicolliello & Zampatti, 2016).

Em terceiro lugar, o escasso número de estudos existentes sobre a relação entre os intangíveis e o desempenho financeiro foi uma motivação importante para a elaboração da presente investigação. Na literatura científica a maioria dos estudos existentes utiliza a metodologia VAIC para mensurar a componente intangível. Adicionalmente, o presente estudo procurou contemplar as sugestões feitas pelos autores, dessa forma a presente dissertação de mestrado inclui na amostra clubes de diferentes países, cotados e não cotados, de forma a ser possível efetuar a generalização dos resultados. Por outro lado, a investigação inclui também variáveis pouco estudadas ao nível do impacto na

performance financeira, como por exemplo: o número de seguidores no Facebook (FB), o número médio de assistência no estádio (ASS) e o desempenho desportivo em competições da UEFA (UEFA).

Por outro lado, o único estudo que utilizou uma metodologia alternativa ao VAIC para analisar a relação entre os intangíveis e o desempenho financeiro, incluiu apenas clubes de futebol gregos, e foi elaborado por Dimitropoulos e Limperopoulos (2014), utilizando como indicadores de desempenho: a margem de lucro, a rentabilidade dos ativos e o coeficiente de solvabilidade. Desta forma, decidimos adicionar diferentes indicadores de desempenho financeiro, nomeadamente, as receitas operacionais (TURN), o lucro líquido (NP), a rentabilidade dos capitais próprios (ROE) e a rentabilidade das vendas (ROS), bem como incluir variáveis independentes que não foram utilizadas no estudo referido, nomeadamente, o rácio de receitas de direitos televisivos sobre o total das receitas operacionais (TV), o número de seguidores no *Facebook* (FB), o número médio de assistência nos jogos, em casa, do campeonato nacional (ATT), o desempenho desportivo nas competições europeias (UEFA) e o valor de gastos com pessoal (EXP).

1.3 Objetivos de investigação

O objetivo central do presente estudo é a análise do impacto dos recursos intangíveis na performance financeira dos clubes de futebol europeus, através de indicadores de performance financeira tradicionais. Em detalhe, procura-se atingir os seguintes objetivos:

- ☉ Apurar se existe uma correlação entre os recursos intangíveis e o desempenho financeiro, no contexto dos clubes de futebol europeus;
- ☉ Identificar os recursos intangíveis que, no período em análise, influenciam a performance financeira dos clubes de futebol europeus.
- ☉ Verificar a existência de diferenças significativas entre a performance financeira e os recursos intangíveis dos clubes ingleses *versus* os clubes das restantes ligas integrantes das Big4.

1.4 Metodologia

Os objetivos estabelecidos anteriormente foram alcançados, através da seguinte metodologia de investigação. Em primeiro lugar, foi realizada a identificação dos recursos intangíveis críticos para o sucesso financeiro dos clubes de futebol europeus, através da revisão de literatura. De seguida, procedeu-se a uma análise descritiva dos dados recolhidos para estudo e analisou-se de uma forma geral o comportamento das variáveis.

Em segundo lugar, foi elaborada a análise dos modelos de regressão linear dado ser o método mais adequado para medir a relação entre variáveis independentes e dependentes, segundo vários autores, e também procedemos à realização de testes paramétricos, elaborados para as diferentes

variáveis dependentes, com a finalidade de averiguar se existe ou não relação significativa entre os recursos intangíveis e a performance financeira dos clubes.

O objeto de estudo foram os clubes que, entre 2012/13 e 2018/19, foram incluídos no *Top20* do *Deloitte Football Money League*, de forma constante e sem interrupções, sendo que foram excluídos os seguintes casos:

- ☉ Clubes que não publicaram as demonstrações financeiras para acesso livre;
- ☉ Clubes que apresentam demonstrações financeiras com período de reporte diferente da época desportiva.

A amostra foi construída pelo critério do volume de receitas operacionais, desta forma foi garantida a inclusão dos clubes de maior dimensão de cada país e por sua vez, os clubes com maior relevância no contexto do futebol europeu e mundial.

1.5 Estrutura da dissertação

O presente estudo encontra-se organizado da seguinte forma:

- ☉ Na “Introdução” é efetuada uma breve contextualização em relação à indústria do futebol e o papel dos recursos intangíveis. Identificam-se os fatores que contribuem para a relevância do tema, divulga-se os objetivos da investigação, descreve-se de forma resumida a metodologia a aplicar e apresenta-se a amostra e o critério subjacente à sua seleção. Por fim, é apresentada a estrutura de organização da dissertação.
- ☉ Na “Revisão de literatura” são abordados os conceitos e realidades fundamentais para a compreensão do estudo. Durante este capítulo, é efetuada uma conceptualização e enquadramento em relação ao papel dos recursos intangíveis, são explorados conceitos como ativo intangível, capital intelectual, capital humano, entre outros. Ainda neste ponto, abordamos as problemáticas relacionadas com a categorização e mensuração da componente intangível. No campo do futebol, efetuamos uma contextualização económico-financeira em relação à realidade da indústria nos últimos anos e abordamos o papel desempenhado por reguladores e gestores no fenómeno futebolístico. Por fim, são referenciados estudos relacionados com o tema desta investigação, tendo como objetivo conferir ao presente estudo o ponto de partida para a compreensão do tema tratado e enquadramento do mesmo na literatura existente;
- ☉ Na “Metodologia” é elaborada uma breve referência ao paradigma da investigação e são definidos os objetivos. Ainda neste capítulo, são apresentados os modelos e hipóteses de estudo, os métodos de investigação a adotar, o processo de constituição da amostra, e as formas de recolha e tratamento de informação utilizadas no decorrer da investigação;

- ⊗ No capítulo, relativo aos “Resultados”, são apresentados e discutidos os resultados do estudo, conforme objetivos e hipóteses previamente identificadas.
- ⊗ Na “Conclusão”, divulgamos as principais conclusões extraídas da investigação efetuada, tendo em conta os resultados obtidos. Por fim, são enunciadas as limitações que condicionaram o desenvolvimento do estudo, bem como sugeridas direções para a prossecução de estudos nesta área.

2. Revisão de Literatura

2.1 Recursos Intangíveis

A transição da sociedade industrial para a sociedade baseada no conhecimento implicou algumas mudanças nos princípios da estrutura económica mundial. Na sequência desta transição, a importância atribuída ao capital físico, que é a principal característica da sociedade industrial, foi substituída pela importância atribuída aos recursos intangíveis, como o conhecimento, a competência e a comunicação.

Intangíveis são recursos “invisíveis” (sem componente física) que contribuem para a produção de bens ou prestação de serviços, e que devem gerar benefícios económicos futuros para as empresas que os controlam (Lopes & Ferraz, 2016). O próprio significado de intangível indica algo que não é possível tocar, algo que é dificilmente descritível e muitas vezes difícil de revelar (Curado et al., 2011; Kristandl & Bontis, 2007).

Nesta secção da dissertação, os intangíveis serão divididos em dois grupos, uma vez que o capital intelectual (2.1.1) deve ser claramente diferenciado dos ativos intangíveis (2.1.2) reconhecidos nas demonstrações financeiras, conforme ilustrado na figura 1.

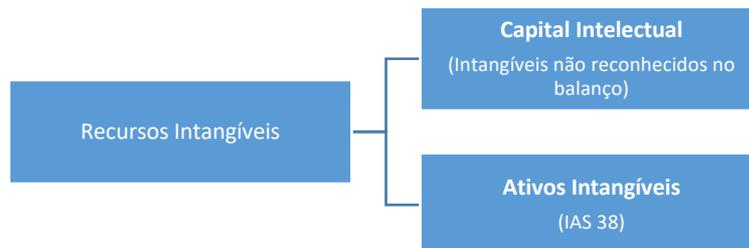


Figura 1 - Decomposição dos recursos intangíveis

2.1.1 Capital Intelectual

O tema do capital intelectual (CI) não é novo, e vários estudos foram realizados nas últimas décadas. Este termo foi utilizado pela primeira vez na área de gestão na década de 1980 como uma tentativa de explicar os ativos "ocultos" que alavancavam o desempenho das empresas.

O capital intelectual, em termos de valorização, representa três ou quatro vezes o capital tangível (Andrikopoulos & Kaimenakis, 2009). De acordo com Caddy (2000), o capital intelectual apresenta características diferenciadoras, não apenas dos ativos tangíveis, mas também dos ativos intangíveis, porque o capital intelectual falha no cumprimento da terceira condição estabelecida pela IAS 38, logo não pode ser reconhecido nas demonstrações financeiras.

No âmbito de uma economia baseada na gestão do conhecimento, o capital intelectual é um conceito emergente e em rápida evolução. No entanto, as suas características permitem aos investigadores adotar diferentes nomenclaturas e terminologias e, portanto, não há uma definição globalmente aceite (Marr, 2007).

Embora não haja consenso para a definição do capital intelectual, as opiniões e definições apresentadas são complementares entre si. Desta forma, procedemos à análise de algumas definições apresentadas na literatura. Sullivan (2000) define o capital intelectual como a informação, que é convertível em lucro. De acordo com Edvinsson e Malone (1997) o capital intelectual é representado pelo conjunto das competências profissionais, relações com os clientes, tecnologia da organização, experiência e conhecimento utilizados pela empresa para criar uma vantagem competitiva no mercado.

2.1.1.1 Categorização do Capital Intelectual

O capital intelectual deve ser dividido em diferentes componentes para ser monitorizado e avaliado, como mencionado por Seppanen (2009), uma categorização deve ser construída para facilitar a comunicação e compreensão do sistema como um todo. Na literatura existem diferentes classificações relativamente aos componentes do capital intelectual. Ainda não foi alcançado um consenso sobre a categorização. No entanto, as definições existentes na literatura não diferem substancialmente entre si, existindo três componentes que são amplamente aceites pela comunidade científica: capital humano, capital estrutural (ou capital organizacional) e capital relacional (ou capital de clientes) (Bontis et al., 2000; Edvinsson & Malone, 1997; Edvinsson & Sullivan, 1996; Marr & Roos, 2012; Nimtrakoon, 2015; Subramaniam & Youndt, 2005).

Com base na revisão de literatura, podemos afirmar que o capital intelectual é definido como a combinação dos recursos humanos, organizacionais e relacionais de uma organização.

Capital Humano

O capital humano depende diretamente dos funcionários, sendo representado pelo somatório das capacidades e características dos membros da empresa. O capital humano é a soma de elementos como conhecimento, competência, motivação, habilidade, talento, experiência, intuição, hábitos e costumes dos colaboradores. Embora o capital humano seja reconhecido como o coração da criação de capital intelectual (Yun & Hyo, 2006), uma característica distintiva do capital humano é que ele pode desaparecer à medida que os empregados abandonam a organização (Chen et al., 2005).

As organizações podem potenciar o capital humano desenvolvendo internamente o conhecimento e as habilidades, através de formações e programas de desenvolvimento, ou atraindo

indivíduos com elevados níveis de conhecimento e habilidades, através do mercado de trabalho (Youndt et al., 2004).

No âmbito dos clubes de futebol, o conceito de capital humano incorpora o talento dos atletas e a capacidade atual e potencial dos treinadores e restantes elementos da estrutura (Andrikopoulos & Kaimenakis, 2009).

Capital Estrutural

O capital estrutural ou organizacional é a infraestrutura que as empresas desenvolvem para fornecer as ferramentas necessárias ao capital humano, potenciando as habilidades dos funcionários (Edvinsson & Malone, 1997). O capital estrutural é considerado a infraestrutura suporte para o estabelecimento e manutenção de relacionamentos com os principais *stakeholders* externos (Schiuma & Lerro, 2008).

Os clubes de futebol não dependem apenas do capital humano para atingir os seus objetivos, uma vez que este sem uma adequada estrutura de suporte apresenta um potencial limitado. No desporto, o capital organizacional resulta de todos os aspetos que contribuem para a identidade do clube, como a infraestrutura (estádio e academia), princípios de gestão e orientação estratégica. Por exemplo, o Barcelona tradicionalmente pratica um futebol ofensivo, e o Ajax tem como política interna apostar nos jogadores provenientes das camadas jovens (Andrikopoulos & Kaimenakis, 2009).

Capital Relacional

O capital relacional é o conhecimento obtido por intermédio do estabelecimento, manutenção e desenvolvimento de relacionamentos com partes interessadas externas (Yu et al., 2015). A força e a qualidade dos relacionamentos com partes interessadas externas promovem o fluxo contínuo de informações entre os parceiros, proporcionando oportunidades de partilha de recursos e melhoria do desempenho da empresa (Bontis et al., 2018; Ordóñez de Pablos, 2003).

No contexto de um clube de futebol, o capital relacional compreende a relação com adeptos, média, comunidade local, outras equipas e demais relações que acrescentem valor ao clube (Andrikopoulos & Kaimenakis, 2009).

2.1.1.2 Mensuração do Capital Intelectual

Durante as últimas décadas, em resposta à necessidade de mensuração do capital intelectual, vários métodos para medir o seu desempenho foram propostos pelos investigadores: o *Balanced Scorecard*, o *Technology Broker*, o *Intangible Asset Monitor*, o *Skandia's Navigator*, o *Value Added Intellectual Coefficient – VAIC* (Pulic, 2000), o *Financial Method of Intangible Assets Measurement - FiMIAM*. A variedade de metodologias existentes resulta da diversidade de definições de capital intelectual

apresentadas na literatura (Madinios et al., 2011). Desenvolver uma análise detalhada dos métodos de mensuração utilizados na literatura está fora do âmbito deste estudo.

O *Value Added Intellectual Coefficient* – VAIC¹ é o método mais utilizado pelos investigadores para medir o valor acrescentado do capital intelectual na indústria do futebol (P. E. Dimitropoulos & Koumanakos, 2015; Gürel et al., 2013). Desta forma, vamos explorar esta metodologia.

O VAIC indica a capacidade da empresa para utilizar todos os recursos disponíveis no processo de criação de valor. Esta abordagem tem sido amplamente adotada pela comunidade científica, uma vez que possui várias vantagens.

Contudo, vários autores apontaram limitações ao modelo de Ante Pulic (2000). Os investigadores apresentam resultados estatísticos que demonstram que não há relação entre o valor de mercado e o VAIC ou seus componentes. Os autores acreditam que as razões que suportam estes resultados são a fórmula de cálculo utilizada para estimar o capital estrutural. Além disso, o capital intelectual é maioritariamente decomposto em três componentes: capital humano, capital estrutural e capital relacional. No entanto, o VAIC apenas considera duas componentes, desconsiderando o impacto do capital relacional no processo de criação de valor. Por fim, a utilização apenas de valores registados nas demonstrações financeiras reduz significativamente a capacidade do VAIC capturar as fontes intangíveis de criação de valor.

A dificuldade em estabelecer critérios de mensuração fiáveis que permitam a valorização do capital intelectual é o principal fator de distinção entre estes recursos intangíveis e os ativos intangíveis. Apesar da sua importância, o capital intelectual não é facilmente identificado, capturado e relatado nas demonstrações financeiras, devido essencialmente à influência das políticas contabilísticas (Janošević et al., 2013; Lev, 2004; Nimtrakoon, 2015), abordadas na secção 2.1.2 *Ativo Intangível*.

¹ O VAIC estima a eficiência do valor acrescentado pelo capital intelectual das empresas através da contribuição de três variáveis: o capital físico e financeiro (CEE), o capital humano (HCE) e o capital estrutural (SCE). O valor do VAIC é a soma dessas três medidas de eficiência. O capital físico (CEE) é ponderado com base no valor total de balanço (CE) apresentado pela empresa nas demonstrações financeiras anuais, enquanto o capital humano (HCE) é estimado com base nos gastos com pessoal (HC) incorridos pela empresa. Por fim, referir que o capital estrutural é obtido sem a utilização de um ponderador específico, tal como detalhado nas seguintes fórmulas:

$$HCE = VA / HC$$

$$SCE = SC / VA$$

$$SCE = [VA - HC] / VA$$

$$CEE = VA / CE$$

$$VAIC = CEE + HCE + SCE$$

$$VA = I + DP + D + T + M + R + W$$

I são gastos com juros, DP é gastos com depreciações e amortizações, D é dividendos pagos, T é impostos, M é receitas anuais, R é lucros retidos e WS é gastos com salários.



Figura 2 - Distinção entre ativos intelectuais e ativos intangíveis

Fonte: Caddy (2000)

2.1.2 Ativo Intangível

Os ativos intangíveis são os recursos intangíveis reconhecidos nas demonstrações financeiras, ou seja, são os recursos intangíveis analisados do ponto de vista da contabilidade.

A contabilidade é o processo de identificação, mensuração e comunicação de informações financeiras sobre uma entidade para permitir o julgamento informado e a tomada de decisão pelos utilizadores dessa informação (Morrow, 2013).

De acordo com a IAS 38: "Um ativo intangível é um ativo não monetário, identificável, sem substância física..." (IFRS Foundation, 2021b), ou seja, a definição deste tipo de ativos, ao contrário do capital intelectual, não é subjetiva, uma vez que está associada a uma ciência, a contabilidade.

Do ponto de vista da contabilidade, um ativo é um recurso que é controlado pela entidade como resultado de eventos passados e do qual se espera que fluam para a empresa benefícios económicos futuros (Lopes & Ferraz, 2016). Desta forma, os atributos críticos para o reconhecimento de ativos intangíveis nas demonstrações financeiras são: a identificabilidade, o controlo e a expectativa de obtenção de benefícios económicos futuros.

A harmonização das Normas Internacionais de Contabilidade (IAS) em quase todos os países desenvolvidos e em desenvolvimento, nomeadamente a IAS 38 adotada em 2005 pela UE para empresas cotadas, forçou as empresas a convergirem ao nível contabilístico, não apenas no campo do reconhecimento e mensuração de ativos intangíveis, mas também no seu processo de divulgação (IFRS Foundation, 2021b; Lopes, 2010).

A divulgação de informação financeira é realizada pelas empresas, através da emissão de relatórios financeiros. O relatório financeiro é a parte da contabilidade que se concentra na comunicação com os *stakeholders* internos e externos à organização (funcionários, fornecedores, clientes, governo, investidores e público em geral). Os utilizadores primários das demonstrações financeiras são os investidores, financiadores e outros credores, que utilizam as informações financeiras para tomar decisões sobre compra, venda ou manutenção de instrumentos de capital ou dívida (Morrow, 2013).

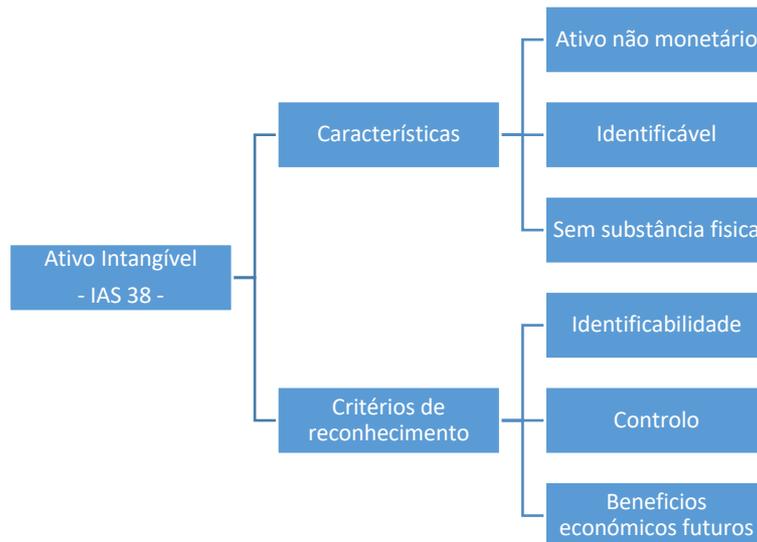


Figura 3 - Definição de ativo intangível

Contudo, do ponto de vista da gestão, a questão-chave realmente diz respeito à extensão e limites dos relatórios financeiros e sua utilidade para as partes interessadas. A definição puramente contabilística não serve os interesses dos gestores, investidores, acionistas e demais partes interessadas, uma vez que existem intangíveis que são desconsiderados pelo facto de não cumprirem os requisitos do normativo em vigor, a IAS 38, por exemplo, o reconhecimento de marcas geradas internamente, cabeçalhos, títulos de publicações e listas de clientes nas demonstrações financeiras é proibido (Nimtrakoon, 2015). Esta situação origina uma lacuna crescente entre o valor contabilístico das empresas, conforme apresentado nos relatórios financeiros e no valor de mercado (Lev, 2001). O aumento desta lacuna atraiu a atenção da comunidade científica para explorar o valor invisível omitido das demonstrações financeiras.



Figura 4 - Esquema ilustrativo da decomposição do valor de mercado de uma empresa

Segundo vários investigadores, o capital intelectual é considerado o valor oculto que escapa das demonstrações financeiras e o que leva as organizações a obter uma vantagem competitiva (Chen et al., 2005; Edvinsson & Malone, 1997; Lev, 2001; Maditinos et al., 2011). Em 2001, Lev realizou uma pesquisa longitudinal no mercado norte-americano (1977-2001) e concluiu que cerca de 80% do valor

de mercado empresarial é omitido nas demonstrações financeiras e essa percentagem apresenta uma tendência crescente (Lev, 2001).

Ainda assim, importa referir que no âmbito da presente dissertação, a definição de ativo intangível utilizada para o desenvolvimento do estudo foi a constante nas normas contabilísticas do *International Accounting Standards Board* (IASB), especificamente a IAS 38 – *Intangible Assets*, conforme esquematizado na figura 3.

Tendo em conta, as críticas avançadas pelos investigadores em relação à regulamentação contabilística e considerando a importância que os ativos intangíveis representam para a avaliação dos recursos intangíveis de qualquer empresa, e em especial dos clubes de futebol, decidimos aprofundar a análise em relação ao processo contabilístico subjacente ao ativo intangível.

2.1.2.1 Reconhecimento e valorização do ativo intangível

O enquadramento das Normas Internacionais de Relato Financeiro (IFRS) torna claro que, para ser útil, a informação financeira deve ser relevante e deve também representar fielmente a realidade económica e financeira da empresa.

A IAS 38 estabelece que uma entidade apenas deverá reconhecer um ativo intangível, se forem prováveis benefícios económicos futuros associados à exploração do ativo e se for possível a mensuração fiável do ativo (IFRS Foundation, 2021b). Para além, destes pressupostos, deverão também ser cumpridos, de forma cumulativa, os três critérios identificados anteriormente para a definição de ativo intangível, consultar figura 3.

Os ativos intangíveis são inicialmente mensurados pelo seu custo de aquisição, isto é, o montante pago pela empresa no momento da aquisição do ativo incluindo todos os custos necessários à preparação do ativo para uso (custos de transporte, impostos diretos, entre outros custos). Após o reconhecimento inicial é realizada a mensuração subsequente dos ativos intangíveis. De acordo com a IAS 38, as empresas devem optar pelo modelo de custo ou pelo modelo de revalorização para a contabilização do ativo intangível (IFRS Foundation, 2021b; Maglio & Rey, 2017).

No modelo de custo, um ativo intangível deve ser escriturado pelo seu custo menos qualquer amortização acumulada e quaisquer perdas por imparidade acumuladas (perdas por redução do valor recuperável). Por outro lado, no modelo de revalorização, um ativo intangível deve ser escriturado por uma quantia revalorizada, que seja o seu justo valor à data da revalorização menos qualquer amortização acumulada subsequente e quaisquer perdas por imparidade acumuladas subsequentes.

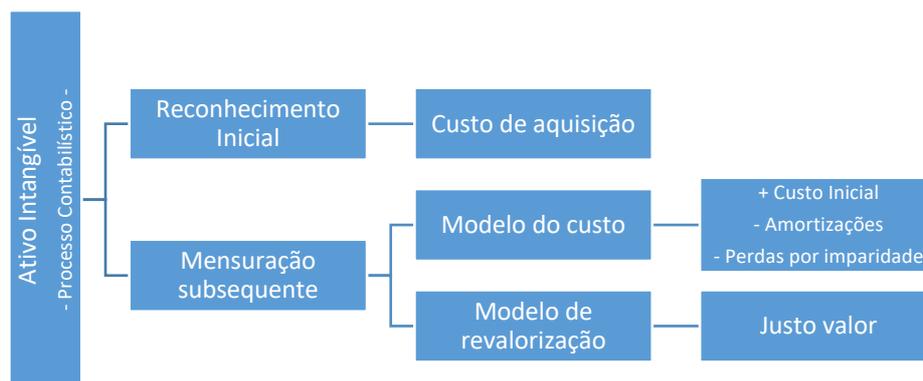


Figura 5 - Esquematização do processo de reconhecimento inicial e mensuração subsequente dos ativos intangíveis

A principal característica do modelo de revalorização é a possibilidade de mensurar os ativos intangíveis ao justo valor. Contudo, a adoção deste modelo está condicionada, à existência de um mercado ativo. A existência de um mercado ativo está dependente do cumprimento cumulativo das seguintes condições: “os itens negociados no mercado são homogêneos; podem ser encontrados em qualquer momento compradores e vendedores dispostos a vender e comprar; os preços estão disponíveis ao público” (IFRS Foundation, 2021b).

O justo valor de um ativo intangível é “a quantia pela qual um ativo pode ser trocado ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras e dispostas a isso, numa transação em que não exista relacionamento entre elas” (IFRS Foundation, 2021b). Este valor reflete as expectativas do mercado relativamente à probabilidade de que os benefícios económicos futuros associados ao ativo fluam para a empresa.

Os ativos intangíveis devem ser amortizados, de forma regular e sistemática, durante a sua vida útil e estão sujeitos a testes de imparidade (comparação entre a quantia escriturada e a quantia recuperável). Em casos excecionais em que não seja possível estimar de forma fiável a vida útil do ativo intangível (ativos com vida indefinida), a amortização do ativo deverá ocorrer com base num prazo máximo estabelecido pelo respetivo Estado-Membro da União Europeia, sendo que este prazo máximo não pode ser inferior a cinco anos nem superior a dez anos (Diretiva 2013/34/UE Do Parlamento Europeu e Do Conselho, 2013)

As empresas devem avaliar, anualmente, a existência de indícios de imparidade em ativos intangíveis. Se existirem indicações de imparidade, a empresa deve estimar a quantia recuperável do ativo e de seguida ajustar o valor escriturado, em conformidade com a quantia recuperável apurada, através do reconhecimento das respetivas perdas por imparidade.

Contudo, no contexto do futebol, as regras contabilísticas falham na produção de informação financeira útil para uma gestão eficiente dos clubes de futebol. Os aspetos qualitativos dos clubes não

são declarados nas demonstrações financeiras, situação que contribui para o aumento da diferença entre o valor contabilístico e o valor de mercado das organizações desportivas.

2.2 Indústria do futebol

O futebol é indiscutivelmente o rei de todos os desportos. É uma parte fundamental da indústria desportiva global. Durante o último século, o futebol evoluiu de um desporto nobre (praticado por entretenimento), para uma indústria lucrativa. Os clubes europeus tiveram um crescimento médio de aproximadamente mil milhões de euros por ano, durante os últimos 10 anos. Entre 2009 e 2019, as receitas operacionais cresceram 97% (UEFA, 2021).

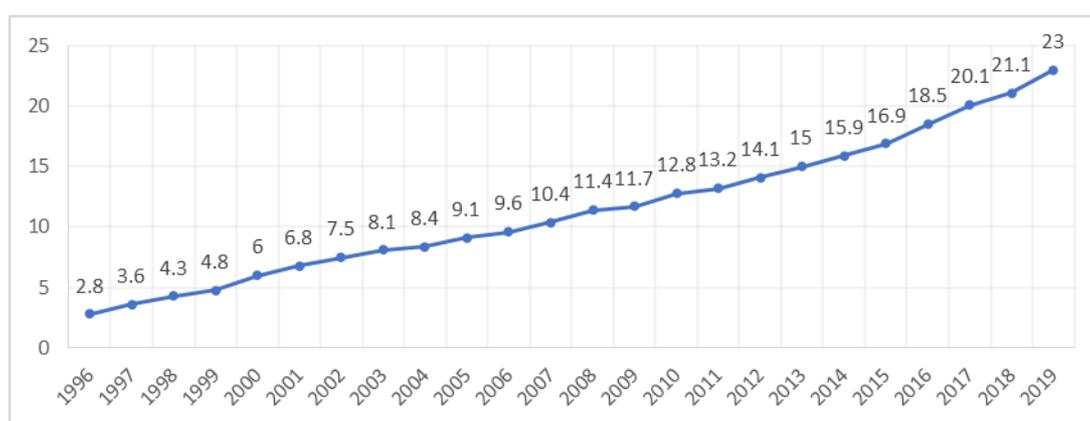


Figura 6 - Evolução das receitas operacionais dos clubes europeus (em mil milhões de euros)

Fonte: The European Club Footballing Landscape: Club Licensing Benchmarking Report - Football during the pandemic

De acordo com o relatório anual da UEFA, as receitas operacionais dos clubes europeus têm vindo a crescer de forma significativa ao longo dos últimos anos (UEFA, 2013, 2014b, 2015, 2016, 2017, 2018a, 2019, 2020, 2021), tal como ilustrado na figura 6. No ano fiscal de 2019, os clubes europeus apresentaram de forma agregada € 23 mil milhões de receitas operacionais, com a seguinte distribuição: receitas de transmissões televisivas domésticas (36%), receitas de patrocínios (22%), receitas de bilhetes (14%), receitas distribuídas pela UEFA (12%), receitas comerciais (8%) e outras receitas operacionais (8%) (UEFA, 2021). Segundo dados da UEFA, o número de clubes europeus com receitas operacionais acima de € 100 milhões subiu de 27 para 48, entre 2010 e 2016. No início dos anos 2000, contabilizavam-se apenas 10 clubes com receitas superiores a € 100 milhões (UEFA, 2018a).

Deve-se notar que as receitas operacionais não incluem as vendas de jogadores, que são refletidas separadamente nas contas dos clubes como lucros provenientes das vendas de ativos. Desta forma, referir que, em 2019, foram reportados 6,052 mil milhões de euros relativos a receitas provenientes da venda de atletas (UEFA, 2021).

Em 2019, as receitas das quatro principais ligas de futebol representam 66% das receitas do futebol europeu. A *Premier League* é a competição nacional de clubes que gera maior volume de receitas em toda a Europa, aproximadamente € 5,864 mil milhões, seguida pela *Bundesliga* (€ 3,454 mil milhões) e pela *La Liga* (€ 3,344 mil milhões). Por fim, a *Seria A* italiana ocupa o último lugar entre as quatro maiores ligas europeias, com € 2,595 mil milhões (UEFA, 2021).

Por outro lado, os gastos com pessoal dos clubes europeus têm acompanhado a tendência crescente das receitas operacionais, tal como ilustrado nas figuras 6 e 7.

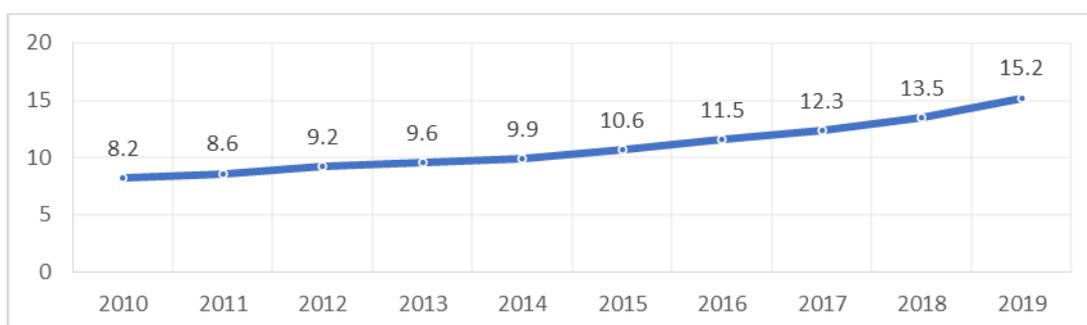


Figura 7 - Evolução dos gastos com pessoal dos clubes europeus (em mil milhões de euros)

Fonte: *The European Club Footballing Landscape: Club Licensing Benchmarking Report - Football during the pandemic*

Em 2018, os clubes europeus apresentaram de forma agregada € 20,4 mil milhões de gastos operacionais, com a seguinte distribuição: gastos com salários (66%) e outros gastos operacionais (34%) (UEFA, 2020).

O crescimento relativo dos salários nas principais ligas europeias nos últimos dois anos foi fortemente influenciado pelo crescimento das receitas de transmissões televisivas.

De acordo com o relatório anual da UEFA, 64% das receitas operacionais são utilizadas para suportar gastos com pessoal (UEFA, 2021).

O primeiro passo para a crescente comercialização do futebol foi a implementação da Lei Bosman², em 1995, que conduziu a um aumento da remuneração dos jogadores de futebol e desafiou as fronteiras das ligas nacionais de futebol na Europa (Dobson & Gerrard, 1999; Frick, 2007).

² Em 1990, o jogador de futebol belga Jean-Marc Bosman processou o seu clube de futebol (RFC Liege), Federação de Futebol Belga e UEFA no Tribunal de Justiça Europeu, alegando que o antigo artigo 17 dos regulamentos da FIFA restringia a liberdade de circulação dos trabalhadores. Após 5 anos de julgamentos, o Tribunal de Justiça Europeu deliberou de forma favorável a Bosman e obrigou a UEFA e a FIFA a mudarem os regulamentos. Dentro dos últimos 6 meses de contrato, o jogador pode negociar e assinar contrato com outro clube, sem existir a necessidade de pagamento de uma taxa de transferência por parte do clube adquirente dos direitos de exploração do jogador (Oprean & Oprisor, 2014).

Assim, durante os últimos seis meses de contrato, o jogador é declarado livre e pode negociar o seu próprio contrato com outro clube, sem necessitar de autorização prévia por parte da sua entidade patronal. Desta forma os atletas podem exigir prémios de assinatura, salários mais elevados, entre outros bónus.

O futebol entrou numa nova dimensão com a transformação dos jogadores em “mercadorias”, situação que contribuiu decisivamente para o aumento dos orçamentos dos clubes. Os gastos com pessoal aumentaram, 913% entre 1996 (€ 1,5 mil milhões) e 2019 (€ 15,2 mil milhões).

A indústria do futebol apresentou um crescimento significativo durante as duas últimas décadas, resultado da reorganização das maiores ligas de futebol (Inglaterra, Espanha, Itália, França e Alemanha), expansão das competições europeias e aumento da cobertura televisiva por parte dos media (P. E. Dimitropoulos & Tsagkanos, 2012).

Centenas de milhões de fãs em todo o mundo assistem aos jogos dos seus clubes de futebol favoritos, motivando assim as cadeias internacionais de televisão a competir pelos direitos de transmissão dos campeonatos de futebol mais populares do mundo. Assistimos à transformação de eventos como a Liga dos Campeões, Liga Europa, Campeonato da Europa ou Campeonato do Mundo em fenómenos desportivos extremamente lucrativos, com grande impacto ao nível macroeconómico (Oprean & Oprisor, 2014).

As receitas de direitos televisivos nas quatro maiores ligas europeias aumentaram € 5,268 mil milhões (166%), entre a época de 2009/10 e as projeções para a época de 2020/21 (UEFA, 2017 e 2020). Dobson et al. (2001) sugeriram que a cobertura dos media é uma característica fundamental da identidade organizacional do clube de futebol e um fator decisivo sobre a natureza do futebol como produto comercial.

Os adeptos são os espectadores e ouvintes dos media, criando valor para o tempo de publicidade. Por outro lado, os media constituem um dos principais determinantes da assistência em jogos (Baimbridge et al., 1996) e ajudam os adeptos a estabelecer uma relação emocional de apoio ao clube de futebol, além de aproximarem os adeptos do clube em momentos de competição.

No contexto da liga australiana de futebol, Pinnuck e Potter (2006) documentaram um impacto positivo das assistências nas receitas. Existe algum consenso na literatura sobre a importância dos adeptos no desempenho e na viabilidade dos clubes de futebol (P. Dimitropoulos et al., 2016; Kennedy, 2013; Scafarto & Dimitropoulos, 2018).

Segundo Lago e Baroncelli (2006), os principais clubes de futebol são os destinatários da maioria das receitas de direitos televisivos que existem para distribuir, uma vez que a atribuição destas receitas ocorre em função da classificação obtida no campeonato. Contudo, os autores Nicoliello e Zampatti (2016) defendem que as receitas de direitos televisivos não contribuem significativamente para a geração de lucros.

Na época 2016/2017, pela primeira vez na história do futebol europeu, 11 clubes apresentaram assistências anuais em jogos, em casa para a liga nacional, superiores a um milhão de espectadores (UEFA, 2019).

| # | Clube | País | Média | Total |
|----|-------------------|------------|--------|-----------|
| 1 | Barcelona | Espanha | 78 034 | 1 482 646 |
| 2 | Manchester United | Inglaterra | 75 290 | 1 430 510 |
| 3 | Borussia Dortmund | Alemanha | 79 653 | 1 354 101 |
| 4 | Real Madrid | Espanha | 69 426 | 1 319 094 |
| 5 | Bayern Munique | Alemanha | 75 000 | 1 275 000 |
| 6 | Arsenal | Inglaterra | 59 957 | 1 139 183 |
| 7 | West Ham United | Inglaterra | 56 972 | 1 082 468 |
| 8 | Celtic FC | Escócia | 54 726 | 1 039 794 |
| 9 | Schalke 04 | Alemanha | 60 703 | 1 031 951 |
| 10 | Manchester City | Inglaterra | 54 019 | 1 026 361 |
| 11 | Liverpool | Inglaterra | 53 016 | 1 007 304 |

Figura 8 - Ranking dos 11 clubes europeus com mais de 1 milhão de espectadores nos jogos do campeonato na época de 2016/2017

Fonte: *The European Club Footballing Landscape: Club Licensing Benchmarking Report Financial Year 2017*

Storm (2012) argumenta que os clubes de futebol na Europa têm fortes ligações sociais e emocionais com as comunidades locais porque se estabeleceram como marcadores de identidade. Em 2014/15, o Manchester United tornou-se o clube inglês com maior número de seguidores nas redes sociais, tendo ultrapassado a marca dos 100 milhões de seguidores, distribuídos pelas várias redes, sendo que 15% destas conexões são baseadas na China (Deloitte, 2016). As redes sociais permitem aos clubes fomentar relações emotivas com a comunidade, sem barreiras geográficas ou linguísticas. Recentemente, no âmbito da crise do COVID-19, verificámos a importância das redes sociais, uma vez que durante o período de confinamento representaram a única forma dos clubes comunicarem com os seus fãs. A associação entre o número de seguidores nas redes sociais e as receitas geradas pelos clubes é descrita pela consultora Deloitte (2016), com o apoio do gráfico da figura 9.

Os adeptos são uma grande fonte de receita para os proprietários de clubes de futebol (Gerrard, 2005), gerando receitas através da compra de bilhetes e *merchandising* do clube e os proprietários podem reinvestir parte dessa receita para melhorar o desempenho atlético do clube e assim, satisfazer as necessidades dos fãs. O crescimento significativo da indústria contribuiu para a criação de fluxos de caixa adicionais. O crescimento das receitas dos clubes é favorável para os media, uma vez que parte dos fluxos de caixa são reinvestidos no clube, aumentando assim a qualidade do produto comercial distribuído pelos media.



Figura 9 - Relação entre o número de seguidores nas redes sociais e as receitas operacionais, dos 10 clubes com mais receitas do futebol mundial na época de 2014/15

Fonte: Football Money League: Top of the table

Adicionalmente, a internacionalização dos mercados e a possibilidade de propriedade direta são fatores que também contribuíram para um aumento do número de investidores estrangeiros nos grandes clubes de futebol europeus. Contudo, o comportamento dos acionistas relativamente ao mercado de ações dos clubes de futebol é peculiar quando comparado com outros mercados, uma vez que a aquisição de pequenas participações em clubes de futebol têm sido maioritariamente motivadas por aspetos não financeiros, tais como a ligação afetiva do acionista ao clube ou o sentimento de dever em fornecer apoio financeiro ao seu clube (Morrow, 2013), contribuindo assim para uma estratégia de “comprar e manter” ações, tornando a função tradicional das demonstrações financeiras de informar e apoiar a tomada de decisões dos investidores amplamente irrelevante.

Esta ligação entre o futebol e a vertente comercial do negócio contribuiu para a evolução dos clubes de futebol de associações desportivas locais para empresas que operam sob critérios financeiros, desta forma o valor dos clubes disparou para milhões de euros.

O desempenho financeiro tornou-se uma das narrativas dominantes no futebol mundial, com comentários regulares sobre o sucesso ou fracasso financeiro dos clubes. O futebol passou a ser analisado como um negócio, uma vez que os clubes começaram a ser vistos pelos principais agentes como negócios (Morrow, 2013).

No entanto, apesar do aumento significativo das receitas, o desempenho financeiro, em particular os níveis de endividamento, de muitos clubes de elite em toda a Europa atravessaram um período muito complicado (Beech et al., 2010; Hamil & Walters, 2010; Lago et al., 2006; UEFA, 2010, 2013, 2014b, 2014a).

Através da análise da estrutura de rendimentos e gastos dos clubes de futebol europeus, observamos que a tendência de comercialização crescente teve um impacto negativo na sustentabilidade do futebol em toda a Europa.

Adicionalmente, Dimitropoulos e Limperopoulos (2014) argumentam que o aumento de receitas de direitos televisivos fornece um estímulo aos gestores para aumentarem o investimento, logo, o aumento de receitas nem sempre conduz à formação de lucros.

De acordo com Andreff (2006), a tendência de comercialização levou os gestores a gastar enormes quantias de dinheiro em jogadores talentosos conduzindo os clubes a situações de investimento excessivo que, por sua vez, criaram problemas de liquidez, rentabilidade e sustentabilidade, por exemplo em 2008 e 2009 os níveis de crescimento da massa salarial foram significativamente superiores aos níveis de crescimento da receita operacional (UEFA, 2018a). Outros autores chegam a conclusões similares, defendendo que nem sempre o aumento de receitas conduz à formação de lucros (P. E. Dimitropoulos & Limperopoulos, 2014; P. E. Dimitropoulos & Tsagkanos, 2012).

Lago et al. (2006), Frick e Prinz (2006), Barros (2006), Barajas e Rodríguez (2010), Szymanski (2010) são alguns dos estudos que indicam a dimensão da instabilidade financeira que caracterizou os clubes e ligas de futebol em toda a Europa.

Barajas e Rodríguez (2010) utilizam como amostra as duas primeiras divisões do futebol espanhol para expor as deficiências estruturais do modelo de negócios espanhol, já que mais de um terço dos clubes apresentam níveis de endividamento que excedem o valor dos seus ativos, enquanto a dívida da maioria dos clubes excede as suas receitas totais. Baroncelli e Lago (2006) chegam a conclusões semelhantes para o campeonato italiano.

Na Europa, com exceção da Alemanha, todas as ligas de futebol enfrentaram desafios financeiros profundos. Os organismos nacionais alemães exerceram um poderoso controlo financeiro sobre os clubes. Desta forma os seus défices e, conseqüentemente, as suas dívidas são bastante limitadas.

A acumulação de dívidas dos clubes de futebol europeus obrigou as autoridades responsáveis a tomarem medidas para a limitação dos défices financeiros. Por exemplo, em 2012, os 235 clubes que participaram nas competições europeias gastaram 15% mais do que ganharam (UEFA, 2014b). Com a dívida agregada dos clubes a representa vários milhões de euros, e com muitos clubes europeus ameaçados pela falência. A União Europeia das Federações de Futebol (UEFA), o órgão administrativo e controlador do futebol na Europa, foi obrigado a tomar medidas para proteger a viabilidade dos clubes de futebol na Europa, criando o regulamento sobre o Financial Fair Play³ (UEFA, 2010). Teoricamente,

³ O objetivo deste regulamento é promover a disciplina e racionalidade na gestão financeira dos clubes, incentivar os clubes a gastar de acordo com suas receitas, realizar investimentos de longo prazo em infraestruturas, garantir a liquidação do passivo dentro dos prazos acordados e, ao mesmo tempo, proteger a viabilidade a longo prazo do futebol europeu.

O resultado operacional de cada período é medido pela diferença entre o rendimento relevante e as despesas relevantes, tendo por base a informação contida nas demonstrações financeiras dos últimos três anos. De acordo com os critérios financeiros, os clubes de futebol são obrigados a aplicar os regulamentos internacionais de contabilidade e relatórios financeiros (com referência às Normas Internacionais de Relato Financeiro). O rendimento relevante e as despesas relevantes são definidos no regulamento. De forma a promover a realização de investimentos a longo prazo, a UEFA estabelece que as despesas relevantes não incluem “depreciação /

as regras da UEFA procuravam promover a igualdade financeira e reequilibrar as competições europeias (Drut & Raballand, 2012).

O cumprimento das regras do *Financial Fair-Play* (FFP) é monitorizado por um painel de especialistas. No que diz respeito às punições para quem infringir as regras, a Comissão Disciplinar da UEFA tem o poder de impor penalidades aos clubes incumpridores: de multas a pontos de penalização, até à expulsão das competições europeias. Michel Platini, presidente da UEFA à data da implementação do regulamento FFP, descreveu a necessidade de estagnar os gastos excessivos como "uma questão de sobrevivência para o futebol" e acrescentou: "os clubes vão cumprir ou não vão jogar" (Drut & Raballand, 2012). Em 2015, o Dínamo de Moscovo foi o primeiro clube a ser suspenso das competições europeias pelo incumprimento das regras da UEFA (UEFA, 2015). Nos últimos anos, vários clubes de grande dimensão têm sido alvo de ação disciplinar e controlo rígido por parte da UEFA, como por exemplo o Manchester City e PSG.

Contudo, as críticas ao regulamento implementado pela UEFA, rapidamente começaram a surgir. Alguns autores sugerem que os regulamentos podem ser dinamicamente ineficientes. Madden (2015) junta-se às críticas levantando dúvidas sobre a vantagem dos regulamentos para os adeptos, proprietários e futebolistas.

Este regulamento implica a existência de uma relação implícita entre a saúde financeira e o sucesso desportivo, pelo menos para toda a indústria do futebol europeu a longo prazo, ou seja, os clubes estão divididos entre o sucesso desportivo de curto prazo e a solvência financeira geral de longo prazo exigida pelo principal órgão regulador (Acero et al., 2017).

De acordo com Garcia-del-Barrio e Szymanski (2009), a crise financeira verificada no futebol europeu resulta do desejo dos gestores em melhorar o sucesso desportivo do clube (através do investimento em atletas) independentemente do resultado financeiro, esta abordagem de gestão é apelidada de *Utility Maximization* (UM). À medida que aumenta o investimento em contratos de jogadores por parte dos gestores dos clubes de futebol, o clube agrava a sua situação financeira, desta forma, podemos afirmar que as decisões tomadas pelos gestores não são baseadas em padrões económicos, o que confirma a teoria apresentada por Garcia-del-Barrio e Szymanski e vários outros investigadores de que os clubes de futebol europeus pretendem maximizar o desempenho atlético e não o financeiro. Esta

deterioração de ativos fixos tangíveis, amortização / imparidade de ativos fixos intangíveis (exceto direitos de exploração de atletas), despesas com atividades de desenvolvimento de jovens, despesas com atividades de desenvolvimento comunitário, quaisquer outros itens não monetários, custos de financiamento diretamente atribuíveis à construção de ativos fixos tangíveis, despesas de impostos ou certas despesas de operações não relacionadas com futebol" (UEFA, 2010).

O cumprimento dos regulamentos é requisito obrigatório para o licenciamento dos clubes europeus nas competições organizadas pela UEFA, situação que contribuiu para a redução de assimetrias nacionais.

forma de gerir os clubes não pode continuar sem afetar a viabilidade económica e financeira do futebol europeu.

A abordagem *UM* deve ser entendida como uma abordagem de gestão que visa a maximização da vitória. A vitória não é um objeto de negócio, mas um objetivo operacional do clube. Desta forma, o clube procura maximizar a probabilidade de vitória. A maximização da probabilidade de vitória só é possível comprando jogadores talentosos e incrementando a massa salarial do plantel.

Por outro lado, nos Estados Unidos da América os clubes procuram maximizar o lucro, através da adoção de uma abordagem *Profit Maximization (PM)*, ou seja, os clubes americanos funcionam numa ótica empresarial desenvolvendo estratégias para otimizar os resultados financeiros.

Desta forma, podemos analisar a política de FFP como a primeira regulamentação do futebol europeu que tenta transformar a abordagem de gestão focada na maximização do desempenho desportivo (*UM*), numa abordagem direcionada para a otimização do desempenho financeiro dos clubes (*PM*).

De acordo com o relatório publicado anualmente pela UEFA, os clubes europeus têm vindo a melhorar o seu desempenho financeiro, sendo que o regulamento FFP é apresentado como um instrumento impulsionador da recuperação financeira do futebol europeu.

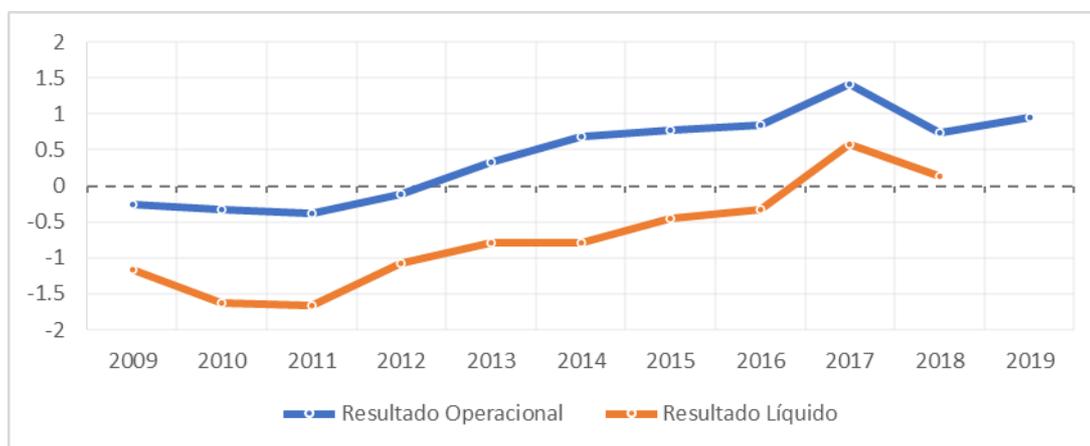


Figura 10 - Resultado operacional e resultado líquido dos clubes europeus (em mil milhões de euros)

Fonte: *The European Club Footballing Landscape: Club Licensing Benchmarking Report - Football during the pandemic*

Nota: A UEFA no último relatório publicado não divulgou o Resultado Líquido para o exercício de 2019

A tendência de melhoria na lucratividade dos clubes europeus é uma constante desde 2011/12. A evolução é visível, quando comparada com os resultados operacionais negativos de € 1.08 mil milhões registados no somatório dos anos 2009 a 2012.

Para além, dos aspetos já abordados neste capítulo que contribuíram para o aumento das receitas dos clubes de futebol, e consequentemente suportaram a melhoria dos resultados financeiros, como por exemplo o aumento das receitas televisivas. Importa destacar a já referida mudança de abordagem

de gestão ocorrida no interior dos clubes, na sequência da implementação do regulamento FFP. Durante cinco anos, entre 2008 e 2012, o crescimento da massa salarial superou o crescimento do volume de negócios (UEFA, 2014b). Esta tendência foi revertida em 2013, com os clubes europeus a apresentarem um ritmo crescimento superior das receitas operacionais face à massa salarial. A desaceleração do ritmo de crescimento da massa salarial e o ligeiro aumento do ritmo de crescimento da receita, potenciaram o reequilíbrio financeiro dos clubes europeus.

O papel desempenhado pela UEFA, ao nível do controlo financeiro dos clubes, contribui para a melhoria dos balanços dos clubes, através da limitação dos défices anuais. Os balanços dos clubes europeus são significativamente mais saudáveis no ano fiscal de 2018 do comparados com a situação registada em 2010, momento em que o FFP foi apresentado pela UEFA.

A melhoria do desempenho financeiro dos clubes europeus é influenciada pela evolução do investimento em ativo fixo tangível e intangíveis. A estrutura de ativo reconhecida no balanço dos clubes de futebol europeus cresceu significativamente, o ativo aumentou em € 15,8 mil milhões, entre 2010 e 2018 (UEFA, 2020).

Em relação aos atletas, em 2018, o valor reconhecido em balanço superou pela primeira vez o valor do ativo tangível (UEFA, 2021), situação que demonstra a natureza intangível da indústria do futebol, e evidencia a importância das normas contabilísticas no reconhecimento dos atletas como ativos intangíveis, situação que vamos analisar com detalhe na secção 2.3.

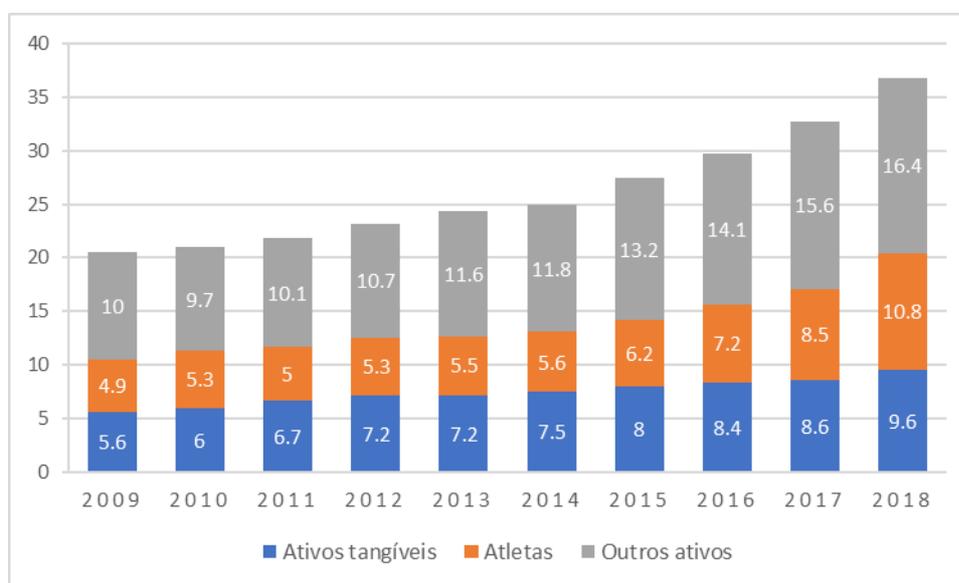


Figura 11 - Evolução da estrutura de ativo dos clubes europeus entre 2009 e 2018 (em mil milhões de euros)

Fonte: The European Club Footballing Landscape: Club Licensing Benchmarking Report - Football during the pandemic

2.3 Os recursos intangíveis na indústria do futebol

O principal componente do desporto é o fator humano (jogadores, treinadores, estrutura técnica, diretores e gestores), contudo as normas contabilísticas tradicionais são ineficientes para avaliar esta importante componente da indústria do futebol (Shareef & Davey, 2005).

Na área económica e financeira do futebol, existe um consenso geral de que o ativo principal de um clube de futebol é o ativo humano, em concreto a propriedade exclusiva dos direitos de exploração de jogadores de futebol (Lozano & Carrasco Gallego, 2011; Rowbottom, 2002). No futebol, pode-se argumentar que a maior parte das receitas depende do “talento” do ativo humano.

Um dos principais problemas das comunicações financeiras dos clubes de futebol está estritamente relacionado com a divulgação dos futebolistas nas demonstrações financeiras. Os direitos contratuais para explorar o desempenho dos futebolistas representam o principal ativo de muitas equipas de futebol profissional.

O direito de exploração do desempenho dos futebolistas é definido como o vínculo entre o atleta e o clube, confere ao clube o direito de explorar o desempenho desportivo do atleta, por um determinado período de tempo e pode ser vendido pelo clube caso o futebolista seja transferido para outro clube. A maioria dos investigadores concordam em reconhecer esses direitos como ativos intangíveis porque o clube de futebol que os explora, fá-lo exclusivamente com o objetivo de obter benefícios económicos futuros (Maglio & Rey, 2017). Desta forma, verificamos a existência de uma ideia generalizada, entre a comunidade científica, de que os direitos de exploração do desempenho desportivo dos atletas cumprem todos os requisitos para serem reconhecimentos como ativos, conforme definido pela IAS 38:

- ☉ Os **benefícios económicos futuros** derivados da aquisição de direitos de exploração do desempenho desportivo de jogadores de futebol são inúmeros, como por exemplo, obtenção de receitas de bilheteria, patrocínios, direitos de media e merchandising. Nos últimos anos, podemos observar vários episódios que demonstraram que os jogadores mais “famosos” podem aumentar as receitas de um clube. De acordo com o jornal desportivo italiano *Tuttosport*, na sequência da transferência de Cristiano Ronaldo para a Juventus (10 de julho de 2018), o clube vendeu mais camisolas em dois meses, do que em toda a temporada anterior, números que superaram amplamente as previsões feitas para a temporada.
- ☉ A **identificabilidade** é preenchida quando os direitos de exploração são separáveis para poderem ser vendidos no mercado a outro clube e resultam de acordos ou outros direitos legais.
- ☉ O **controlo** dentro da indústria do futebol é a questão mais crítica. As mudanças no sistema de transferências acordadas entre a UEFA, a FIFA e a Comissão Europeia levaram a uma maior liberdade de movimento dos futebolistas, ainda assim, no momento da inscrição do contrato de

trabalho nos órgãos de regulação nacionais e internacionais, o clube adquire os direitos federativos e a licença para utilização do atleta nas competições em que o clube está inserido. Os direitos de utilização dos jogadores derivam de contratos e podem ser contabilizados como um ativo intangível. Consequentemente, o sistema de Licenciamento de Clubes da UEFA obriga, os clubes que adotarem a política de capitalização, a amortizar os custos capitalizados ao longo da duração do contrato, de forma constante.



Figura 12 - Processo contábilístico de registo dos direitos de exploração de um jogador

Além disso, como visto acima, os direitos dos jogadores são reconhecidos no balanço, como ativos intangíveis, pelo que os clubes de futebol devem verificar a existência de potenciais perdas por imparidade, conforme determinado pela UEFA (UEFA, 2018b) e pelo IAS 36 (IFRS Foundation, 2021a).

O processo de amortização deve começar quando o jogador é adquirido. Os direitos de exploração do atleta são amortizados ao longo da duração do respetivo contrato até ao valor residual estimado, de acordo com as recomendações do IAS 38. O método utilizado para a depreciação dos direitos dos jogadores pode ser o método linear (quotas constantes) ou o método das quotas decrescentes. Contudo, a IAS e a IFRS consideram o método linear como o único método aceitável quando não é possível determinar com segurança os benefícios obtidos com um ativo intangível, situação que ocorre na indústria do futebol, atendendo às especificidades do ativo (IFRS Foundation, 2021b, 2021a).

A UEFA (2018b) concorda sobre a obrigatoriedade do teste de imparidade para os direitos de exploração dos jogadores. Em termos práticos, se o valor recuperável de um jogador for inferior ao valor contábilístico registado no balanço, a quantia escriturada deve ser ajustada ao valor recuperável e o ajustamento reconhecido como gasto ou rendimento. Consequentemente, os clubes devem realizar um teste anual de imparidade.

Tal como referido na secção “Reconhecimento e mensuração do ativo intangível”, para a realização de testes de imparidade é essencial a existência de um mercado de referência, que no setor do futebol é chamado de “mercado de transferências”, no qual é possível estimar o justo valor de um atleta, com base nas informações disponíveis e nas possíveis propostas recebidas pela equipe detentora dos direitos do atleta. Desta forma, é possível determinar o valor recuperável de um jogador.

Por exemplo, quando um jogador decide deixar a atividade profissional devido a lesão ou intenção pessoal, o clube de futebol que explora o seu desempenho deve reconhecer na demonstração de resultados - como perda por redução do justo valor do ativo intangível relacionado – o valor do ativo

líquido de depreciações, porque não irá continuar a obter benefícios económicos futuros associados ao jogador.

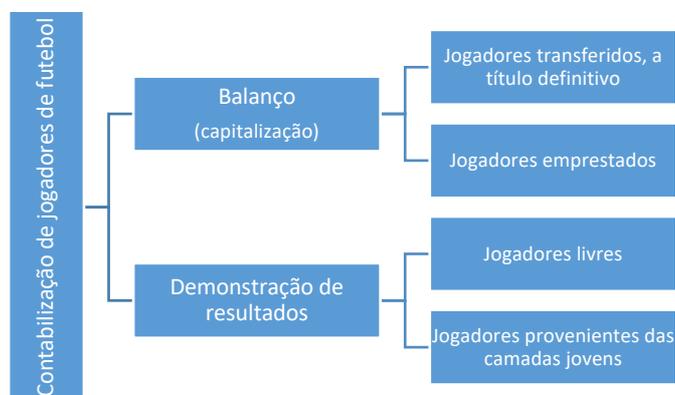


Figura 13 - Processo contábilístico de reconhecimento de um jogador de futebol

Apesar da importância dos atletas no desempenho dos clubes, apenas no caso de jogadores registados em consequência de uma transferência é possível divulgar uma avaliação credível do valor de mercado do jogador, tendo em conta o pagamento efetuado ao clube de origem do atleta. O valor contábilístico dos direitos corresponde à quantia paga (Maglio & Rey, 2017). De acordo com a IAS 38, o custo de aquisição inscrito no balanço deverá incluir todos os custos associados à transferência (custos com agentes, prémios de assinatura, entre outros).

No âmbito do empréstimo de atletas entre clubes, a empresa cedente mantém o direito de utilização inscrito no seu ativo e continua a amortizá-lo com base na duração do contrato. Simultaneamente, o mesmo clube obtém um ganho, relacionado com a cedência temporária do atleta, resultado das taxas pagas pelo clube cessionário.

Por outro lado, o reconhecimento dos custos de aquisição relacionados com jogadores livres representa um desafio para a contabilidade, ao nível do processo de valorização do ativo, porque o clube comprador não apresenta uma contrapartida explícita pela compra dos direitos, uma vez que no final do contrato, o registo do atleta pode ser negociado livremente pelo próprio, ou seja, qualquer clube pode adquirir o atleta sem necessitar efetuar um pagamento ao clube de origem (Maglio & Rey, 2017). Assim, os jogadores livres não cumprem os requisitos necessários para serem registados como ativos, uma vez que não existe uma base confiável para estabelecer uma avaliação, desta forma recomenda-se o registo do salário e outros gastos associados na demonstração de resultados.

Os gastos associados a atletas promovidos das camadas jovens do clube até à equipa profissional de futebol, geralmente designados como jogadores gerados internamente, devem ser reconhecidos diretamente na demonstração de resultados. A impossibilidade de capitalização dos custos associados aos jogadores gerados internamente é verificada pelos critérios de reconhecimento definidos pela IAS

38, que proíbe a capitalização de custos de ativos intangíveis gerados pela própria empresa (Maglio & Rey, 2017). Adicionalmente, Oprean e Oprisor (2014) argumentam que os jogadores menores de idade não podem assinar contratos profissionais, assim os clubes não têm controlo sobre esses jogadores.

A UEFA (UEFA, 2018b) concorda com esta visão, estabelecendo claramente nos seus regulamentos que somente os custos diretos de aquisição de um jogador podem ser capitalizados e devem ser depreciados ao longo de sua vida útil, deixando à margem do balanço os jogadores formados internamente.

Lozano e Carrasco Gallego (2011) demonstraram que ignorar os custos dos jovens jogadores pode resultar numa enorme lacuna entre o valor contabilístico do clube e o seu valor de mercado, utilizando como exemplo o plantel do F.C. Barcelona, eles demonstraram que alguns jogadores como Lionel Messi, Iniesta, Sergio Busquets, Gerard Piqué não eram capitalizados no balanço porque tinham sido formados nas camadas jovens do clube, logo nenhuma taxa de transferência foi paga quando eles integraram a equipa profissional de futebol. Esta equipa do F.C. Barcelona venceu várias competições e o valor de mercado dos atletas cresceu significativamente ao longo dos anos, contudo o valor contabilístico é nulo até ao momento da venda.

A contabilização dos jogadores fornece informações em relação ao seu valor de venda, contudo não é uma avaliação particularmente exata. Os jogadores vendidos no ano fiscal de 2016 por € 3,7 mil milhões, à data da venda estavam reconhecidos no balanço dos seus clubes por apenas € 1 mil milhão (UEFA, 2018a).

Em resultado das dificuldades em reconhecer o valor real dos futebolistas nas demonstrações financeiras, os resultados dos estudos que analisaram a influência dos direitos de exploração dos futebolistas na performance financeira dos clubes foram inconclusivos (Scafarto & Dimitropoulos, 2018).

2.4 O papel dos recursos intangíveis no desempenho financeiro

No âmbito da economia do conhecimento, a criação de valor assenta principalmente em recursos intangíveis, tendo um papel de maior destaque, em relação aos recursos físicos ou financeiros.

O capital intelectual é considerado um recurso intangível essencial para o sucesso do negócio e é visto como a principal fonte de vantagem competitiva sustentável (Chen et al., 2005; Edvinsson & Malone, 1997; Lev, 2004; Maditinos et al., 2011; Subramaniam & Youndt, 2005).

A década de 1990 e o início dos anos 2000 foram marcados por uma onda de atividade no estudo do capital intelectual (Bontis et al., 2000; Edvinsson & Malone, 1997; Edvinsson & Sullivan, 1996; Ordóñez de Pablos, 2003; Schiuma & Lerro, 2008; Subramaniam & Youndt, 2005; Youndt et al., 2004; Yun & Hyo, 2006).

Os investigadores na área da estratégia sugeriram que os recursos intangíveis são as fontes mais prováveis de sucesso da empresa, porque não são facilmente adquiridos e replicados nos mercados (Kamasak, 2017).

De acordo com Barney (1991), recursos que são valiosos, raros, inimitáveis e não substituíveis têm o potencial de fornecer às empresas uma vantagem competitiva sustentável. O autor defende que apenas os recursos que são intangíveis por natureza possuem esses critérios. Consequentemente, dada a sua natureza única, os recursos intangíveis devem ter um impacto maior no sucesso da empresa do que os ativos tangíveis.

A relação entre os recursos intangíveis e o desempenho financeiro e de mercado das empresas despertou o interesse crescente de académicos e profissionais nas últimas duas décadas. O reconhecimento mundial da importância do capital intelectual e sua popularidade confirmou-o como uma disciplina académica.

A literatura sobre a relação entre capital intelectual e desempenho financeiro inclui diversos trabalhos de investigação em diferentes setores de atividade, diferentes países e considerando diferentes metodologias de mensuração do capital intelectual, sendo que a maioria dos estudos documentam um efeito positivo e significativo do capital intelectual na performance financeira da empresa (Bontis et al., 2018; Chen et al., 2005; Janošević et al., 2013; Maditinos et al., 2011; Nimtrakoon, 2015; Rahman, 2012; Sardo & Serrasqueiro, 2018).

Firer e Mitchell Williams (2003) analisaram a relação entre o capital intelectual e as medidas tradicionais de desempenho da empresa (*ROA* e *ROE*), de 75 empresas sul africanas, e não encontraram qualquer relação, contudo Chen et al. (2005), aplicando a mesma metodologia, no contexto das empresas cotadas de Taiwan, concluíram que o capital intelectual tem um impacto significativo na rentabilidade.

Maditinos et al. (2011) investigaram a relação entre o capital intelectual e o desempenho financeiro empresarial de empresas cotadas na bolsa de Atenas. Eles revelaram que apenas o capital humano apresenta uma relação estatisticamente significativa com o desempenho financeiro.

Rahman (2012) estudou 100 empresas cotadas, e concluiu que uma organização com maior eficiência na gestão do capital intelectual tende a apresentar um melhor desempenho.

Utilizando a metodologia VAIC e cinco medidas de desempenho tradicionais, Janošević et al. (2013) identificaram a ausência de relação entre o uso eficiente do capital intelectual e o lucro, a receita operacional e o resultado operacional. Segundo os autores, o capital intelectual apenas afeta a rentabilidade (*ROE* e *ROA*).

No estudo conduzido por Nimtrakoon (2015) em cinco países da ASEAN (Indonésia, Malásia, Filipinas, Singapura e Tailândia) foi identificado o efeito significativo e positivo do capital intelectual no desempenho financeiro das empresas, em todos os países.

Em 2018, Bontis et al. (2018) utilizando uma amostra de 151 empresas do setor social, em Itália, relataram a influência do capital humano no desempenho económico, contudo não identificaram relação entre o capital estrutural e o desempenho das empresas. Evidência contraditória com a maioria dos estudos que identificam associação de todas as componentes do capital intelectual com a performance da empresa. No mesmo ano, Sardo e Serrasqueiro (2018) estudaram a influência do capital intelectual no desempenho financeiro e no valor de mercado das empresas em 14 países da Europa ocidental. Os autores descobriram uma relação positiva entre oportunidades de crescimento e desempenho financeiro, sendo que esta relação é intensificada pelo uso eficiente do capital intelectual.

No contexto das 30 maiores companhias aéreas do mundo, Lopes et al. (2016) documentaram a influência do capital humano e estrutural no volume de negócios. Recentemente, Lopes (2019) obteve resultados similares no âmbito das maiores empresas tecnológicas do mundo.

Embora a maioria das pesquisas mencionadas acima tenham encontrado relacionamentos positivos, algumas pesquisas identificaram pouco ou nenhum relacionamento, enquanto outras encontraram resultados contrários às expectativas.

Utilizando dados das empresas cotadas na Bolsa de Valores de Hong Kong, Chan (2009) também não encontrou relação entre o capital intelectual e quatro medidas de desempenho financeiro. Apenas uma relação moderada entre o capital intelectual e as medidas de rentabilidade.

Morariu (2014) utilizou o modelo VAIC para determinar o desempenho do capital intelectual das empresas romenas e investigou a relação entre esse desempenho e o desempenho empresarial, que foi medido através da rentabilidade, produtividade e valor de mercado. Os resultados indicaram uma relação negativa significativa entre o VAIC e o valor de mercado.

Por fim, podemos observar que não existe um consenso em relação à correlação entre o capital intelectual e o desempenho financeiro das empresas, contudo os estudos em que foram analisadas empresas de economias desenvolvidas, os resultados empíricos são maioritariamente positivos ao nível da correlação entre o capital intelectual e o desempenho financeiro.

2.4.1 O papel dos recursos intangíveis na performance financeira dos clubes de futebol

O conceito de capital intelectual não é encontrado apenas nos setores baseados em conhecimento e tecnologia. A indústria do futebol representa um campo de investigação privilegiado para estudar a relação entre os recursos intangíveis e o desempenho financeiro, devido às suas características estruturais.

Na indústria do desporto, os ativos tangíveis têm uma importância reduzida sobre o valor de mercado de um clube. As fontes intangíveis tornam-se cada vez mais importantes na criação de valor. O valor real de um clube resulta maioritariamente da popularidade e da lealdade dos seus adeptos, do

talento dos atletas, da experiência da equipa técnica entre outros ativos “ocultos” que as normas contabilísticas estabelecidas são ineficientes em reconhecer. Os clubes de futebol possuem recursos maioritariamente intangíveis.

De acordo com Yang e Sonmez (2005), os clubes de futebol não são diferentes de qualquer outra grande empresa de sucesso em termos de estrutura de ativos, que inclui ativos tangíveis e intangíveis. Ainda assim, os jogadores profissionais de futebol apresentam características distintas dos colaboradores de outros setores de atividade, porque devido à sua importância, a maioria dos fundos disponíveis são investidos na contratação ou formação de talento.

Na área de estudo económico e financeiro do futebol, existe um consenso de que o principal ativo de um clube de futebol é o ativo humano e mais exatamente a propriedade exclusiva dos direitos de registo de jogadores de futebol (Lozano & Carrasco Gallego, 2011; Rowbottom, 2002).

O futebol profissional oferece um cenário ideal para explorar as implicações dos investimentos em capital humano, primeiro porque é uma indústria intensiva em capital humano e, segundo, porque as empresas de futebol profissionais são únicas em reconhecer investimentos em capital humano como ativos no balanço (Rowbottom, 2002).

Os estudos académicos realizados indicaram que quanto maior o investimento em contratos com jogadores, melhor é o desempenho do clube em campo (P. E. Dimitropoulos & Limperopoulos, 2014).

O futebol inglês é o principal foco de estudo por parte de investigadores, devido à relevância da liga inglesa no contexto do futebol mundial. Neste âmbito, os estudos realizados por Hoehn e Szymanski (1999), Szymanski e Smith (2010) e Gerrard (2010) documentaram, para diferentes períodos, que existe uma associação positiva significativa entre os gastos com pessoal e o desempenho desportivo⁴.

Utilizando uma amostra de 20 clubes do futebol grego, Dimitropoulos e Limperopoulos (2014) descobriram que o valor do investimento anual em atletas apresenta uma relação positiva com o sucesso desportivo. Anteriormente, Frick e Simmons (2008) apresentaram resultados similares, no contexto do futebol inglês e alemão respetivamente.

Noutras modalidades desportivas, as conclusões foram idênticas, Wiseman e Chatterjee (2003) estudaram a relação entre gastos com salários de atletas e o desempenho desportivo na *Major League*

⁴ O desempenho desportivo é o principal objetivo dos clubes de futebol europeus (Garcia-del-Barrio & Szymanski, 2009), tendo em conta a necessidade de corresponderem às expectativas dos adeptos e patrocinadores. Ao longo da revisão de literatura verificamos que os autores utilizam vários termos para este conceito, nomeadamente: sucesso desportivo, desempenho atlético ou sucesso atlético. O desempenho desportivo pode ser medido ao nível nacional ou internacional, isto é, o sucesso desportivo dos clubes resulta das vitórias alcançadas em jogos do campeonato nacional ou das competições europeias e, consequentemente dos títulos conquistados. O expoente máximo do sucesso atlético de um clube, a nível nacional, é a conquista do campeonato e, a nível europeu, é a conquista da Liga dos Campeões.

Baseball no período 1985-2002 e documentaram que quanto maiores os gastos com salários, melhor o desempenho desportivo da equipa.

A indústria do futebol é um setor de capital humano intensivo, já que quase todas as operações exigem o envolvimento do capital humano. Contudo, os clubes de futebol não dependem apenas do capital humano para atingir os seus objetivos. É importante investir em recursos intangíveis que servem de base para atrair, reter e desenvolver as competências dos colaboradores integrados no clube. Estes recursos intangíveis representam a cultura desportiva do clube, o conhecimento, ou seja, o capital organizacional. Por outro lado, o capital relacional compreende a relação com os adeptos, media, comunidade local, outras equipas e demais relações que acrescentem valor ao clube. Os adeptos são provavelmente o principal *stakeholder* de um clube de futebol, uma vez que estes representam a principal fonte de receitas para os clubes e para outros agentes presentes na indústria.

De acordo com Andrikopoulos e Kaimenakis (2009), o desempenho desportivo está no centro da criação de valor de um clube de futebol. Adicionalmente, os autores identificaram três dimensões intangíveis de análise e desempenho organizacional, decorrentes da natureza atlética dos clubes de futebol: os adeptos, os investidores/acionistas e os media.

O sucesso atlético continua a ser o foco principal dos clubes de futebol na Europa (Garcia-del-Barrio & Szymanski, 2009). Nos últimos anos, em resultado da crise financeira que atravessou o futebol mundial, aumentou o debate sobre a necessidade de transformar o sucesso desportivo em lucro.

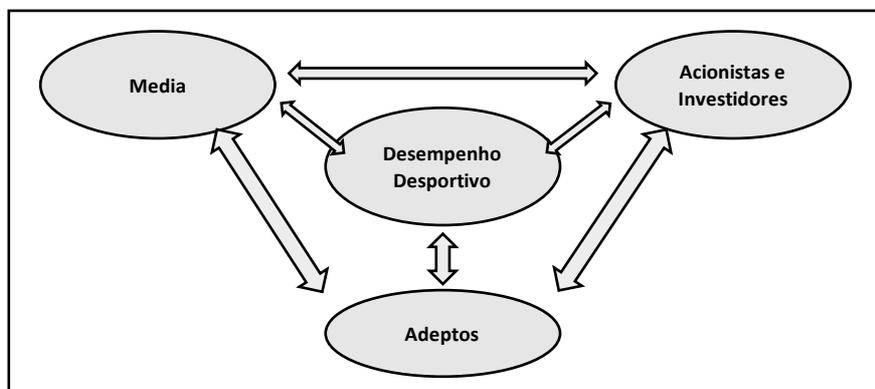


Figura 14 - The football organisation nexus index

Fonte: Adaptado de Andrikopoulos e Kaimenakis (2009)

Finanças e desporto são disciplinas bastante diferentes. Contudo, o número de estudos interdisciplinares relacionando estas áreas do conhecimento científico aumentou exponencialmente nos últimos anos. O impacto do sucesso desportivo na capacidade de geração de receita dos clubes de futebol e desempenho financeiro em geral tem sido objeto de vários estudos.

Existem vários estudos que documentam a relação entre o sucesso desportivo e outras variáveis financeiras (P. E. Dimitropoulos & Limperopoulos, 2014; Galariotis et al., 2018; Pinnuck & Potter, 2006).

Estes estudos apresentam evidências convincentes de que quanto maior o sucesso no campo, maior a receita gerada por um clube.

Na Premier League as receitas estão associadas à posição do clube na tabela de classificativa final da época, facto que suporta a conclusão de que o sucesso atlético contribui para o aumento da criação de receitas (Szymanski, 1998). Quando a equipa apresenta um desempenho positivo no campo, potencia a atração de mais espectadores e patrocinadores, gerando assim mais receita (Shareef & Davey, 2005).

Na liga de futebol grega, Dimitropoulos (2011) realizou uma pesquisa entre 1994 e 2004 e concluiu que as receitas dos clubes estão positivamente associadas ao sucesso desportivo de curto prazo.

As pesquisas anteriores sobre a relação entre o investimento em “talento” e o desempenho desportivo, bem como os estudos sobre a associação entre o sucesso desportivo e o desempenho financeiro, confirmam o modelo teórico apresentado por Lago et al. (2004). Os autores defendem a existência de um conjunto de relacionamentos diretos no que parece ser um círculo virtuoso de desempenho.

O impacto do sucesso desportivo na capacidade de geração de receita, resulta do aumento das receitas de patrocinadores, direitos de transmissão televisiva e venda de bilhetes. As receitas geradas pelas conquistas desportivas geram proveitos para os investidores e fornecem um estímulo adicional para os acionistas investirem em jogadores, de forma a manter ou melhorar o desempenho atlético do clube. O aumento de receitas e consequente aumento de investimento leva à melhoria do desempenho financeiro.

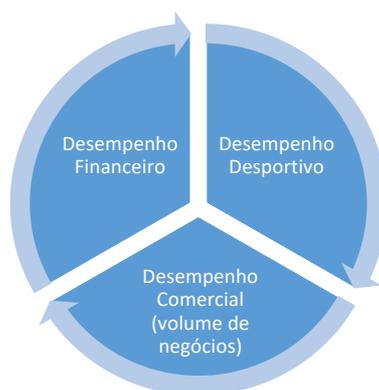


Figura 15 - O círculo virtuoso dos clubes de futebol inspirado por Lago et al. (2004)

Fonte: Galariotis et al. (2018)

Por outro lado, Barajas et al. (2005) confirma a relação positiva entre o sucesso desportivo e as receitas, contudo concluem que a relação existente não é linear, sugerindo que há um ponto em que o investimento em talento não contribui para a melhoria do desempenho financeiro, uma vez que inflaciona os custos operacionais.

Apesar do elevado número de estudos que documentam uma relação positiva entre o desempenho atlético e as receitas, é reduzido o número de investigações que concluem uma relação positiva entre o sucesso desportivo e o lucro (Dobson et al., 2001; Szymanski & Kuypers, 1999).

A tendência de comercialização crescente teve um impacto negativo na sustentabilidade do futebol em toda a Europa (Andreff, 2006; P. Dimitropoulos, 2011; Lago et al., 2006). Esta situação reforça a importância do capital intelectual para a indústria desportiva, uma vez que este é o principal recurso para as empresas alcançarem a vantagem competitiva sustentável.

A primeira abordagem de mensuração do capital intelectual adaptada à indústria do futebol foi realizada por Andrikopoulos e Kaimenakis (2009). Os autores estudaram vários dos modelos mencionados no capítulo “2.1.1.2 Mensuração do Capital Intelectual” e contruíram um mapa de capital intelectual, com base nos principais recursos intangíveis criadores de valor nos clubes de futebol.

Poucos anos depois, Gurel et al. (2013) e Yasar et al. (2015) estudaram o desempenho do capital intelectual, dos clubes turcos cotados no Istambul Stock Exchange Market, através da abordagem *Value Added Intellectual Capital (VAIC)*. Yasar et al. (2015), apesar da reduzida dimensão da amostra utilizada, concluíram que elevados níveis de desempenho de capital intelectual são um dos principais contributos para o aumento do lucro e do sucesso dos clubes, contudo a relevância dos resultados é comprometida pela reduzida amostra.

O primeiro estudo empírico na literatura que fornece evidências diretas sobre a associação entre capital intelectual e performance financeira dentro da indústria do futebol é elaborado por Dimitropoulos e Koumanakos (2015). Os autores analisaram 23 clubes de futebol, distribuídos por 9 países europeus, durante um período de 5 anos (2005-2010). A aplicação da abordagem *Value Added Intellectual Coefficient (VAIC)* para estimar o desempenho do capital intelectual e a utilização dos indicadores de rentabilidade (*ROA* e *ROE*) para avaliar a performance financeira, permitiram concluir que o capital intelectual é um importante determinante da rentabilidade dos clubes de futebol europeus.

2.5 Lacunas da literatura

A revisão da literatura efetuada abrangeu artigos relacionados com ciências do desporto, ciências económicas e ainda estudos interdisciplinares que procuraram relacionar as duas áreas de estudo.

O aumento do número de estudos sobre capital intelectual e o seu impacto no desempenho financeiro é uma realidade, contudo as investigações conduzidas nesta área incidem maioritariamente sobre setores baseados no conhecimento e tecnologia. Desta forma, é reconhecido pelo corpo académico a importância de estender a investigação a outros setores de atividade (Nimtrakoon, 2015). A indústria do futebol apresenta-se como um cenário único para examinar esta questão, porque é um setor de capital humano intensivo (Shareef & Davey, 2005). Adicionalmente, os investigadores da área

científica do futebol apresentam evidências sobre a crescente importância das fontes intangíveis na criação de valor dos clubes, uma vez que as organizações desportivas possuem recursos maioritariamente intangíveis (Gürel et al., 2013).

O presente estudo pode ser útil para os gestores e autoridades reguladoras do futebol europeu, uma vez que alerta todos os agentes da indústria desportiva para o papel dos recursos intangíveis no desempenho financeiro. Consequentemente, a mudança de mentalidade por parte de gestores e demais agentes em relação aos recursos intangíveis, pode ser vista como um apoio adicional à implementação do regulamento *Financial Fair-Play* (Andrikopoulos & Kaimenakis, 2009).

A presente investigação foi motivada também pelo reduzido número de estudos que documentam empiricamente o impacto das variáveis intangíveis no desempenho financeiro dos clubes. Além disso, nos estudos existentes, os investigadores limitaram-se a testar as associações diretas entre investimentos em capital humano, desempenho desportivo e desempenho financeiro. A análise do impacto da globalidade dos recursos intangíveis na performance financeira dos clubes de futebol é apenas realizada por Dimitropoulos e Koumanakos (2015), aquando da investigação sobre a relação entre o capital intelectual e a rentabilidade dos clubes europeus.

Em comparação com o estudo mencionado acima, o presente estudo diferencia-se pela adoção de uma abordagem alternativa para estimar o impacto da componente intangível no desempenho financeiro, uma vez que procura avaliar a componente intangível, através da seleção de variáveis representativas das várias vertentes que compõem a realidade intangível dos clubes. A aplicação da metodologia proposta neste estudo, permite ultrapassar as limitações apresentadas pela abordagem VAIC, que decorrem da utilização do valor de mercado na mensuração do capital intelectual, situação que compromete a verificação das hipóteses, uma vez que o valor de mercado é altamente influenciado pelos sentimentos dos mercados e tende a ignorar a realidade financeira da empresa (Madininos et al., 2011).

Relativamente à amostra, o nosso estudo responde aos pedidos de vários investigadores que demonstraram preocupação sobre a necessidade de aumentar a dimensão e representatividade da amostra (P. E. Dimitropoulos & Koumanakos, 2015; Maglio & Rey, 2017; Nicolliello & Zampatti, 2016; Scafarto & Dimitropoulos, 2018), de forma a possibilitar a generalização dos resultados utilizamos 84 observações e incluímos clubes das quatro principais ligas europeias. Dimitropoulos e Koumanakos (2015) sugerem a inclusão de clubes de futebol não cotados em bolsa. Por fim, referir que existe um consenso alargado em torno da necessidade de inclusão de clubes de diferentes países na amostra.

3. Metodologia

3.1 Paradigma e metodologia de investigação

A compreensão da filosofia que sustenta a pesquisa é fundamental no processo de investigação, uma vez que esta, determina a abordagem metodológica a adotar. Investigar é fazer perguntas e procurar informações para responder às perguntas que fazemos, contudo, não podemos esquecer que as nossas ideias e concepções sobre os intangíveis e a indústria do futebol influenciam e sustentam a abordagem de pesquisa que adotamos.

De forma a contextualizar, faz sentido recuar às origens do conhecimento, ou seja, à epistemologia, ramo da filosofia que estuda o conhecimento. Johnson e Christensen (2012) identificam três fontes de conhecimento: a experiência, a opinião de especialistas e o raciocínio.

De acordo com Mackenzie e Knipe (2006), um paradigma é um referencial teórico. O paradigma pode ser descrito como uma forma de ver o mundo, que influencia a maneira como pensamos sobre o tema. Desta forma, fica claro que a escolha do paradigma é importante para influenciar a metodologia que escolhemos, mas também molda as nossas percepções sobre o futebol e os intangíveis.

Os dois paradigmas principais que formam a base da pesquisa são a abordagem positivista (objetiva) e a abordagem naturalista (interpretativa). O paradigma positivista é aquele que usa uma abordagem sistemática e científica para a pesquisa.

Para compreender as leis universais, precisamos de observar e registar eventos e fenómenos de uma forma sistemática e, em seguida, trabalhar o princípio subjacente que "causou" a ocorrência do evento. É esta abordagem que o presente estudo segue, baseada na possibilidade de prever a performance financeira dos clubes de futebol com base em algumas variáveis intangíveis. Desta forma, assumimos que a nossa investigação é replicável, com base na generalização das descobertas. Assim, através de um raciocínio dedutivo, as relações de causa efeito são testadas num modelo de regressão linear.

O método dedutivo ocorre quando um investigador elabora uma teoria sobre o motivo da ocorrência de um determinado fenómeno e desenvolve uma hipótese (previsão) baseada na teoria. De seguida, o investigador realiza uma investigação empírica para testar a hipótese. Se os dados suportam a hipótese, a teoria subjacente é comprovada. A utilização de uma abordagem quantitativa normalmente requer a análise estatística para testar hipóteses. Deste modo, o presente estudo seguiu as seguintes etapas: observação e recolha de dados, identificação de padrões e desenvolvimento de uma teoria, formulação de hipóteses para testar a teoria, execução de análise estatística para testar as hipóteses e por fim, descrição dos resultados com a devida comprovação da teoria ou ajuste da mesma, em função dos resultados obtidos (Coolican, 2013). De acordo, com a revisão de literatura observamos

que os investigadores utilizaram maioritariamente uma abordagem quantitativa, pelo que no presente estudo seguimos também uma abordagem quantitativa.

3.2 Objetivos do estudo

O presente estudo tem como objetivo geral compreender qual a relação entre os recursos intangíveis e a performance financeira dos clubes de futebol europeus com maiores receitas, segundo o DFML, entre as épocas de 2012/13 e 2018/19.

Os objetivos específicos do estudo são:

- ☉ Verificar a existência de relação entre os intangíveis e os indicadores de performance financeira;
- ☉ Identificar os intangíveis que influenciam a performance financeira dos clubes;
- ☉ Comparar os resultados de performance financeira em função do país de origem do clube.

3.3 Modelos empíricos e hipóteses de investigação

3.3.1 Modelos empíricos e definição das variáveis

Com base nos objetivos acima mencionados, será utilizado o seguinte modelo de regressão linear múltipla:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 TV_{it} + \beta_1 FB_{it} + \beta_1 ASS_{it} + \beta_1 VIT_{it} + \beta_1 UEFA_{it} + \beta_1 GRH_{it} + \beta_1 AI_{it} + \beta_1 ATLETAS_{it} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_1 COUNTRY_{it} + \varepsilon_{it}$$

$(i = 1, \dots, n ; t = 1, \dots, m)$

Onde Y_{it} , é o indicador de performance financeira estimado (TURN, NP, ROE, ROA e ROS) para o ano n .

(1)

O modelo teórico completo é apresentado na tabela 1.

A escolha das variáveis dependentes foi efetuada com base na revisão da literatura, etapa em que constatamos que estes são os indicadores de performance financeira mais utilizados (Lopes, Ferraz, & Martins, 2016; Lopes, Ferraz, & Rodrigues, 2016; Lopes & Ferraz, 2016).

Tal como referido na revisão de literatura, o capital intelectual é tradicionalmente dividido em capital humano, estrutural e relacional. Desta forma, no nosso modelo teórico, o capital humano será medido pelas seguintes variáveis: gastos com pessoal (GRH) e direitos de futebolistas reconhecidos nas demonstrações financeiras (ATLETAS), enquanto o capital estrutural será medido pelas seguintes variáveis: percentagem de vitórias na liga doméstica (VIT), pontuação dos últimos cinco anos em provas europeias (UEFA) e ativos intangíveis reconhecidos nas demonstrações financeiras (AI). Por fim, o

capital relacional será medido pelas seguintes variáveis: proporção das receitas de direitos televisivos no total das receitas operacionais (TV), número de seguidores na conta oficial do Facebook (FB) e número médio de ocupação do estádio (ASS).

Tabela 1 - Descrição das variáveis para a regressão linear múltipla

| Tipologia de variável | Variável | Descrição | Fórmula de Cálculo |
|-------------------------|----------|--|---|
| Variáveis Dependentes | TURN | Logaritmo das receitas operacionais, da empresa i , no ano t | $(Vendas + Prest. Serviços) - Vendas de Atletas$ |
| | NP | Resultado líquido, da empresa i , no ano t | Resultado líquido do período, após impostos |
| | ROE | Rendibilidade dos capitais próprios, da empresa i , no ano t | $\frac{Resultado Líquido}{Capital Próprio}$ |
| | ROA | Rendibilidade dos ativos, da empresa i , no ano t | $\frac{Resultado Líquido}{Total do Ativo}$ |
| | ROS | Rendibilidade das vendas, da empresa i , no ano t | $\frac{EBIT}{Receitas Operacionais}$ |
| Variáveis Independentes | TV | Proporção das receitas de direitos televisivos e media na totalidade das receitas operacionais da empresa i , no ano t | $\frac{Receitas Direitos Televisivos}{Total das Receitas Operacionais}$ |
| | FB | Número de seguidores na página oficial do Facebook da empresa i , no ano t | Logaritmo do n.º de seguidores no Facebook |
| | ASS | Número médio de ocupação registada nos jogos, em casa, do campeonato nacional, pelo clube i , durante a época que termina no ano t | $\frac{Total de assistência nos jogos em casa}{Número de jogos em casa}$ |
| | VIT | Porcentagem de vitórias na liga doméstica do clube i , durante a época que termina no ano t | $\frac{Número de vitórias em jogos da liga}{Número de jogos da liga disputados}$ |
| | UEFA | Pontuação dos últimos 5 anos em provas europeias do clube i , durante a época que termina no ano t | A pontuação foi recolhida do website da UEFA e corresponde ao desempenho desportivo do clube na respetiva época |
| | GRH | Logaritmo dos gastos com pessoal, da empresa i , no ano t | Logaritmo dos gastos com pessoal |
| | AI | Dimensão intangível de empresa i , no ano t | Logaritmo do total dos ativos intangíveis |
| | ATLETAS | Direitos de exploração de futebolistas reconhecidos no balanço da empresa i , no ano t | Logaritmo dos direitos de exploração de atletas registados no ativo intangível, excluindo atletas de outras modalidades, caso aplicável |
| Variáveis de Controlo | SIZE | Dimensão da empresa i , no ano t | Logaritmo do total dos ativos |
| | COUNTRY | Variável <i>dummy</i> para identificar o país da empresa | 1 - Reino Unido 2 - Espanha 3 - Alemanha 4 - Itália |

Adicionalmente, também incluímos duas variáveis de controlo, devido ao reconhecido impacto das mesmas nos indicadores de performance financeira. As duas variáveis incluídas foram a dimensão do clube (SIZE), medida através do total do ativo reconhecido no balanço e o país de origem do clube (COUNTRY). De acordo com Dimitropoulos e Tsagkanos (2012) a dimensão do clube está positivamente relacionado com o desempenho financeiro, tendo em conta a maior capacidade para atrair atletas valiosos, o que deverá resultar no aumento de receitas e consequente melhoria do desempenho financeiro. Portanto, esperamos que o SIZE tenha um impacto positivo sobre a performance financeira. A utilização da dimensão da empresa como variável de controlo é frequente na literatura (Lopes, 2019; Lopes, Ferraz, & Martins, 2016; Lopes, Ferraz, & Rodrigues, 2016; Lopes & Ferraz, 2016). Por fim, a variável *dummy* do país de origem do clube é utilizada para identificar o país a que os dados correspondem. O contexto interno de cada liga tem uma influência significativa sobre a operação dos clubes, e consequentemente sobre a performance financeira dos mesmos, como exemplo desta situação temos a histórico de rendibilidade dos clubes alemães que contrasta com as dificuldades financeiras vividas pelos clubes espanhóis e italianos (Drut & Raballand, 2012).

Todas as variáveis mencionadas acima foram introduzidas simultaneamente no modelo para identificar quais os recursos intangíveis que são preditores da performance financeira dos clubes (*rejeição de $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_{10} = 0; p < \alpha$*).

3.3.2 Definição das hipóteses de investigação

Assim, com base nos fundamentos teóricos da literatura, procedemos à formulação das seguintes hipóteses:

H₁: O número de seguidores nas redes sociais tem influência positiva sobre a performance financeira dos clubes

Apesar da inexistência de estudos que demonstrem a relação entre o número de seguidores nas redes sociais e a performance financeira dos clubes. Decidimos testar H₁ com o objetivo de provar estatisticamente a relação que é apontada pela consultora Deloitte (2016). Este é um contributo original para a literatura científica.

H₂: As receitas de direitos televisivos têm influência sobre as receitas operacionais dos clubes, contudo não têm relação com a rendibilidade.

Existem diversos autores que relacionam o crescimento das receitas (televisivas, bilheteira e comerciais) com a degradação da performance financeira dos clubes (Beech et al., 2010; Hamil & Walters, 2010; Lago et al., 2006), uma vez que o aumento das receitas motiva os gestores a aumentarem o

investimento em jogadores, conduzindo a situações de investimento excessivo (Andreff, 2006; P. E. Dimitropoulos & Limperopoulos, 2014; P. E. Dimitropoulos & Tsagkanos, 2012). Desta forma decidimos validar qual o impacto do aumento da proporção de receitas televisivas na performance financeira.

H₃: As assistências médias têm influência positiva sobre a performance financeira dos clubes.

Os adeptos desempenham um papel estratégico na operação dos clubes, sendo o garante da viabilidade dos clubes (P. Dimitropoulos et al., 2016; Kennedy, 2013; Scafarto & Dimitropoulos, 2018). Decidimos investigar a relação entre o número médio de espectadores e a performance financeira devido ao reduzido número de estudos que utilizam esta variável (Pinnuck & Potter, 2006).

H₄: O comportamento dos intangíveis e a performance financeira é similar quando comparamos os clubes do Reino Unido (Premier League) com os restantes clubes de Espanha, Alemanha e Itália.

Segundo os dados do último relatório da UEFA (2021), a Premier League é destacadamente a liga que gera maiores receitas no continente europeu. Desta forma decidimos testar a variação de performance entre os clubes ingleses e os restantes clubes da amostra.

H₅: O valor dos futebolistas reconhecido nas demonstrações financeiras e o valor do ativo intangível registado não tem influência na performance financeira.

Os condicionalismos impostos pelas normas contabilísticas no reconhecimento dos atletas como ativo intangível (Maglio & Rey, 2017; Oprean & Oprisor, 2014), contribuem para o aumento da diferença entre o valor de mercado e o valor contabilístico das equipas (Lozano & Carrasco Gallego, 2011). Deste modo, Scafarto e Dimitropoulos (2018) não identificaram relação entre os direitos de exploração dos atletas registados no ativo e a performance financeira.

H₆: O capital intelectual (valor invisível) tem uma influência superior sobre a performance financeira, quando comparados com os ativos registados no balanço (valor contabilístico) dos clubes.

Por outro lado, a influência do capital intelectual na performance financeira está documentada para diversos setores de atividade (Bontis et al., 2018; Chen et al., 2005; Janošević et al., 2013; Maditinos et al., 2011; Nimtrakoon, 2015; Rahman, 2012; Sardo & Serrasqueiro, 2018). Tendo em conta a importância dos adeptos e dos atletas na performance dos clubes, decidimos formular H₆.

H₇: Os gastos com pessoal têm correlação positiva com o sucesso desportivo dos clubes.

Com base em estudos efetuados em vários países (Gerrard, 2010; Hoehn & Szymanski, 1999; Szymanski & Smith, 2010; Wiseman & Chatterjee, 2003), decidimos validar H₇ para a nossa amostra.

H₈: O sucesso desportivo influencia positivamente as receitas dos clubes de futebol.

O sucesso desportivo é um elemento central na criação de valor dos clubes de futebol (Andrikopoulos & Kaimenakis, 2009). Existem diversos estudos que documentam uma relação positiva entre o sucesso desportivo e as receitas dos clubes (P. Dimitropoulos, 2011; Shareef & Davey, 2005; Szymanski, 1998).

H₉: O sucesso desportivo tem uma influência positiva sobre a rentabilidade dos clubes de futebol.

O número de estudos que documentam uma relação positiva entre o sucesso desportivo e o lucro é reduzido (Dobson et al., 2001; Szymanski & Kuypers, 1999). Não existe consenso em torno do círculo virtuoso apresentado por Lago et al. (2004), uma vez que alguns autores afirmam que a relação entre o sucesso desportivo e a rentabilidade não é linear (Ángel Barajas et al., 2005). Contudo, decidimos verificar a existência do círculo virtuoso, através de H₉.

3.4 Método de Investigação

O método de investigação utilizado no presente estudo é a análise estatística, por meio de técnicas de análise descritiva, modelos de regressão linear múltipla e testes paramétricos, utilizando o programa informático IBM SPSS Statistics 26. Realçar que os testes paramétricos, nomeadamente o teste t para amostras independentes será utilizado para validar H₄, enquanto as regressões lineares serão utilizadas para validar todas as restantes hipóteses de investigação.

3.5 Constituição da amostra

O critério base para constituição da amostra foi a análise dos clubes de futebol incluídos nas vinte primeiras posições do relatório anual *Deloitte Football Money League (DFML)*, publicado pela consultora Deloitte, entre os anos 2014 (época 2012/13) e 2020 (época 2018/19). O *DFML* apresenta os clubes do futebol mundial com maiores receitas operacionais.

O primeiro nível de triagem, consistiu na inclusão apenas dos clubes que durante o período em análise classificaram-se todos os anos entre os vinte primeiros do relatório, ou seja, durante o período em análise tiveram 7 presenças nos vinte primeiros lugares do *ranking*, tal como ilustrado na tabela 2. Esta triagem levou à exclusão de 13 clubes, deixando a amostra com apenas 15 clubes. Após a primeira triagem, o principal critério que cada clube cumpriu para ser incluído na amostra foi apresentar dados financeiros completos publicados através das demonstrações financeiras anuais auditadas e encerrar o ano fiscal a 31 de maio, 30 de junho ou 31 de julho, de forma a coincidir o ano fiscal com o período de duração da época desportiva. Na sequência desta triagem, excluámos 3 clubes.

Tabela 2 - Listagem de clubes identificados no Top 20 do relatório DFML entre 2012/13 e 2018/19

| Clube | País | 2012/13 | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | Nº Presenças no TOP 20 do DFML |
|---------------------------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------------------------|
| AC Milan | Itália | 10.º | 12.º | 14.º | 16.º | 22.º | 18.º | 21.º | 5 |
| Arsenal* | Reino Unido | 8.º | 8.º | 7.º | 7.º | 6.º | 9.º | 11.º | 7 |
| AS Roma | Itália | 19.º | 24.º | 16.º | 15.º | 24.º | 15.º | 16.º | 5 |
| Atlético de Madrid* | Espanha | 20.º | 15.º | 15.º | 13.º | 13.º | 13.º | 13.º | 7 |
| Bayern Munique* | Alemanha | 3.º | 3.º | 5.º | 4.º | 4.º | 4.º | 4.º | 7 |
| Borussia Dortmund* | Alemanha | 11.º | 11.º | 11.º | 11.º | 12.º | 12.º | 12.º | 7 |
| Chelsea* | Reino Unido | 7.º | 7.º | 8.º | 8.º | 8.º | 8.º | 9.º | 7 |
| Everton | Reino Unido | | 20.º | 18.º | 23.º | 20.º | 17.º | 19.º | 5 |
| FC Barcelona* | Espanha | 2.º | 4.º | 2.º | 2.º | 3.º | 2.º | 1.º | 7 |
| FC Zenit Saint Petersburg | Rússia | | | | 17.º | 23.º | 25.º | 28.º | 1 |
| Fenerbahçe | Turquia | 18.º | | | 25.º | | | | 1 |
| Galatasaray | Turquia | 16.º | 18.º | 21.º | 26.º | | | | 2 |
| Hamburger SV | Alemanha | 17.º | 28.º | | | | | | 1 |
| Internazionale | Itália | 15.º | 17.º | 19.º | 19.º | 15.º | 14.º | 14.º | 7 |
| Juventus* | Itália | 9.º | 10.º | 10.º | 10.º | 10.º | 11.º | 10.º | 7 |
| Leicester City | Reino Unido | | | 24.º | 20.º | 14.º | 22.º | 22.º | 2 |
| Liverpool* | Reino Unido | 12.º | 9.º | 9.º | 9.º | 9.º | 7.º | 7.º | 7 |
| Manchester City* | Reino Unido | 6.º | 6.º | 6.º | 5.º | 5.º | 5.º | 6.º | 7 |
| Manchester United* | Reino Unido | 4.º | 2.º | 3.º | 1.º | 1.º | 3.º | 3.º | 7 |
| Napoli | Itália | 22.º | 16.º | 30.º | 30.º | 19.º | 21 | 20.º | 3 |
| Newcastle United | Reino Unido | 25.º | 19.º | 17.º | 21.º | | 19.º | | 3 |
| Olympique Lyonnais | França | | | | 24.º | 21.º | 28.º | 17.º | 1 |
| Paris Saint-Germain | França | 5.º | 5.º | 4.º | 6.º | 7.º | 6.º | 5.º | 7 |
| Real Madrid* | Espanha | 1.º | 1.º | 1.º | 3.º | 2.º | 1.º | 2.º | 7 |
| Schalke 04 | Alemanha | 13.º | 14.º | 13.º | 14.º | 16.º | 16.º | 15.º | 7 |
| Southampton | Reino Unido | | 25.º | 22.º | 22.º | 18.º | 23.º | | 1 |
| Tottenham Hotspur* | Reino Unido | 14.º | 13.º | 12.º | 12.º | 11.º | 10.º | 8.º | 7 |
| West Ham United | Reino Unido | 29.º | 21.º | 20.º | 18.º | 17.º | 20.º | 18.º | 5 |

*clubes incluídos na amostra final

Tabela 3 - Processo de seleção da amostra

| | |
|--|---------------------------------|
| Clubes de futebol europeus presentes no TOP 20 do DFML | 28 |
| <i>Excluir:</i> | |
| Clubes com ausências do TOP 20 durante o período em análise | 13 |
| Clubes com informação financeira incompleta ou não publicada | 2 |
| Clubes com ano fiscal não coincidente com a época desportiva | 1 |
| Amostra | 12 |
| Arsenal (Reino Unido) | Juventus (Itália) |
| Atlético de Madrid (Espanha) | Liverpool (Reino Unido) |
| Bayern Munique (Alemanha) | Manchester City (Reino Unido) |
| Borussia Dortmund (Alemanha) | Manchester United (Reino Unido) |
| Chelsea (Reino Unido) | Real Madrid (Espanha) |
| FC Barcelona (Espanha) | Tottenham Hotspur (Reino Unido) |

O procedimento supracitado originou uma amostra de pesquisa constituída por 12 clubes de futebol, originários de quatro países membros da UEFA: Reino Unido, Espanha, Alemanha e Itália, para o período de 2012/13 a 2018/19, totalizando 84 observações anuais. O procedimento de seleção da amostra está ilustrado na Tabela 3.

3.6 Recolha e tratamento da informação

Considerando as dificuldades existentes no acesso a informação sobre os recursos intangíveis nas demonstrações financeiras publicadas pelos clubes de futebol, surgiu a necessidade de utilizar fontes de informação alternativas que disponibilizassem dados confiáveis e assim tornassem o estudo mais abrangente e conseqüentemente com maior interesse científico.

Os dados financeiros foram recolhidos manualmente das demonstrações financeiras publicadas e do relatório *DFML*, por outro lado os dados sobre os recursos intangíveis foram recolhidos de várias fontes: *UEFA*, *Transfermarkt* e *DFML*.

Finalizada a consulta de todas as bases de dados (*UEFA* e *Transfermarkt*) e a recolha de todos os relatórios (demonstrações financeiras anuais e relatórios *DFML*) avançamos para a construção de um ficheiro excel com toda a informação organizada por clube e por ano. Para além dos dados diretamente recolhidos, foi também efetuado o cálculo de alguns indicadores de performance financeira, com base nos dados recolhidos das demonstrações financeiras.

Com o objetivo de apurar valores comparáveis, no caso dos clubes ingleses, tendo em conta a apresentação de contas em GBP, procedeu-se à conversão dos valores para EUR:

- ⊗ A taxa de câmbio média para os doze meses anteriores a 30 de junho de cada ano foi utilizada para a conversão dos dados da demonstração de resultados;
- ⊗ A taxa de câmbio à data de fecho do exercício foi utilizada para a conversão dos dados de balanço.

4. Resultados e Discussão

4.1 Medidas descritivas e medidas de associação

A estatística descritiva da amostra é um procedimento estatístico relevante para melhorar o conhecimento sobre as variáveis incluídas no estudo.

A amostra da pesquisa é composta por doze clubes, distribuídos por quatro ligas diferentes, durante sete épocas desportivas. O processo de investigação consistiu na observação dos doze clubes, durante sete anos, o que resultou numa amostra de $n=84$.

Em relação à variável COUNTRY, foi elaborada a análise de frequência, uma vez que é uma variável qualitativa nominal (Tabela 4). O principal país representado neste estudo é o Reino Unido (50%), seguido de Espanha (25%), Alemanha (16,7%) e Itália (8,3%). A representatividade de cada uma das principais ligas europeias na amostra é correspondente ao volume de receitas de cada uma delas. A liga inglesa é destacadamente a liga com maiores receitas operacionais, sendo que a liga italiana, entre as quatro, é a que apresenta menores valores de receitas quando somados os rendimentos de todos os clubes que compõem o campeonato (Deloitte, 2020). Esta variável apenas é estatisticamente significativa para o ROE ($t=-3.387$; $p=0.001$), o que significa que a rentabilidade dos capitais próprios varia em função do país (campeonato).

Tabela 4 - Frequência absoluta e relativa, por país

| País | Freq. Absoluta | Freq. Relativa |
|----------------|----------------|----------------|
| 1. Reino Unido | 42 | 50.00 |
| 2. Espanha | 21 | 25.00 |
| 3. Alemanha | 14 | 16.70 |
| 4. Itália | 7 | 8.30 |
| | 84 | 100.00 |

Em relação às variáveis quantitativas contínuas, efetuamos o apuramento das medidas de tendência central de dispersão e de distribuição (Tabela 5). No que se refere às medidas de desempenho financeiro, verificamos que o valor médio de receitas operacionais é de 446.95 mil milhões de euros e do resultado líquido é 18.27 mil milhões de euros. Ao nível dos rácios de rentabilidade, o ROE apresenta o valor médio mais elevado com 12%, seguido da rentabilidade das vendas (8%) e por último o ROA apresenta um valor médio de 2%.

No que respeita às variáveis independentes podemos notar que o valor médio de gastos com pessoal (248.72 milhões de euros) representa aproximadamente 55.6% do valor médio das receitas operacionais, ou seja, em média mais de metade das receitas operacionais dos clubes são consumidas pelo processamento salarial.

Na análise da variável FB, verificamos uma diferença significativa entre o mínimo (1.6 milhões) e o máximo (110.8 milhões), sendo que a média é 39.22 milhões de seguidores. Esta situação resulta do crescimento significativo da utilização de redes sociais durante o período da investigação, uma vez que no último ano da amostra, o clube com menos seguidores no Facebook é o Club Atlético de Madrid com 13.7 milhões.

A percentagem média de contribuição das receitas de direitos televisivos para o total de receitas operacionais é de 41%, o que reflete a importância desta fonte de receita na operação dos clubes. Verificamos que entre os clubes com maiores rendimentos, a contribuição das receitas televisivas é superior à média da generalidade dos clubes membros da UEFA (36%) (UEFA, 2021).

Em relação à percentagem média de vitória em jogos da liga é de 64%. Por outro lado, ao nível da performance dos clubes em provas europeias (Liga dos Campeões e Liga Europa) o valor médio de pontuação é de 99.99. A assistência média em jogos da liga, em casa, é de 58 375 espectadores por jogo, contudo verificamos diferenças significativas entre o mínimo (31 703) e o máximo (80 760), resultado das diferenças culturais entre países.

Ao nível dos ativos registados em balanço, podemos verificar que a maioria dos ativos intangíveis (AI) resulta do registo dos direitos de exploração dos futebolistas (ATLETAS), uma vez que o valor médio dos futebolistas registados no balanço é 229.6 milhões de euros e o valor médio do ativo intangível dos clubes da amostra é 279.12 milhões de euros. Por outro lado, verificamos que o valor médio do ativo (SIZE) é superior a três vezes o valor do ativo intangível, apresentado um valor médio de 861.11 milhões de euros, o que demonstra a ineficiência das normas contabilista na captura do valor de mercado dos futebolistas.

Tabela 5 - Medidas descritivas

| <i>Variável</i> | <i>N</i> | <i>Mínimo</i> | <i>Máximo</i> | <i>Média</i> | <i>Desvio Padrão</i> | <i>Skewness</i> | <i>Kurtosis</i> |
|-----------------|----------|---------------|---------------|--------------|----------------------|-----------------|-----------------|
| TURN | 84 | 120.00 | 840.80 | 446.95 | 155.90 | 0.19 | -0.53 |
| NP | 84 | -109.57 | 170.84 | 18.27 | 41.51 | 0.20 | 3.13 |
| ROE | 84 | -1.28 | 2.61 | 0.12 | 0.38 | 3.13 | 23.77 |
| ROA | 84 | -0.22 | 0.17 | 0.02 | 0.06 | -0.72 | 4.03 |
| ROS | 84 | -0.22 | 0.46 | 0.08 | 0.11 | -0.02 | 2.86 |
| TV | 84 | 0.22 | 0.62 | 0.41 | 0.10 | 0.28 | -0.54 |
| FB | 84 | 1.60 | 110.80 | 39.22 | 29.53 | 0.99 | 0.00 |
| ASS | 84 | 31703.00 | 80760.00 | 58375.39 | 15699.43 | -0.06 | -1.53 |
| VIT | 84 | 0.32 | 0.87 | 0.64 | 0.12 | -0.18 | -0.57 |
| UEFA | 84 | 31.00 | 162.00 | 99.99 | 32.77 | -0.06 | -1.01 |
| GRH | 84 | 63.81 | 541.92 | 248.72 | 90.85 | 0.63 | 1.06 |
| AI | 84 | 28.43 | 928.31 | 279.12 | 203.26 | 1.64 | 2.40 |
| ATLETAS | 84 | 28.35 | 551.15 | 229.60 | 120.94 | 0.70 | -0.08 |
| SIZE | 84 | 269.81 | 1890.03 | 861.11 | 390.76 | 0.81 | 0.13 |

Por fim, vamos analisar a correlação bivariada (Tabela 6). Através da análise da tabela, verificamos várias correlações estatísticas significativas entre os indicadores de performance financeira e as variáveis independentes da amostra. Adicionalmente, também verificamos algumas associações significativas entre variáveis independentes.

A variável TURN está correlacionada com significância com todas as variáveis independentes, com exceção das variáveis VIT e COUNTRY. Destacamos a correlação muito forte e positiva com o GRH ($r=0.905$; $p<0.0001$), forte com FB ($r=0.842$; $p<0.0001$) e ATLETAS ($r=0.661$; $p<0.0001$) e moderada com SIZE ($r=0.596$; $p<0.0001$), AI ($r=0.595$; $p<0.0001$), ASS ($r=0.505$; $p<0.0001$) e UEFA ($r=0.463$; $p<0.0001$).

As variáveis dependentes NP, ROE e ROA, apenas apresentam uma associação significativa cada, sendo que NP e ROA apresentam uma associação de intensidade fraca com ASS ($r=0.305$; $p=0.005$) e ($r=0.322$; $p=0.003$), respetivamente. Em relação ao ROE, a intensidade da relação não é estatisticamente relevante e a direção é negativa (ATLETAS: $r=-0.220$; $p=0.045$).

Relativamente, à rentabilidade das vendas (ROS) apresenta uma correlação de intensidade fraca e direção negativa com os direitos de exploração dos futebolistas (ATLETAS: $r=-0.278$; $p=0.010$) e os gastos com pessoal (GRH: $r=-0.260$; $p=0.017$).

Finalizamos esta secção, analisando as correlações entre variáveis independentes. Neste nível destacamos as seguintes correlações significativas e de intensidade forte:

- ⊗ O número de seguidores no Facebook (FB) e o nível de gastos com pessoal (GRH) estão correlacionados, apresentando um $r=0.827$ e $p<0.0001$. Esta descoberta representa um contributo original para a literatura, uma vez que, até à data, não foram efetuados estudos que relacionassem estas duas variáveis;
- ⊗ O ativo intangível (AI) apresenta correlação forte com as variáveis SIZE ($r=0.767$; $p<0.0001$) e ATLETAS ($r=0.736$; $p<0.0001$). Considerando que o ativo total (SIZE) é composto pelo ativo intangível (AI) e ativo tangível, e que por sua vez os direitos de exploração dos futebolistas (ATLETAS) são a principal componente do ativo intangível, é lógica a correlação identificada;
- ⊗ Os gastos com pessoal (GRH) estão correlacionados com a variável ATLETAS ($r=0.753$; $p<0.0001$), ou seja, o crescimento do valor contabilístico dos futebolistas está associado a um crescimento do nível de gastos com pessoal;
- ⊗ As variáveis ASS e TV apresentam uma correlação de $r=-0.716$ e $p<0.0001$. Esta correlação reforça as conclusões de Baimbridge et al. (1996) de que os media estão relacionados com a assistência em jogos.

Existem ainda as seguintes correlações de intensidade moderada:

- ⊗ A variável FB apresenta correlação moderada com as seguintes variáveis: UEFA ($r=0.581$; $p<0.0001$), ATLETAS ($r=0.560$; $p<0.0001$), AI ($r=0.534$; $p<0.0001$) e ASS ($r=0.469$; $p<0.0001$). As correlações identificadas, reforçam a relevância de aprofundar o estudo desta variável;

- ⊗ As duas variáveis representativas do desempenho desportivo têm correlação entre si. A correlação entre as variáveis VIT e UEFA apresenta um $r=0.463$ e $p<0.0001$;
- ⊗ A variável GRH apresenta correlação moderada com as seguintes variáveis: UEFA ($r=0.468$; $p<0.0001$) e AI ($r=0.558$; $p<0.0001$);
- ⊗ O valor total do ativo (SIZE) e o valor de futebolistas registados no balanço (ATLETAS) estão correlacionados ($r=0.583$; $p<0.0001$). Esta correlação resulta das normas contabilísticas, uma vez que os futebolistas são uma das componentes do ativo total dos clubes.

Tabela 6 - Coeficientes de correlação de Pearson

| Variável | TURN | NP | ROE | ROA | ROS | TV | FB | ASS | VIT | UEFA | GRH | AI | ATLETAS | SIZE | COUNTRY |
|----------|----------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|---------|
| TURN | 1 | | | | | | | | | | | | | | |
| NP | 0.162 | 1 | | | | | | | | | | | | | |
| | 0.141 | | | | | | | | | | | | | | |
| ROE | -0.037 | 0.352** | 1 | | | | | | | | | | | | |
| | 0.738 | 0.001 | | | | | | | | | | | | | |
| ROA | 0.097 | 0.874** | 0.312** | 1 | | | | | | | | | | | |
| | 0.379 | 0.000 | 0.004 | | | | | | | | | | | | |
| ROS | -0.062 | 0.841** | 0.295** | 0.849** | 1 | | | | | | | | | | |
| | 0.578 | 0.000 | 0.006 | 0.000 | | | | | | | | | | | |
| TV | -0.434** | -0.026 | -0.048 | -0.034 | 0.195 | 1 | | | | | | | | | |
| | 0.000 | 0.812 | 0.663 | 0.758 | 0.076 | | | | | | | | | | |
| FB | 0.842** | 0.061 | 0.026 | 0.030 | -0.124 | -0.424** | 1 | | | | | | | | |
| | 0.000 | 0.581 | 0.816 | 0.785 | 0.263 | 0.000 | | | | | | | | | |
| ASS | 0.505** | 0.305** | 0.163 | 0.322** | 0.159 | -0.716** | 0.469** | 1 | | | | | | | |
| | 0.000 | 0.005 | 0.139 | 0.003 | 0.149 | 0.000 | 0.000 | | | | | | | | |
| VIT | 0.194 | 0.098 | 0.057 | 0.152 | 0.016 | -0.026 | 0.173 | 0.084 | 1 | | | | | | |
| | 0.077 | 0.376 | 0.608 | 0.168 | 0.888 | 0.816 | 0.116 | 0.447 | | | | | | | |
| UEFA | 0.463** | -0.013 | 0.025 | -0.030 | -0.131 | -0.282** | 0.581** | 0.378** | 0.463** | 1 | | | | | |
| | 0.000 | 0.904 | 0.821 | 0.784 | 0.235 | 0.009 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | | | | | | |
| GRH | 0.905** | -0.055 | -0.137 | -0.086 | -0.260* | -0.306** | 0.827** | 0.314** | 0.188 | 0.468** | 1 | | | | |
| | 0.000 | 0.621 | 0.214 | 0.438 | 0.017 | 0.005 | 0.000 | 0.004 | 0.087 | 0.000 | | | | | |
| AI | 0.595** | -0.013 | -0.162 | -0.114 | -0.098 | -0.200 | 0.534** | 0.192 | -0.100 | 0.056 | 0.558** | 1 | | | |
| | 0.000 | 0.906 | 0.142 | 0.303 | 0.374 | 0.068 | 0.000 | 0.079 | 0.367 | 0.611 | 0.000 | | | | |
| ATLETAS | 0.661** | -0.175 | -0.220* | -0.209 | -0.278* | -0.015 | 0.560** | -0.032 | 0.056 | 0.199 | 0.753** | 0.736** | 1 | | |
| | 0.000 | 0.112 | 0.045 | 0.056 | 0.010 | 0.895 | 0.000 | 0.770 | 0.610 | 0.069 | 0.000 | 0.000 | | | |
| SIZE | 0.596** | 0.181 | -0.173 | -0.008 | 0.143 | -0.072 | 0.402** | 0.214 | -0.121 | 0.080 | 0.473** | 0.767** | 0.583** | 1 | |
| | 0.000 | 0.099 | 0.115 | 0.940 | 0.194 | 0.515 | 0.000 | 0.051 | 0.274 | 0.468 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | | |
| COUNTRY | -0.116 | -0.064 | -0.128 | 0.072 | -0.017 | 0.010 | -0.069 | 0.146 | 0.438** | 0.324** | -0.092 | -0.337** | -0.315** | -0.446** | 1 |
| | 0.294 | 0.561 | 0.246 | 0.515 | 0.880 | 0.928 | 0.531 | 0.185 | 0.000 | 0.003 | 0.407 | 0.002 | 0.004 | 0.000 | |

Notas: **Sig. < 0.01; *Sig. < 0.05

4.2 O modelo de regressão e comparação de resultados

Ao longo desta secção é apresentado o efeito das variáveis explicativas sobre as medidas de performance financeira. Adicionalmente, vamos proceder à comparação dos resultados entre os clubes do Reino Unido e os clubes dos restantes países, de forma a responder ao H₄.

Com o objetivo de validar as hipóteses H₁ até H₉, com exceção de H₄, foram elaboradas regressões lineares múltiplas, com a inclusão de todas as variáveis explicativas para os vários indicadores de performance financeira. Os resultados obtidos podem ser consultados nas tabelas seguintes:

Tabela 7 - Regressão Linear: TURN

| TURN | | | | |
|--------------------|----------|----------|---------|-------|
| Variável | β | <i>t</i> | Sig. | VIF |
| Constante | 105.261 | 1.453 | 0.151 | |
| TV | -287.233 | -3.119 | 0.003** | 3.462 |
| FB | 1.565 | 3.695 | 0.000** | 6.465 |
| ASS | 0.001 | 1.271 | 0.208 | 3.691 |
| VIT | 146.600 | 2.774 | 0.007** | 1.746 |
| UEFA | -0.464 | -1.974 | 0.053 | 2.448 |
| GRH | 0.728 | 4.622 | 0.000** | 8.458 |
| AI | -0.093 | -1.668 | 0.100 | 5.318 |
| ATLETAS | 0.058 | 0.585 | 0.561 | 5.968 |
| SIZE | 0.112 | 4.568 | 0.000** | 3.783 |
| COUNTRY | 2.134 | 0.290 | 0.773 | 2.203 |
| R ² | 0.933 | | | |
| Adj.R ² | 0.917 | | | |
| Desvio padrão | 44.821 | | | |
| F | 58.575 | | | |
| Sig. | 0.000** | | | |
| Durbin-Watson | 1.465 | | | |

Notas: **Sig. < 0.01; *Sig. < 0.05

Tabela 8 - Regressão Linear: NP

| NP | | | | |
|--------------------|----------|--------|--------|-------|
| Variável | β | t | Sig. | VIF |
| Constante | -104.913 | -1.781 | 0.079 | |
| TV | 111.351 | 1.487 | 0.142 | 3.462 |
| FB | 0.471 | 1.368 | 0.176 | 6.465 |
| ASS | 0.001 | 2.248 | 0.028* | 3.691 |
| VIT | 106.043 | 2.468 | 0.016* | 1.746 |
| UEFA | -0.293 | -1.535 | 0.130 | 2.448 |
| GRH | -0.090 | -0.700 | 0.486 | 8.458 |
| AI | -0.019 | -0.427 | 0.671 | 5.318 |
| ATLETAS | -0.146 | -1.810 | 0.075 | 5.968 |
| SIZE | 0.029 | 1.455 | 0.150 | 3.783 |
| COUNTRY | -9.598 | -1.604 | 0.113 | 2.203 |
| R ² | 0.378 | | | |
| Adj.R ² | 0.229 | | | |
| Desvio padrão | 36.433 | | | |
| F | 2.545 | | | |
| Sig. | 0.004** | | | |
| Durbin-Watson | 1.967 | | | |

Notas: **Sig. < 0.01; *Sig. < 0.05

Tabela 9 - Regressão Linear: ROE

| ROE | | | | |
|--------------------|---------|--------|---------|-------|
| Variável | β | t | Sig. | VIF |
| Constante | -0.735 | -1.306 | 0.196 | |
| TV | 1.688 | 2.360 | 0.021* | 3.462 |
| FB | 0.003 | 1.036 | 0.304 | 6.465 |
| ASS | 0.000 | 2.616 | 0.011* | 3.691 |
| VIT | 0.602 | 1.466 | 0.147 | 1.746 |
| UEFA | 0.000 | 0.151 | 0.880 | 2.448 |
| GRH | 0.000 | -0.336 | 0.738 | 8.458 |
| AI | 0.000 | 0.440 | 0.661 | 5.318 |
| ATLETAS | -0.001 | -0.874 | 0.385 | 5.968 |
| SIZE | 0.000 | -2.084 | 0.041* | 3.783 |
| COUNTRY | -0.194 | -3.387 | 0.001** | 2.203 |
| R ² | 0.330 | | | |
| Adj.R ² | 0.170 | | | |
| Desvio padrão | 0.348 | | | |
| F | 2.064 | | | |
| Sig. | 0.021* | | | |
| Durbin-Watson | 2.038 | | | |

Notas: **Sig. < 0.01; *Sig. < 0.05

Tabela 10 - Regressão Linear: ROA

| ROA | | | | |
|--------------------|---------|--------|---------|-------|
| Variável | β | t | Sig. | VIF |
| Constante | -0.184 | -2.227 | 0.029* | |
| TV | 0.179 | 1.698 | 0.094 | 3.462 |
| FB | 0.001 | 1.189 | 0.238 | 6.465 |
| ASS | 0.000 | 3.099 | 0.003** | 3.691 |
| VIT | 0.153 | 2.530 | 0.014* | 1.746 |
| UEFA | -0.001 | -2.099 | 0.040* | 2.448 |
| GRH | 0.000 | -0.740 | 0.462 | 8.458 |
| AI | 0.000 | -0.458 | 0.648 | 5.318 |
| ATLETAS | 0.000 | -0.889 | 0.377 | 5.968 |
| SIZE | 0.000 | -0.035 | 0.972 | 3.783 |
| COUNTRY | -0.009 | -1.092 | 0.279 | 2.203 |
| R ² | 0.360 | | | |
| Adj.R ² | 0.207 | | | |
| Desvio padrão | 0.051 | | | |
| F | 2.353 | | | |
| Sig. | 0.008** | | | |
| Durbin-Watson | 1.960 | | | |

Notas: **Sig. < 0.01; *Sig. < 0.05

Tabela 11 - Regressão Linear: ROS

| ROS | | | | |
|--------------------|---------|--------|--------|-------|
| Variável | β | t | Sig. | VIF |
| Constante | -0.275 | -1.900 | 0.062 | |
| TV | 0.466 | 2.539 | 0.013* | 3.462 |
| FB | 0.001 | 1.689 | 0.096 | 6.465 |
| ASS | 0.000 | 2.436 | 0.017* | 3.691 |
| VIT | 0.208 | 1.974 | 0.053 | 1.746 |
| UEFA | -0.001 | -1.698 | 0.094 | 2.448 |
| GRH | -0.001 | -1.740 | 0.086 | 8.458 |
| AI | 0.000 | -0.580 | 0.564 | 5.318 |
| ATLETAS | 0.000 | -1.829 | 0.072 | 5.968 |
| SIZE | 0.000 | 2.116 | 0.038* | 3.783 |
| COUNTRY | -0.014 | -0.936 | 0.352 | 2.203 |
| R ² | 0.494 | | | |
| Adj.R ² | 0.373 | | | |
| Desvio padrão | 0.089 | | | |
| F | 4.082 | | | |
| Sig. | 0.000** | | | |
| Durbin-Watson | 2.002 | | | |

Notas: **Sig. < 0.01; *Sig. < 0.05

A significância global do modelo foi aferida pela realização do teste F (ANOVA), com o objetivo de verificar se existe, pelo menos, uma variável independente que influencia significativamente a medida de performance financeira, ou seja, garantir que o modelo pode ser utilizado para realizar inferência estatística (Laureano, 2020). Os modelos de regressão linear são adequados para explicar a relação entre as medidas de performance financeira e os preditores utilizados: TURN (R^2 Ajustado=0.917; $F=58.575$; $p<0.0001$), NP (R^2 Ajustado=0.229; $F=2.545$; $p=0.004$), ROE (R^2 Ajustado = 0.170; $F=2.064$; $p=0.021$), ROA (R^2 Ajustado=0.207; $F=2.353$; $p=0.008$) e ROS (R^2 Ajustado=0.373; $F=4.082$; $p<0.0001$). Globalmente podemos afirmar que os modelos de regressão são estatisticamente significativos.

O modelo de regressão linear pode ser utilizado para estimar as receitas operacionais para um nível de significância de 1 por cento. O TURN é significativamente influenciado pelo número de seguidores no *Facebook* ($t=3.695$; $p<0.0001$), pelo montante de gastos com pessoal ($t=4.622$; $p<0.0001$), pela dimensão do clube ($t=4.568$; $p<0.0001$), pela proporção de receitas de direitos televisivos ($t=-3.119$; $p=0.003$) e pelo desempenho desportivo no campeonato nacional ($t=2.774$; $p=0.007$).

Em relação ao resultado líquido (NP), foi identificado que é influenciado significativamente pelo desempenho desportivo no campeonato nacional ($t=2.468$; $p=0.016$) e pelo número médio de espectadores no estádio em jogos do campeonato ($t=2.248$; $p=0.028$).

Relativamente aos indicadores de rentabilidade, verificamos que todos eles são influenciados significativa e positivamente pelo número médio de assistência no estádio em jogos do campeonato (ASS). A influência desta variável independente é mais significativa para o ROA ($t=3.099$; $p=0.003$), seguindo-se ROE ($t=2.616$; $p=0.011$) e ROS ($t=2.436$; $p=0.017$).

Para além da influência da variável ASS, identificamos outras variáveis independentes que influenciam significativamente a rentabilidade. No caso do modelo utilizado para estimar o ROE, constatamos que a variável dependente é significativamente influenciada pelo país ($t=-3.387$; $p=0.001$), pelo número médio de espectadores no estádio ($t=2.616$; $p=0.011$), pela proporção de receitas de direitos televisivos ($t=2.360$; $p=0.021$) e pela dimensão do clube ($t=-2.084$; $p=0.041$).

A tabela 10 apresenta o modelo de regressão linear múltipla para a rentabilidade do ativo (ROA). Neste modelo a variável dependente é significativamente influenciada pelo número médio de espectadores em jogos do campeonato ($t=3.099$; $p=0.003$), pelo desempenho desportivo no campeonato nacional ($t=2.530$; $p=0.014$) e nas provas da UEFA ($t=-2.099$; $p=0.040$).

Por fim, as variáveis estatisticamente significativas para explicar o ROS (tabela 11), considerando um nível de significância de 1% são a proporção de receitas de direitos televisivos ($t=2.539$; $p=0.013$), o número médio de espectadores em jogos do campeonato ($t=2.436$; $p=0.017$) e a dimensão do clube ($t=2.116$; $p=0.038$).

Os resultados obtidos permitem validar parcialmente H_1 , tendo sido definido que o número de seguidores nas redes sociais influenciava positivamente a performance financeira dos clubes.

Constatamos a influência significativamente positiva que o número de seguidores no Facebook tem nas receitas operacionais (FB: $\beta=1.565$; $t=3.695$; $p<0.0001$). Podemos afirmar que pelo acréscimo de 1 milhão de seguidores, em média o logaritmo das receitas operacionais do clube aumenta 1.565 milhões de euros. Ainda assim, esta variável independente não é significativamente influente nos modelos em que as variáveis independentes medem lucro (NP) e rentabilidade (ROE, ROA e ROS). Os resultados obtidos confirmam estatisticamente e conferem robustez aos indícios apresentados no DFML para os dez clubes com maiores receitas operacionais, na época 2014/15 (Deloitte, 2016). Esta descoberta representa um novo contributo para a literatura científica.

Apesar da importância das receitas televisivas para os clubes, através da presente investigação H_2 não é confirmado, uma vez que identificamos uma influência significativamente negativa da variável TV nas receitas operacionais, ou seja, quanto maior foi a proporção de receitas de direitos televisivos sobre as receitas totais, menor será o logaritmo de receitas operacionais ($t=-3.119$; $p=0.003$). Adicionalmente, verificamos que a mesma variável desempenha um papel significativo na influência do ROE ($t=2.360$; $p=0.021$) e ROS ($t=2.539$; $p=0.013$), ou seja, o aumento da proporção de receitas de direitos televisivos é negativo para as receitas operacionais, no entanto é significativamente positivo para a rentabilidade dos clubes. Os resultados apresentados indicam relações de influência contrárias às descritas na literatura (Andreff, 2006; Beech et al., 2010; P. E. Dimitropoulos & Limperopoulos, 2014; P. E. Dimitropoulos & Tsagkanos, 2012; Hamil & Walters, 2010; Lago et al., 2006), situação que pode estar relacionada com o período da amostra, visto que os estudos que documentam a influência positiva das receitas televisivas no aumento das receitas operacionais, e uma influência nula ou negativa no lucro e na viabilidade dos clubes são anteriores à introdução do FFP. Esta mudança pode resultar da transformação de abordagem de *UM* para *PM* na gestão dos clubes de futebol europeus, um dos objetivos implícitos na regulamentação do FFP.

A variável ASS, que mede o número médio de espectadores no estádio em jogos do campeonato, mostrou-se estatisticamente significativa para todas as medidas de rentabilidade (ROE, ROA e ROS) e lucro (NP), tal como previsto na H_3 , formulada com base na importância estratégica que os adeptos representam para o desempenho e viabilidade dos clubes (P. Dimitropoulos et al., 2016; Kennedy, 2013; Scafarto & Dimitropoulos, 2018). A confirmação da hipótese formulada, esta descoberta acrescenta solidez à teoria, uma vez que é reduzido o número de estudos que relacionam diretamente a assistência nos estádios com medidas de desempenho financeiro.

Tendo em conta a ineficiência das normas contabilísticas para apresentar o valor real dos ativos intangíveis (Shareef & Davey, 2005; Yasar et al., 2015), formulamos H_5 : o valor dos futebolistas reconhecido nas demonstrações financeiras e o valor do ativo intangível registado não tem influência na performance financeira. A análise dos resultados obtidos permite confirmar H_5 , uma vez que as variáveis AI e ATLETAS não são significativas para nenhuma das cinco medidas de performance financeira.

Com o objetivo de analisar a influência dos intangíveis, não registados no balanço, sobre as medidas de performance financeira e comparar a influência dos mesmos com os ativos intangíveis registados, procedemos à formulação da H₆. Tal como confirmado anteriormente, não existe uma influência estatisticamente significativa dos ativos intangíveis reconhecidos nas demonstrações financeiras sobre a performance financeira dos clubes. Adicionalmente, verificamos que existe vários intangíveis não registados no balanço que exercem influência sobre a performance financeira, dos quais destacamos: a assistência média no estádio em jogos do campeonato tem influência significativa sobre NP, ROE, ROA e ROS; o desempenho desportivo no campeonato tem influência significativa sobre TURN, NP e ROA; o número de seguidores no Facebook influencia significativamente o TURN; o desempenho desportivo nas competições da UEFA tem influência sobre o ROA. Desta forma, confirmamos H₆.

A confirmação das hipóteses H₅ e H₆, reforçam a importância de adaptar as normas contabilísticas à realidade intangível e consequentemente aproximar o valor contabilístico do valor de mercado. Sendo este o principal ativo dos clubes (Lozano & Carrasco Gallego, 2011; Rowbottom, 2002) seria lógica a sua influência nos indicadores de performance financeira.

Considerando um setor intensivo em capital humano, é expectável a influência dos gastos com pessoal no desempenho dos clubes (P. E. Dimitropoulos & Limperopoulos, 2014; Scafarto & Dimitropoulos, 2018). Está largamente descrito na literatura o impacto desta variável no sucesso desportivo dos clubes e consequentemente é expectável o seu impacto positivo nas receitas operacionais. No presente estudo, utilizando os coeficientes de correlação de *Pearson*, identificamos uma relação significativa de intensidade moderada entre o desempenho desportivo em competições da UEFA e o montante de gastos com pessoal ($r=0.468$ e $p<0.0001$), sendo que a relação entre o desempenho desportivo no campeonato e o montante de gastos com pessoal não é significativa. Desta forma, podemos confirmar parcialmente H₇. Adicionalmente, através do presente estudo é evidenciada a influência desta variável (GRH) diretamente sobre as receitas operacionais ($t=4.622$, $p<0.0001$), logo podemos afirmar que os gastos com pessoal têm influência direta na geração de receitas operacionais, para além do impacto indireto, através do sucesso desportivo. Este resultado confirma a literatura que descreve que clubes de maior dimensão, com capacidade para suportar valores mais elevados de gastos com pessoal, estão em condição mais favorável para obter elevadas receitas operacionais. Contudo, a influência dos gastos com pessoal na deterioração da rentabilidade dos clubes, não foi observada no presente estudo, contrariando Nicolliello e Zampatti (2016) que documentaram o impacto negativo dos salários na rentabilidade dos clubes italianos.

As hipóteses H₈ e H₉, visam testar o círculo virtuoso apresentado por Lago et al. (2004). Em primeiro lugar, começamos por confirmar H₈, tendo por base a influência significativa que o sucesso desportivo no campeonato nacional tem sobre a variável TURN. Este resultado corrobora as evidências apontadas por outros autores (P. Dimitropoulos, 2011; Shareef & Davey, 2005; Szymanski, 1998;

Szymanski & Kuypers, 1999). Contudo, é reduzido o número de estudos que documenta a relação entre o sucesso desportivo e o lucro (Dobson et al., 2001; Szymanski & Kuypers, 1999) e não existe consenso sobre esta relação (Ángel Barajas et al., 2005). Considerando um nível de significância de 5%, o sucesso desportivo no campeonato nacional influencia positivamente o lucro ($t=2.468$; $p=0.016$) e a rentabilidade do ativo ($t=2.530$; $p=0.014$). Por outro lado, para o mesmo nível de significância, o sucesso desportivo em competições da UEFA influencia negativamente o ROA ($t=-2.099$; $p=0.040$). Podemos afirmar que a influência positiva do sucesso desportivo na performance financeira não é linear, dependendo do contexto e da antiguidade. O efeito temporal da relação entre sucesso desportivo e receitas operacionais foi anteriormente evidenciado por Dimitropoulos (2011) quando argumentou que as receitas dos clubes estão positivamente associadas ao sucesso de curto prazo do clube. Neste estudo, o desempenho da UEFA é medido pelo desempenho agregado dos últimos cinco anos. Desta forma, confirmamos parcialmente H_9 , visto que a influência é significativa, mas a direção depende da medida utilizada. Em sentido contrário, Rohde e Breuer (2016) documentaram que o sucesso desportivo, nacional ou internacional, influencia positivamente a performance financeira. Esta análise deve ser replicada em estudos futuros, preferencialmente com uma amostra mais alargada.

Por fim, com o objetivo de testar H_4 (Tabela 12), a hipótese nula (H_0) estabelece que a distribuição das variáveis é igual para o Reino Unido e para os outros países, ou seja, as médias são iguais. Tendo em conta que os dados dos clubes do Reino Unido são diferentes dos dados dos clubes dos outros países, é possível afirmar que estamos perante duas amostras aleatórias e independentes. Adicionalmente, visto que cada grupo apresenta um $n = 42$ ($n > 30$), podemos afirmar que as duas amostras seguem uma distribuição aproximadamente normal, por meio do Teorema do Limite Central. O teste de *Levene* possibilitou a verificação da igualdade de variâncias nos dois grupos para as variáveis: ROE ($F=0.396$; $p=0.531$), VIT ($F=0.044$; $p=0.835$), UEFA ($F=2.141$; $p=0.147$) e ATLETAS ($F=0.089$; $p=0.767$). Desta forma, rejeitamos H_4 para os indicadores financeiros.

A confirmação da igualdade das médias das variáveis nos dois grupos foi efetuada através do teste *t* para amostras independentes. Os resultados do teste, mostram que para as medidas de performance financeira não se rejeita H_0 , ou seja, existe evidência estatística para argumentar que a média dos indicadores de performance financeira não é estatisticamente diferente nos dois grupos, com os seguintes valores para o teste *t*: TURN ($t=-0.142$; $p=0.887$), NP ($t=0.018$; $p=0.986$), ROE ($t=-0.504$; $p=0.616$), ROA ($t=-1.250$; $p=0.215$) e ROS ($t=-0.440$; $p=0.661$). O resultado considerado expectável era a rejeição de H_0 , tendo em consideração a distância que existe entre a liga inglesa e as restantes ao nível das receitas operacionais (UEFA, 2020). Contudo, o resultado obtido pode ser explicado pelo reduzido número de clubes de cada país que foi incluído na amostra e pelo facto do critério de inclusão ter sido o volume de receitas dos clubes, ou seja, as receitas dos clubes tendem para ser similares.

Por outro lado, ao nível das variáveis independentes, a evidência é diferente. Existe evidência estatística para afirmar que a média das variáveis ASS ($t=-3.245$; $p=0.002$), VIT ($t=-4.633$; $p<0.0001$), UEFA ($t=-6.461$; $p<0.0001$), AI ($t=3.421$; $p=0.001$), ATLETAS ($t=2.652$; $p=0.010$), SIZE ($t=4.084$; $p<0.0001$) e COUNTRY ($t=-14.318$; $p<0.0001$) é estatisticamente diferente nos dois grupos, ou seja, para estas variáveis é confirmada a hipótese H_4 . Contudo, os resultados indicam que as médias das variáveis TV, FB e GRH são iguais nos dois grupos, não confirmando assim H_4 para estas variáveis. Considerando a associação entre o TURN e GRH, largamente descrita na literatura, é expectável que os motivos da não rejeição de H_0 para os gastos com pessoal resultem também da inclusão apenas de clubes com elevados valores de receitas operacionais, e consequentemente elevados montantes de gastos com pessoal. Ainda assim, a generalização dos resultados do teste t é limitada em função do reduzido número de clubes de cada grupo, uma vez que o Reino Unido foi representado por seis clubes e o resto dos Big4 foram representados por outros seis clubes. É recomendável a repetição do teste para uma amostra com mais clubes em cada um dos grupos.

Tabela 12 - Teste t, para amostras independentes, às medidas de performance financeira e intangíveis no Reino Unido e nos outros países

| Variável | Igualdade de Variâncias (F) | Sig. | Igualdade de Médias (t) | df | Sig. | Teste Hipótese 4 (H_4) |
|----------|-----------------------------|-------|-------------------------|----|-------|----------------------------|
| TURN | 8.318 | 0.005 | -0.142 | 82 | 0.887 | Não Rejeitado |
| NP | 17.355 | 0.000 | 0.018 | 82 | 0.986 | Não Rejeitado |
| ROE | 0.396 | 0.531 | -0.504 | 82 | 0.616 | Não Rejeitado |
| ROA | 7.210 | 0.009 | -1.250 | 82 | 0.215 | Não Rejeitado |
| ROS | 14.510 | 0.000 | -0.440 | 82 | 0.661 | Não Rejeitado |
| TV | 11.609 | 0.001 | 0.932 | 82 | 0.354 | Não Rejeitado |
| FB | 21.542 | 0.000 | -1.669 | 82 | 0.099 | Não Rejeitado |
| ASS | 5.433 | 0.022 | -3.245 | 82 | 0.002 | Rejeitado** |
| VIT | 0.044 | 0.835 | -4.633 | 82 | 0.000 | Rejeitado** |
| UEFA | 2.141 | 0.147 | -6.461 | 82 | 0.000 | Rejeitado** |
| GRH | 6.820 | 0.011 | -0.306 | 82 | 0.760 | Não Rejeitado |
| AI | 12.820 | 0.001 | 3.421 | 82 | 0.001 | Rejeitado** |
| ATLETAS | 0.089 | 0.767 | 2.652 | 82 | 0.010 | Rejeitado* |
| SIZE | 11.285 | 0.001 | 4.084 | 82 | 0.000 | Rejeitado** |
| COUNTRY | 164.000 | 0.000 | -14.318 | 82 | 0.000 | Rejeitado** |

Notas: **Sig. < 0.01; *Sig. < 0.05

A tabela 13, resume os resultados obtidos ao longo desta seção, através da comparação entre os sinais económicos previsto e os sinais obtidos.

De entre os resultados obtidos neste estudo, destacamos a influência positiva do número de seguidores no Facebook (FB) para as receitas operacionais (TURN), sendo este um contributo original para a literatura.

Por outro lado, identificamos uma relação de sentido contrário ao esperado entre a proporção de receitas de direitos televisivos e as receitas operacionais, ou seja, apuramos que o aumento da dependência de receitas televisivas contribui para a diminuição das receitas operacionais totais dos clubes.

Por fim, a performance desportiva nas competições da UEFA tem um impacto negativo na rentabilidade do ativo, ao contrário do esperado. Esta situação pode resultar do elevado esforço de investimento que os clubes realizam para conquistar títulos europeus, um investimento excessivo com o objetivo de maximizar a performance desportiva.

Tabela 13 – Comparação entre os sinais económicos previstos e os sinais económicos obtidos

| Variável | Sinal Económico | TV | FB | ASS | VIT | UEFA | GRH | AI | ATLETAS |
|----------|-----------------|----|----|-----|-----|------|-----|----|---------|
| TURN | SE previsto | + | ? | + | + | + | + | / | / |
| | SE obtido | - | + | / | + | / | + | / | / |
| NP | SE previsto | - | ? | + | + | + | - | / | / |
| | SE obtido | / | / | + | + | / | / | / | / |
| ROE | SE previsto | - | ? | + | + | + | - | / | / |
| | SE obtido | + | / | + | / | / | / | / | / |
| ROA | SE previsto | + | ? | + | + | + | - | / | / |
| | SE obtido | / | / | + | + | - | / | / | / |
| ROS | SE previsto | - | ? | + | + | + | - | / | / |
| | SE obtido | + | / | + | / | / | / | / | / |

4.3 Diagnóstico de multicolinearidade, análise residual e heterocedasticidade

Começamos por verificar os pressupostos da regressão linear, através do teste de Durbin Watson (DW). Este teste de autocorreção permite verificar a independência dos erros, sendo que o resultado apresentado varia sempre entre 0 e 4 (Laureano, 2020). Em termos práticos, valores estatísticos do teste DW entre 1.5 a 2.5 são considerados aceitáveis. Valores fora desse intervalo podem ser motivo de preocupação. No presente estudo, apenas a regressão linear do TURN apresenta um valor fora do intervalo de referência, sendo muito próximo de 1.5 (1.465), pelo que consideramos o modelo verificado.

A independência das variáveis independentes é verificada através do Fator de Inflação da Variância (VIF). Um valor elevado do VIF indica a presença de multicolinearidade entre as variáveis independentes. A independência das variáveis considera-se verificada quando $VIF \leq 10$, logo as variáveis independentes utilizadas não apresentam problemas de multicolinearidade (Laureano, 2020). Apesar de cumprir a condição, a variável GRH apresenta um VIF elevado (8.458), resultado de ser uma variável que está correlacionada com várias variáveis que foram incluídas no modelo (VIT, ATLETAS e AI).

5. Conclusão e considerações finais

Ao longo dos últimos anos, os gestores do futebol têm intensificado a procura para alcançar uma vantagem competitiva sustentável, ou seja, alcançar a liderança desportiva sem comprometer a viabilidade financeira dos clubes. Neste plano, os recursos intangíveis desempenham um papel fundamental, sendo que a fonte de criação de valor para os clubes está associada a recursos que na maioria dos casos não estão reconhecidos no balanço.

Os resultados da presente investigação destacam a importância dos adeptos, medidos através das variáveis FB (número de seguidores no Facebook) e ASS (número médio de espectadores no estádio em jogos do campeonato) na performance financeira dos clubes. A assistência média em jogos da liga é um preditor com significância estatística para o resultado líquido (NP) e todas as medidas de rentabilidade (ROE, ROA e ROS). Durante a vigência das medidas de confinamento, impostas na sequência da pandemia de COVID19, os clubes sentiram o impacto da ausência de público nos estádios. Ainda assim, apesar do afastamento físico, no mundo atual a conexão entre pessoas não obedece a barreiras geográficas, desta forma as redes sociais representam uma importante ferramenta que os clubes podem e devem utilizar para estimular a ligação emocional com os adeptos. A identificação da influência do número de seguidores no Facebook no volume de receitas operacionais representa um novo contributo para a literatura.

Por outro lado, o impacto do sucesso desportivo na performance financeira dos clubes, vem confirmar uma relação que já se encontra largamente descrita na literatura. O desempenho desportivo no campeonato é significativo para o volume de receitas operacionais, resultado líquido e rentabilidade do ativo. Contudo, ainda é reduzido o número de estudos que documenta o impacto do desempenho desportivo internacional na performance financeira, sendo que os estudos existentes documentam uma relação positiva. O nosso estudo documenta um impacto negativo do desempenho desportivo em provas da UEFA na rentabilidade do ativo.

O capital humano é o principal ativo dos clubes de futebol, sendo que a operação dos clubes depende quase exclusivamente do desempenho dos atletas. A descoberta da influência significativa e positiva dos gastos com pessoal nas receitas operacionais não é uma novidade para a literatura, contudo é um importante contributo a inexistência de relação significativa entre os gastos com pessoal e os indicadores de rentabilidade e lucro, tendo em conta a ausência de consenso em torno do impacto dos gastos com pessoal na performance financeira.

Em relação ao capital humano reconhecido nas demonstrações financeiras, derivado da ineficiência das normas contabilísticas em capturar o valor real dos ativos intangíveis, especialmente dos futebolistas, verificamos que os futebolistas registados no ativo intangível e o próprio ativo intangível não

são preditores da performance financeira. Este resultado reforça a importância do valor oculto das demonstrações financeiras, em detrimento do valor contábilístico dos clubes.

As receitas de direitos televisivos, consideradas por muitos autores como a principal receita dos clubes de futebol, apresentam uma influência negativa sobre o volume de receitas operacionais, ou seja, à medida de aumenta a proporção de receitas de direitos televisivos, sobre a totalidade das receitas operacionais, verificamos uma diminuição das receitas operacionais totais. Por outro lado, a proporção de receitas de direitos televisivos tem um impacto positivo na rentabilidade dos capitais próprios e na rentabilidade das vendas.

O principal contributo prático do presente estudo é o reforço da importância do papel dos recursos intangíveis no desempenho dos clubes de futebol, através da identificação de uma série de elementos que têm impacto significativo na performance financeira e escapam às demonstrações financeiras. Adicionalmente, a necessidade de adaptação do normativo contábilístico, para promover a aproximação entre o valor contábilístico e o valor de mercado dos clubes, é uma realidade cada vez mais urgente.

As principais limitações do estudo estão relacionadas com a dimensão e representatividade da amostra, uma vez que apenas foram incluídos os clubes com maiores níveis de receitas operacionais na Europa. Em estudos futuros seria interessante aumentar o número de clubes, através da inclusão de mais clubes das quatro principais ligas e clubes de outras ligas com menores receitas. De modo, a garantir a generalização dos resultados.

Os estudos futuros devem procurar analisar os modelos testados nesta investigação, no contexto de uma amostra de maior dimensão e representatividade. Aprofundar a análise da relação entre o número de seguidores nas redes sociais e o desempenho financeiro, bem como a relação entre o número médio de assistências no estádio e o desempenho financeiro, tendo em conta que foram obtidos resultados relevantes nesses campos e a evidência na literatura é muito reduzida.

6. Referências bibliográficas

- Acero, I., Serrano, R., & Dimitropoulos, P. (2017). Ownership structure and financial performance in European football. *Corporate Governance (Bingley)*, 17(3), 511–523. <https://doi.org/10.1108/CG-07-2016-0146>
- Andreff, W. (2006). Team sports and finance. In *Handbook on the Economics of Sport*. <https://doi.org/10.4337/9781847204073.00089>
- Andrikopoulos, A., & Kaimenakis, N. (2009). Introducing FOrNeX: A composite index for the intangible resources of the football club. *International Journal of Sport Management and Marketing*, 5(3), 251–266. <https://doi.org/10.1504/IJSMM.2009.023236>
- Baimbridge, M., Cameron, S., & Dawson, P. (1996). Satellite television and the demand for football: A whole new ball game? *Scottish Journal of Political Economy*, 43(3), 317–333. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9485.1996.tb00848.x>
- Barajas, Á., & Rodríguez, P. (2010). Spanish football clubs' finances: Crisis and player salaries. *International Journal of Sport Finance*, 5(1), 52–66.
- Barajas, Ángel, Fernández-Jardón, C. M., & Crolley, L. (2005). Does Sports Performance Influence Revenues and Economic Results in Spanish Football? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.986365>
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Baroncelli, A., & Lago, U. (2006). Italian Football. *Journal of Sports Economics*, 7(1), 13–28. <https://doi.org/10.1177/1527002505282863>
- Barros, C. P. (2006). Portuguese Football. *Journal of Sports Economics*, 7(1), 96–104. <https://doi.org/10.1177/1527002505282870>
- Beech, J., Horsman, S., & Magraw, J. (2010). Insolvency events among English football clubs. *International Journal of Sports Marketing and Sponsorship*, 11(3), 236–249. <https://doi.org/10.1108/ijsms-11-03-2010-b006>
- Bontis, N., Ciambotti, M., Palazzi, F., & Sgro, F. (2018). Intellectual capital and financial performance in social cooperative enterprises. *Journal of Intellectual Capital*, 19(4), 712–731. <https://doi.org/10.1108/JIC-03-2017-0049>
- Bontis, N., William Chua Chong, K., & Richardson, S. (2000). Intellectual capital and business performance in Malaysian industries. *Journal of Intellectual Capital*, 1(1), 85–100. <https://doi.org/10.1108/14691930010324188>
- Caddy, I. (2000). Intellectual capital: Recognizing both assets and liabilities. *Journal of Intellectual Capital*, 1(2), 129–146. <https://doi.org/10.1108/14691930010377469>
- Diretiva 2013/34/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, (2013).
- Chan, K. H. (2009). Impact of intellectual capital on organisational performance: An empirical study of companies in the Hang Seng Index (Part 2). *Learning Organization*, 16(1), 22–39. <https://doi.org/10.1108/09696470910927650>
- Chen, M.-C., Cheng, S.-J., & Hwang, Y. (2005). An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 6(2), 159–176. <https://doi.org/10.1108/14691930510592771>
- Coolican, H. (2013). *Research Methods and Statistics in Psychology* (5th ed.). Routledge.
- Curado, C., Henriques, L., & Bontis, N. (2011). Intellectual capital disclosure payback. *Management Decision*, 49(7), 1080–1098. <https://doi.org/10.1108/00251741111151154>
- Dart, T. (2000). Playing in a different league. In S. Warby (Ed.), *Football in the Digital Age: Whose Game is It Anyway?* (pp. 144–150). Mainstream Publishing.
- Deloitte. (2016). *Football Money League: Top of the table*. <https://doi.org/10.1049/et.2010.1522>
- Deloitte. (2020). *Football Money League: Eye on the prize*. <https://doi.org/10.1038/35098232>
- Dimitropoulos, P. (2011). Profitability of the Greek Football Clubs: Implications for Financial Decisions Making. In *Operations Management* (Issue January 2011, pp. 169–182). Apple Academic Press. <https://doi.org/10.1201/b12879-10>

- 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. <https://doi.org/10.1504/IJAPE.2015.068862>
- Dimitropoulos, P. E., & Limperopoulos, V. (2014). Player contracts, athletic and financial performance of the Greek football clubs. *Global Business and Economics Review*, 16(2), 123–141. <https://doi.org/10.1504/GBER.2014.060181>
- Dimitropoulos, P. E., & Tsagkanos, A. (2012). Financial performance and corporate governance in the European football industry. *International Journal of Sport Finance*, 7(4), 280–308.
- Dimitropoulos, P., Leventis, S., & Dedoulis, E. (2016). Managing the European football industry: UEFA's regulatory intervention and the impact on accounting quality. *European Sport Management Quarterly*, 16(4), 459–486. <https://doi.org/10.1080/16184742.2016.1164213>
- Dobson, S., & Gerrard, B. (1999). The determination of player transfer fees in English professional soccer. *Journal of Sport Management*, 13(4), 259–279. <https://doi.org/10.1123/jsm.13.4.259>
- Dobson, S., Goddard, J., & Ramlogan, C. (2001). Revenue Convergence in the English Soccer League. *Journal of Sports Economics*, 2(3), 257–274. <https://doi.org/10.1177/152700250100200305>
- Drut, B., & Raballand, G. (2012). Why does financial regulation matter for European professional football clubs? *International Journal of Sport Management and Marketing*, 11(1–2), 73–88. <https://doi.org/10.1504/IJSMM.2012.045488>
- Edvinsson, L. (2000). Some perspectives on intangibles and intellectual capital 2000. *Journal of Intellectual Capital*, 1(1), 12–16. <https://doi.org/10.1108/14691930010371618>
- Edvinsson, L., & Malone, M. (1997). *Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Funding Its Hidden Brainpower*. Harper Business.
- Edvinsson, L., & Sullivan, P. (1996). Developing a model for managing intellectual capital. *European Management Journal*, 14(4), 356–364. [https://doi.org/10.1016/0263-2373\(96\)00022-9](https://doi.org/10.1016/0263-2373(96)00022-9)
- Firer, S., & Mitchell Williams, S. (2003). Intellectual capital and traditional measures of corporate performance. *Journal of Intellectual Capital*, 4(3), 348–360. <https://doi.org/10.1108/14691930310487806>
- Frick, B. (2007). The football players' labor market: Empirical evidence from the major European leagues. *Scottish Journal of Political Economy*, 54(3), 422–446. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9485.2007.00423.x>
- Frick, B., & Prinz, J. (2006). Crisis? What Crisis? Football in Germany. *Journal of Sports Economics*, 7(1), 60–75. <https://doi.org/10.1177/1527002505282868>
- Frick, B., & Simmons, R. (2008). The impact of managerial quality on organizational performance: Evidence from German soccer. *Managerial and Decision Economics*, 29(7), 593–600. <https://doi.org/10.1002/mde.1431>
- Galariotis, E., Germain, C., & Zopounidis, C. (2018). A combined methodology for the concurrent evaluation of the business, financial and sports performance of football clubs: the case of France. *Annals of Operations Research*, 266(1–2), 589–612. <https://doi.org/10.1007/s10479-017-2631-z>
- Garcia-del-Barrio, P., & Szymanski, S. (2009). Goal! profit maximization versus win maximization in soccer. *Review of Industrial Organization*, 34(1), 45–68. <https://doi.org/10.1007/s11151-009-9203-6>
- Gerrard, B. (2005). A resource-utilization model of organizational efficiency in professional sports teams. *Journal of Sport Management*, 19(2), 143–169. <https://doi.org/10.1123/jsm.19.2.143>
- Gerrard, B. (2010). Analysing sporting efficiency using standardised win cost: Evidence from the FA Premier League, 1995 - 2007. *International Journal of Sports Science and Coaching*, 5(1), 13–35. <https://doi.org/10.1260/1747-9541.5.1.13>
- Gürel, P., Aytül, D. E., & İlhan, K. (2013). Measuring Intellectual Capital For Football Clubs: Evidence From First Division Football League. *Pamukkale Journal of Sport Sciences*.
- Hamil, S., & Walters, G. (2010). Financial performance in English professional football: "An inconvenient truth." *Soccer and Society*, 11(4), 354–372. <https://doi.org/10.1080/14660971003780214>

- Hoehn, T., & Szymanski, S. (1999). The Americanization of European football. *Economic Policy*, 28, 203–240. <https://doi.org/10.1111/1468-0327.00048>
- IFRS Foundation. (2021a). *IAS 36 Impairment of Assets*.
- IFRS Foundation. (2021b). *IAS 38 Intangible Assets*.
- Janošević, S., Dženopoljac, V., & Bontis, N. (2013). Intellectual capital and financial performance in Serbia. *Knowledge and Process Management*, 20(1), 1–11. <https://doi.org/10.1002/kpm.1404>
- Johnson, B., & Christensen, L. (2012). *Educational Research* (4th ed.). Sage.
- Kamasak, R. (2017). The contribution of tangible and intangible resources, and capabilities to a firm's profitability and market performance. *European Journal of Management and Business Economics*, 26(2), 252–275. <https://doi.org/10.1108/EJMBE-07-2017-015>
- Kennedy, P. (2013). "Left wing" supporter movements and the political economy of football. *Soccer and Society*, 14(2), 277–290. <https://doi.org/10.1080/14660970.2013.776462>
- Kristandl, G., & Bontis, N. (2007). The impact of voluntary disclosure on cost of equity capital estimates in a temporal setting. *Journal of Intellectual Capital*, 8(4), 577–594. <https://doi.org/10.1108/14691930710830765>
- Lago, U., Baroncelli, A., & Szymanski, S. (2004). *Il business del Calcio*.
- Lago, U., Simmons, R., & Szymanski, S. (2006). The Financial Crisis in European Football: An Introduction. *Journal of Sports Economics*, 7(1), 3–12. <https://doi.org/10.1177/1527002505282871>
- Laureano, R. M. S. (2020). *Testes de Hipóteses e Regressão - O Meu Manual de Consulta Rápida* (1st ed). Edições Sílabos.
- Lev, B. (2001). *Intangibles: Management, Measurement, and Reporting*. Brookings Institution Press.
- Lev, B. (2004). Sharpening the intangibles edge. *Harvard Business Review*, 82(6).
- Lopes, I. T. (2010). Towards a complementary intangibles reporting approach. *Measuring Business Excellence*, 14(4), 24–34. <https://doi.org/10.1108/13683041011093730>
- Lopes, I. T. (2013). *A Gestão do Capital Intelectual e dos Intangíveis na Era do Conhecimento*. Escolar Editora.
- Lopes, I. T. (2019). Are intangibles really a source of future economic benefits? Evidence from the technology sector. *Measuring Business Excellence*, 23(4), 442–457. <https://doi.org/10.1108/MBE-08-2018-0057>
- Lopes, I. T., & Ferraz, D. P. (2016). The value of intangibles and diversity on boards looking towards economic future returns: Evidence from non-financial Iberian business organisations. *International Journal of Business Excellence*, 10(3), 392–417. <https://doi.org/10.1504/IJBEX.2016.078705>
- Lopes, I. T., Ferraz, D. P., & Martins, M. M. (2016). The influence of diversity on boards on profitability: An overview across iberian non-financial listed companies. *Corporate Ownership and Control*, 13(2CONT2), 454–460. <https://doi.org/10.22495/cocv13i2c2p6>
- Lopes, I. T., Ferraz, D. P., & Rodrigues, A. M. G. (2016). The drivers of profitability in the top 30 major airlines worldwide. *Measuring Business Excellence*, 20(2), 26–37. <https://doi.org/10.1108/MBE-09-2015-0045>
- Lozano, F. J. M., & Carrasco Gallego, A. (2011). Deficits of accounting in the valuation of rights to exploit the performance of professional players in football clubs. A case study. *Journal of Management Control*, 22(3), 335–357. <https://doi.org/10.1007/s00187-011-0135-6>
- Mackenzie, N., & Knipe, S. (2006). Research Dilemmas: Paradigms, Methods and Methodology. *Educational Research*, 16, 193–205.
- Madden, P. (2015). Welfare economics of "financial fair play" in a sports league with benefactor owners. *Journal of Sports Economics*, 16(2), 159–184. <https://doi.org/10.1177/1527002512465759>
- Maditinos, D., Chatzoudes, D., Tsairidis, C., & Theriou, G. (2011). The impact of intellectual capital on firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 12(1), 132–151. <https://doi.org/10.1108/14691931111097944>
- Maglio, R., & Rey, A. (2017). The impairment test for football players: the missing link between

- sports and financial performance? *Palgrave Communications*, 3(1).
<https://doi.org/10.1057/palcomms.2017.55>
- Marr, B. (2007). What is intellectual capital? In *Strategies for Information Technology and Intellectual Capital: Challenges and Opportunities*. <https://doi.org/10.4018/978-1-59904-081-3.ch001>
- Marr, B., & Roos, G. (2012). A strategy perspective on intellectual capital. In *Perspectives on Intellectual Capital*. <https://doi.org/10.4324/9780080479934>
- Morariu, C. M. (2014). Intellectual capital performance in the case of Romanian public companies. *Journal of Intellectual Capital*, 15(3), 392–410. <https://doi.org/10.1108/JIC-05-2014-0061>
- Morrow, S. (2013). Football club financial reporting: time for a new model? *Sport, Business and Management: An International Journal*, 3(4), 297–311. <https://doi.org/10.1108/SBM-06-2013-0014>
- Nicolliello, M., & Zampatti, D. (2016). Football clubs' profitability after the Financial Fair Play regulation: evidence from Italy. *Sport, Business and Management: An International Journal*, 6(4), 460–475. <https://doi.org/10.1108/SBM-07-2014-0037>
- Nimtrakoon, S. (2015). The relationship between intellectual capital, firms' market value and financial performance: Empirical evidence from the ASEAN. *Journal of Intellectual Capital*, 16(3), 587–618. <https://doi.org/10.1108/JIC-09-2014-0104>
- Oprean, V.-B., & Oprisor, T. (2014). Accounting for Soccer Players: Capitalization Paradigm vs. Expenditure. *Procedia Economics and Finance*, 15, 1647–1654. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00636-4](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00636-4)
- Ordóñez de Pablos, P. (2003). Intellectual capital reporting in Spain: A comparative view. *Journal of Intellectual Capital*, 4(1), 61–81. <https://doi.org/10.1108/14691930310455397>
- Pinnuck, M., & Potter, B. (2006). Impact of on-field football success on the off-field financial performance of AFL football clubs. *Accounting and Finance*, 46(3), 499–517. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629x.2006.00179.x>
- Pulic, A. (2000). VAIC™ an accounting tool for IC management. *International Journal of Technology Management*, 20(5/6/7/8), 702. <https://doi.org/10.1504/IJTM.2000.002891>
- Rahman, S. (2012). The role of intellectual capital in determining differences between stock market and financial performance. *International Research Journal of Finance and Economics*, 89, 46–77.
- 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). <https://doi.org/10.3390/ijfs4020012>
- 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. <https://doi.org/10.1006/bare.2002.0215>
- Sardo, F., & Serrasqueiro, Z. (2018). Intellectual capital, growth opportunities, and financial performance in European firms: Dynamic panel data analysis. *Journal of Intellectual Capital*, 19(4), 747–767. <https://doi.org/10.1108/JIC-07-2017-0099>
- Scafarto, V., & Dimitropoulos, P. (2018). Human capital and financial performance in professional football: the role of governance mechanisms. *Corporate Governance (Bingley)*, 18(2), 289–316. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2017-0096>
- Schiuma, G., & Lerro, A. (2008). Intellectual capital and company's performance improvement. *Measuring Business Excellence*, 12(2), 3–9. <https://doi.org/10.1108/13683040810881153>
- Seppänen, M. (2009). Empirical classification of resources in a business model concept. *Intangible Capital*, 5(2), 102–124. <https://doi.org/10.3926/ic.2009>
- Shareef, F., & Davey, H. (2005). Accounting for intellectual capital: Evidence from listed English football clubs. *Journal of Applied Accounting Research*, 7(3), 78–116. <https://doi.org/10.1108/96754260580001042>
- Storm, R. K. (2012). The need for regulating professional soccer in Europe: A soft budget constraint approach argument. *Sport, Business and Management: An International Journal*, 2(1), 21–38. <https://doi.org/10.1108/20426781211207647>

- Subramaniam, M., & Youndt, M. A. (2005). The influence of intellectual capital on the types of innovative capabilities. *Academy of Management Journal*, 48(3), 450–463.
<https://doi.org/10.5465/AMJ.2005.17407911>
- Sullivan, P. (2000). *Value-Driven Intellectual Capital: How to Convert Intangible Corporate Assets into Market Value*. John Wiley & Sons.
- Szymanski, S. (1998). Why is Manchester United so successful? *Business Strategy Review*, 9(4), 47–54. <https://doi.org/10.1111/1467-8616.00082>
- Szymanski, S. (2010). The financial crisis and English football: The dog that will not bark. *International Journal of Sport Finance*, 5(1), 28–40.
- Szymanski, S., & Kuypers, T. (1999). *Winners and Losers: The Business Strategy of Football*. Penguin Books. <https://doi.org/10.1177/152700250100200406>
- Szymanski, S., & Smith, R. (2010). The English football industry: Profit, performance and industrial structure. In *Football Economics and Policy*. https://doi.org/10.1057/9780230274266_01
- UEFA. (2010). *UEFA Club Licensing and Financial Fair Play Regulations: Edition 2010*.
- UEFA. (2013). *The European Club Licensing Benchmarking Report Financial Year 2011*.
<http://www.uefa.com/uefa/footballfirst/protectingthegame/clublicensing/news/newsid=1744182.html>
- UEFA. (2014a). *Licensed to thrill: Benchmarking report on the clubs qualified and licensed to compete in the UEFA competition season 2013/14*.
- UEFA. (2014b). *The European Club Footballing Landscape: Club Licensing Benchmarking Report Financial Year 2012*.
- UEFA. (2015). *Club licensing: 10 Years on...*
- UEFA. (2016). *The European Club Footballing Landscape: Club Licensing Benchmarking Report Financial Year 2014*.
- UEFA. (2017). *The European Club Footballing Landscape: Club Licensing Benchmarking Report Financial Year 2015*.
- UEFA. (2018a). *The European Club Footballing Landscape: Club Licensing Benchmarking Report Financial Year 2016*.
- UEFA. (2018b). *UEFA Club Licensing and Financial Fair Play Regulations: Edition 2018*.
- UEFA. (2019). *The European Club Footballing Landscape: Club Licensing Benchmarking Report Financial Year 2017*.
- UEFA. (2020). *The European Club Footballing Landscape: Club Licensing Benchmarking Report Financial Year 2018*.
- UEFA. (2021). *The European Club Footballing Landscape: Club Licensing Benchmarking Report - Football during the pandemic*.
- Wiseman, F., & Chatterjee, S. (2003). Team payroll and team performance in major league baseball: 1985-2002. *Economics Bulletin*, 1(1).
- Yang, D., & Sonmez, M. (2005). Intangible balls. *Business Strategy Review*, 16(2), 39–44.
<https://doi.org/10.1111/j.0955-6419.2005.00361.x>
- Yasar, N. N., Isik, M., & Calisir, F. (2015). Intellectual Capital Efficiency: The Case of Football Clubs. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 207, 354–362.
<https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.10.105>
- Youndt, M. A., Subramaniam, M., & Snell, S. A. (2004). Intellectual Capital Profiles: An Examination of Investments and Returns. *Journal of Management Studies*, 41(2), 335–361.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2004.00435.x>
- Yu, H.-C., Wang, W.-Y., & Chang, C. (2015). The stock market valuation of intellectual capital in the IT industry. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 45(2), 279–304.
<https://doi.org/10.1007/s11156-014-0437-5>
- Yun, J. M., & Hyo, G. K. (2006). A model for the value of intellectual capital. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 23(3), 253–269. <https://doi.org/10.1111/j.1936-4490.2006.tb00630.x>