RGNE REVISTA DE GESTÃO E NEGÓCIOS DO ESPORTE

Seção de Publicação do artigo: Artigo Original

Determinantes do Valuation dos Clubes de futebol no Brasil: Evidências do Impacto do Ativo Intangível

Determinants of the Valuation of Football Clubs in Brazil: Evidence of the Impact of Intangible Assets

Determinantes de la Valoración de los Clubes de Fútbol en Brasil: Evidencia del Impacto de los Activos Intangibles

Lucas Guimarães Woyames
Universidade Federal do Rio de Janeiro
lucas101002@hotmail.com

Ronan Reis Marçal
Universidade Federal do Rio de Janeiro
m.ronanreis@gmail.com

Pedro Henrique Lima
Universidade Federal do Rio de Janeiro
pedrohsantosl20@gmail.com

Resumo

O presente estudo investiga o impacto do ativo intangível no *valuation* dos clubes de futebol do Brasil no período 2020–2024, combinando dados secundários dos relatórios da Sports Value e das demonstrações financeiras publicadas pelos clubes. A análise utiliza uma base em painel (clube-ano) e estima um modelo Tobit, especificado para lidar com a censura à esquerda considerada para a variável dependente. Os resultados indicam que o intangível líquido apresenta associação positiva e estatisticamente significativa com o *valuation*, enquanto o endividamento geral e a variável institucional SAF exibem associação negativa e significativa; por sua vez, as variáveis contábeis de desempenho e patrimônio líquido ajustado não se mostraram estatisticamente relevantes na especificação estimada. Conclui-se que, no recorte analisado, o intangível contábil se relaciona de forma relevante com a formação de valor econômico dos clubes, ao passo que a estrutura de endividamento e o arranjo institucional também se associam ao *valuation*. O estudo contribui ao oferecer evidências empíricas, com base em dados públicos, para a discussão sobre intangíveis e *valuation* no contexto do futebol brasileiro.

Palavras-chave: Contabilidade Esportiva. Ativos Intangíveis. Valor de Mercado. Regressão Tobit.

Abstract

The present study investigates the impact of intangible assets on the valuation of Brazilian football clubs in the 2020–2024 period, combining secondary data from Sports Value reports and the financial statements published by the clubs. The analysis uses a panel dataset (club-year) and estimates a Tobit model, specified to handle the left-censoring assumed for the dependent variable. The results indicate that net intangible assets have a positive and statistically significant association with valuation, while overall leverage and the institutional variable SAF exhibit a negative and significant association; in turn, the accounting variables for performance and adjusted equity were not statistically significant in the estimated specification. It is concluded that, in the period analyzed, accounting intangible assets are meaningfully related to the formation of the clubs' economic value, while the debt structure and the institutional arrangement are also associated with valuation. The study contributes by providing empirical evidence, based on public data, to the discussion on intangibles and valuation in the context of Brazilian football.

Keywords: Sports Accounting. Intangible Assets. Market Value. Tobit Regression. Athlete Valuation.

Resumen

El presente estudio investiga el impacto de los activos intangibles en la valoración de los clubes de fútbol brasileños en el período 2020–2024, combinando datos secundarios de los informes Sports Value y de los estados financieros publicados por los clubes. El análisis utiliza un conjunto de datos de panel (club-año) y estima un modelo Tobit, especificado para manejar la censura por la izquierda asumida para la variable dependiente. Los resultados indican que los activos intangibles netos presentan una asociación positiva y estadísticamente significativa con la valoración, mientras que el apalancamiento total y la variable institucional SAF muestran una asociación negativa y significativa; por su parte, las variables contables de desempeño y patrimonio ajustado no resultaron estadísticamente significativas en la especificación estimada. Se concluye que, en el período analizado, los activos intangibles contables se relacionan de manera significativa con la formación del valor económico de los clubes, mientras que la estructura de endeudamiento y el arreglo institucional también se asocian con la valoración. El estudio contribuye al aportar evidencia empírica, basada en datos públicos, al debate sobre los intangibles y la valoración en el contexto del fútbol brasileño.

Palabras Clave: Contabilidad Deportiva. Activos Intangibles. Valor de Mercado. Regresión Tobit. Valoración de Atletas.

Introdução

O futebol no Brasil é muito mais do que uma prática esportiva, é um fenômeno social, cultural e econômico que atravessa gerações e reflete a identidade nacional (Maia & Vasconcelos, 2016). Há mais de sete décadas, a modalidade movimenta expressivos valores financeiros e impulsiona o consumo em diferentes segmentos, consolidando-se como um dos pilares da economia do entretenimento (Maia & Vasconcelos, 2016).

Além do aspecto econômico, o futebol desperta paixões, une torcedores de distintas classes sociais e exerce papel fundamental na construção de vínculos coletivos e no fortalecimento da cultura brasileira (Cunha, 2022). Sob a ótica econômica, o futebol transformou-se em uma das indústrias mais relevantes e rentáveis do país (Cunha, 2022). Os clubes brasileiros assumem papel central na movimentação financeira de cidades e regiões, impulsionando setores como turismo, mídia, marketing e serviços (Mello et al., 2017).

Segundo Cunha (2022), o esporte integra um mercado global altamente competitivo, no qual transmissões televisivas, contratos de patrocínio e direitos de imagem representam fontes de receita essenciais. Com isso, o futebol passou a exigir gestão profissional e práticas administrativas sustentáveis que garantam equilíbrio financeiro e transparência nas demonstrações contábeis (Maia & Vasconcelos, 2016).

Bastos, Pereira e Tostes (2007) apontam que os clubes funcionam como instrumentos de integração social, promovendo projetos educacionais e comunitários que beneficiam amplos grupos da população. Araujo (2019) acrescenta que as atividades ligadas ao futebol estimulam a geração de emprego e renda, além de impulsionarem o desenvolvimento regional. Do mesmo modo, Mello et al. (2017) observam que o esporte, mesmo em contextos de crise econômica, permanece como importante fonte de mobilização social e de sustentação de economias locais.

Nesse contexto, Cunha (2022) afirma que os ativos intangíveis, especialmente o valor das marcas, a imagem institucional e os direitos federativos dos atletas, assumem papel decisivo para a competitividade e o desempenho econômico dos clubes. Esses elementos representam parcela significativa do patrimônio das entidades desportivas, influenciando diretamente sua capacidade de investimento e geração de receita (Cunha, 2022).

Para Bastos, Pereira e Tostes (2007), a adequada evidenciação desses ativos nas demonstrações contábeis é essencial para a transparência e para o fortalecimento da governança. Já Maia e Vasconcelos (2016) defendem que a mensuração consistente dos intangíveis permite aproximar o valor contábil do valor de mercado, reduzindo assimetria de informação e proporcionando uma visão mais realista da situação patrimonial dos clubes.

Diante desse contexto, embora a literatura evidencie a relevância dos ativos intangíveis para os clubes de futebol, especialmente no que se refere à sua representatividade patrimonial e à centralidade dos direitos sobre atletas (Maia & Vasconcelos, 2016; Assis & Nakamura, 2019),

persistem limitações importantes quanto à sua mensuração e evidenciação contábil. Este fator compromete a transparência e a qualidade das informações disponíveis aos stakeholders (Bastos, Pereira & Tostes, 2007; Leite & Pinheiro, 2014; Mota, Brandão & Ponte, 2016).

Ademais, embora existam evidências de que variáveis financeiras e esportivas influenciam o valor dos clubes (Faria et al., 2019; Costa et al., 2024), e indícios de associação entre ativos intangíveis e valor de mercado em contextos específicos (Feliciano, 2010), ainda se observa uma lacuna quanto à análise empírica integrada da influência dos ativos intangíveis sobre o valuation no contexto dos clubes brasileiros. Nesse sentido, formula-se o seguinte problema de pesquisa: qual é a influência dos ativos intangíveis sobre o valuation dos clubes de futebol brasileiros?

Neste ensejo, este artigo tem como objetivo analisar a influência dos ativos intangíveis no valuation dos clubes brasileiros. A importância do tema decorre do fato de que esses elementos representam parcela significativa do patrimônio das entidades desportivas e exercem impacto direto em sua valorização de mercado (Cunha, 2022). Além disso, a ausência de uniformidade na evidenciação contábil dificulta a comparação entre clubes e compromete a qualidade das informações utilizadas por stakeholders (Bastos, Pereira & Tostes, 2007).

As contribuições deste estudo se estendem a diferentes públicos interessados na evolução da contabilidade esportiva. Para os gestores, os resultados podem auxiliar na formulação de políticas de valorização e controle dos ativos intangíveis, reforçando a sustentabilidade financeira dos clubes (Mello et al., 2017).

Para investidores e patrocinadores, a correta mensuração desses ativos oferece informações mais precisas para a tomada de decisões, aumentando a credibilidade do setor (Bastos, Pereira & Tostes, 2007). Por fim, para a academia e órgãos reguladores, o estudo contribui para o avanço do conhecimento sobre valuation e evidenciação contábil no esporte, estimulando práticas mais transparentes e alinhadas às normas internacionais de contabilidade (Maia & Vasconcelos, 2016).

Revisão de Literatura

Feliciano (2010) investigou se a variação do valor dos ativos intangíveis e de outras rubricas patrimoniais das Sociedades Anônimas Desportivas (SAD) dos três principais clubes portugueses se relaciona com a variação da cotação de suas ações em bolsa, além de avaliar a influência do desempenho desportivo nesse comportamento. Para isso, analisou dados contabilísticos e de mercado das SAD listadas na Bolsa de Lisboa, utilizando regressão linear simples e coeficientes de correlação de Pearson entre variáveis patrimoniais e indicadores de performance desportiva.

Os resultados indicam a existência de relação estatística significativa entre a variação dos ativos intangíveis e o preço das ações, negativa para Sporting CP e FC Porto e positiva para o SL Benfica, além de apontar que o ativo total e o passivo também influenciam a cotação, reforçando a relevância da contabilização dos direitos desportivos para os investidores.

Para além disso, Leite e Pinheiro (2014) verificaram se o desempenho no Campeonato Brasileiro, as receitas totais e a representatividade do ativo intangível influenciam o nível de disclosure do intangível nas demonstrações contábeis dos 20 maiores clubes de futebol do Brasil após a vigência do CPC 04. Os autores analisaram demonstrações referentes a 2010 e 2011 e estimaram um modelo de regressão linear múltipla com dados empilhados, por mínimos quadrados ordinários, tendo como variável dependente um índice de divulgação do intangível.

As conclusões apontaram que o desempenho no campeonato e o volume de receitas totais influenciam positivamente o nível de disclosure, enquanto a representatividade do intangível no ativo total não se mostrou estatisticamente significativa, além de evidenciar, em geral, baixo nível de divulgação do intangível entre os clubes analisados.

Já Maia e Vasconcelos (2016) tiveram como objetivo identificar o perfil dos ativos intangíveis com evidenciação contábil dos clubes de futebol do Brasil e da Europa, a partir dos indicadores de Influência do Ativo Intangível no Patrimônio Líquido (AIG) e Representatividade do Ativo Intangível (RAI). A pesquisa utilizou demonstrações financeiras de 66 clubes listados no G4 do Club World Ranking 2012 (exercício de 2011), análise de conteúdo e teste não paramétrico de Mann-Whitney para comparar Brasil e Europa.

As autoras concluem que há diferenças estatisticamente significantes entre os perfis de intangíveis dos clubes brasileiros e europeus, que o capital humano (especialmente direitos federativos e registro de jogadores e atletas em formação) constitui o principal grupo de intangíveis e que persistem fragilidades de *disclosure*, como ausência de informações sobre número de atletas, duração de contratos, vida útil e aplicação de *impairment test*.

Mota, Brandão e Ponte (2016) investigaram se o nível de disclosure do ativo intangível dos clubes brasileiros de futebol é influenciado por sua materialidade, analisando demonstrações financeiras de 26 clubes da Série A entre 2010 e 2012. A metodologia incluiu análise de conteúdo com *checklist* de 27 itens do CPC 04 (R1) para mensurar o *disclosure*, cálculo da materialidade pela razão entre ativo intangível e ativo total e estimação de regressão múltipla com variáveis de controle como rentabilidade, alavancagem, oportunidade de crescimento e desempenho em campo.

Os autores concluíram que, em média, os clubes divulgam apenas nove itens exigidos, que o intangível representa cerca de 10% do ativo total e que a materialidade, a oportunidade de crescimento e o desempenho esportivo influenciam positivamente o nível de disclosure, ao passo que ROA e alavancagem não se mostraram significativos.

Ademais, Galvão e Dornelas (2017) verificaram o desempenho dos clubes de futebol brasileiros na utilização do atleta como ativo intangível e recurso estratégico para a geração de benefícios econômicos no período de 2010 a 2013. A pesquisa utilizou dados das demonstrações contábeis de 18 clubes da Série A e aplicou a Análise Envoltória de Dados, considerando como *input* o investimento em atletas e como *outputs* receitas, fluxo de caixa e resultado.

A conclusão foi de que, apesar dos elevados investimentos e da geração de receitas expressivas, os clubes apresentam baixa eficiência global, sobretudo na geração de superávit e caixa, e que a eficiência não depende apenas do aumento do investimento em atletas, o que coloca em debate a coerência de tratá-los como principal ativo intangível e recurso estratégico para explicar os benefícios econômicos observados.

Ainda no mesmo escopo, Assis e Nakamura (2019) identificaram os valores de ativos intangíveis registrados nas demonstrações contábeis dos principais clubes de futebol do Brasil, bem como a representatividade dos gastos com formação, aquisição e renovação de contratos com atletas dentro desse grupo. Suas conclusões foram de que o intangível representa, em média, 16,86% do ativo dos clubes e que, em 26 dos 27 casos, os gastos com atletas respondem por mais de 97% desse grupo, alcançando média de 98,6%, o que evidencia a centralidade econômica dos jogadores e reforça a necessidade de aperfeiçoar metodologias de reconhecimento, mensuração e divulgação dos intangíveis no futebol.

Por outro lado, com menos foco no intangível e mais em valor de mercado, Araujo (2019) teve como objetivo criar e/ou adaptar um método de apreçamento (valuation) aplicável a clubes de futebol do Brasil, tomando o São Paulo Futebol Clube como estudo de caso, de modo a possibilitar a emissão de valores mobiliários. O autor concluiu que é possível construir um modelo sustentável de precificação de clubes, estimando o valor do São Paulo em cerca de R$ 2,63 bilhões e indicando que a metodologia pode ser replicada para outros clubes interessados.

Ainda nessa linha, o estudo de Faria et al. (2019) investigou quais variáveis financeiras e esportivas influenciam o valor dos clubes de futebol do Brasil, utilizando o Q de Tobin como proxy. Os autores concluíram que ranking da CBF, relação custo/receita e grau de endividamento explicam o valor dos clubes, enquanto ROA, liquidez corrente, primeira divisão e rebaixamento não são estatisticamente relevantes, indicando que maior pontuação esportiva, maior endividamento e maior eficiência nos gastos se associam a clubes mais valorizados no mercado.

O estudo de Costa et al. (2024) avaliou a relação entre o valor de mercado e o desempenho esportivo das equipes que disputaram a Premier League nas temporadas 2018–19 e 2022–23. A amostra foi composta por 100 clubes, com dados de valor de mercado e pontuação final coletados no site *Transfermarkt*, analisados por meio do teste de Shapiro-Wilk, teste de Kruskal-Wallis com post hoc de Dunn, teste de Mann-Whitney e correlação de Spearman.

Concluiu-se que não houve diferença significativa entre os valores de mercado ao longo das temporadas, porém os clubes que terminaram nas três primeiras posições apresentaram maior valor de mercado em comparação aos últimos colocados, observando-se correlações de moderada a forte entre valor de mercado e pontuação final, o que indica relação entre valor de mercado e classificação final na Premier League.

Ao retornar a análise para o intangível, Rosa e Rodrigues (2024) têm como objetivo analisar o impacto da transformação dos clubes de futebol em SAF's na gestão e valorização de recursos

intangíveis e sua contribuição para a sustentabilidade financeira e competitiva dos clubes. A pesquisa adota uma revisão de literatura sistemática, com critérios definidos de inclusão e exclusão, baseada em bases como *Web of Science* e Scopus, a partir da qual são selecionados e analisados seis artigos relacionados a gestão de clubes, SAF's e recursos intangíveis.

Os resultados indicam que a gestão estratégica desses ativos influencia significativamente o desempenho esportivo e financeiro, ao mesmo tempo em que evidenciam limitações nos métodos de avaliação, contabilização e divulgação dos intangíveis. Conclui-se que a adoção do modelo SAF amplia oportunidades de profissionalização e captação de investimentos, mas exige gestão integrada e transparente dos recursos intangíveis, além do avanço de pesquisas e regulamentações que aprimorem sua mensuração no longo prazo.

A literatura revisada sugere que os ativos intangíveis desempenham papel relevante no valor econômico dos clubes de futebol do Brasil. Feliciano (2010) identifica relação estatística entre intangíveis e valor de mercado, enquanto estudos como os de Maia e Vasconcelos (2016) e Assis e Nakamura (2019) destacam a centralidade do capital humano como principal componente desses ativos.

Ademais, pesquisas sobre valuation (Araujo, 2019; Faria et al., 2019; Costa et al., 2024) demonstram que fatores financeiros e esportivos influenciam o valor dos clubes, sem, contudo, explorar diretamente o papel dos intangíveis. Nesse contexto, e considerando as evidências de que tais ativos são economicamente relevantes, mas ainda pouco integrados às análises de valor, formula-se a hipótese central deste estudo

H1: o intangível líquido está positivamente associado ao valuation dos clubes de futebol do Brasil.

Procedimentos Metodológicos

Este capítulo apresenta os procedimentos metodológicos empregados para atender aos objetivos da pesquisa, detalhando o delineamento do estudo, a construção e o tratamento da amostra, a operacionalização das variáveis e a especificação do modelo econométrico (Tobit) utilizado para avaliar empiricamente a influência do intangível líquido sobre o valuation dos clubes de futebol do Brasil no período analisado.

Quanto aos fins, esta pesquisa classifica-se como explicativa, pois busca identificar e mensurar como o ativo intangível se relaciona com o valuation dos clubes brasileiros, controlando por características econômico-financeiras e institucionais. Quanto aos meios, a pesquisa caracteriza-se como bibliográfica e documental, por utilizar dados secundários públicos, além da literatura que fundamenta a construção das variáveis e do modelo econométrico.

A abordagem do problema é quantitativa, enquadrando-se no paradigma empírico-positivista (Martins & Theophilo, 2009). Nesse enquadramento, o estudo parte de variáveis

mensuráveis e comparáveis construídas a partir dos relatórios da Sports Value e das demonstrações financeiras dos clubes para aplicar técnicas estatísticas/econométricas (Tobit) e testar empiricamente a relação entre intangível líquido e valuation, controlando por fatores econômico-financeiros e institucionais.

A amostra da pesquisa foi composta a partir da consolidação de dados secundários provenientes de duas fontes: (i) os relatórios anuais da Sports Value, que disponibilizam estimativas de valuation dos clubes, e (ii) as demonstrações financeiras publicadas pelos próprios clubes, das quais foram extraídas as variáveis contábeis necessárias à operacionalização do modelo.

O recorte temporal adotado compreende o período de 2020 a 2024, em coerência com a disponibilidade de edições anuais do estudo da Sports Value e com a comparabilidade intertemporal das informações contábeis.

O procedimento de construção da base seguiu duas etapas: primeiro, realizou-se a coleta e padronização das informações para todos os clubes contemplados no escopo da pesquisa; em seguida, procedeu-se ao tratamento dos dados, com a exclusão de observações em que a divulgação realizada pelos clubes não era precisa ou apresentava baixa confiabilidade, de modo a preservar consistência e comparabilidade das variáveis utilizadas na estimação.

A escolha do modelo Tobit é adequada para esse contexto porque, conforme discutem Dantas, Machado e Macedo (2015), o modelo é indicado quando a variável dependente observada pode ser entendida como uma versão censurada de uma variável latente (não observável) que representa o “verdadeiro” nível econômico do fenômeno analisado.

Nessa estrutura, a Tobit permite, de forma integrada, avaliar a dinâmica associada à permanência no limite de censura e o efeito das variáveis explicativas sobre o valor esperado condicional, evitando inconsistências típicas de modelos lineares tradicionais quando há censura no resultado.

No presente estudo, a regressão Tobit é empregada para estimar como o ativo intangível líquido (INTliq) se relaciona com o valuation, envolvendo fatores institucionais e econômico-financeiros: d.SAF (*dummy* para clube associativo vs. SAF), ENDG (endividamento geral, Passivo Exigível/Ativo Total), RESLIQ (resultado líquido do exercício) e PLisolado (patrimônio líquido isolado do intangível).

Assim, a regressão modela o valuation censurado como função dessas variáveis, sendo o interesse central identificar o efeito do intangível líquido sobre o valor estimado do clube, mantendo constantes os demais determinantes incluídos. Nesse contexto, se apresenta a equação estimada, formulada para testar formalmente a hipótese central do estudo sobre o efeito do intangível líquido no valuation dos clubes de futebol brasileiros, considerando variáveis de controle econômico-financeiras e institucionais:

$$VAL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(\text{d.SAF}_{i,t}) + \beta_2(\text{ENDG}_{i,t}) + \beta_3(RESLIQ_{i,t}) + \beta_4(\text{PLisolado}_{i,t}) + \beta_5(\text{INTliq}_{i,t}) + \epsilon_i \mid 0 \leq VAL_{i,t}*$$

Legenda:

$\boldsymbol{VAL_{i,t}}$ é o valuation do clube i, no período t, sendo tal variável censurada à esquerda, em zero;
$\boldsymbol{\beta_0}$ é o intercepto da regressão;
$\boldsymbol{\beta_{1,2\ldots n}}$ são os coeficientes angulares da regressão;
d.SAF é uma dummy que assume valor "0" em clubes associativos e valor "1" em clubes SAF para cada clube i, no período t;
ENDG é o endividamento geral do clube i, no período t, mensurado pela razão entre o Passivo Exigível e o Ativo Total;
RESLIQ é o Resultado Líquido do exercício corrente de cada clube i, no período t;
PLisolado é Patrimônio Líquido de cada clube i, no período t, isolado do Ativo Intangível Líquido;
INTliq é o Ativo Intangível Líquido de amortizações e eventuais perdas por recuperabilidade;
ε é o termo de erro estocástico da regressão.

Resultados e Discussão

Inicialmente são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo (tabela 1). O Painel A reúne as medidas de tendência central e dispersão das variáveis quantitativas. Já no Painel B, reporta-se a distribuição da variável binária d.SAF.

Tabela 1 – Estatística das variáveis quantitativas e binária

Painel A – Estatísticas Descritivas das Variáveis Quantitativas					
Variável	**Média**	**Mediana**	**Desvio Padrão**	**Mínimo**	**Máximo**
Valuation	R$ 1.380.747.126,44	R$ 849.000.000,00	1.113.851.639	R$ 159.000.000,00	R$ 4.879.000.000,00
Endividamento Geral	1,37	1,03	1,32	0,09	8,16
Resultado Líquido	-R$ 7.349.552,07	R$ 220.744,00	100.576.328	-R$ 299.983.000,00	R$ 383.268.000,00
Patrimônio Líquido	-R$ 10.077.854,13	-R$ 6.790.092,50	356.541.871	-R$ 869.319.000,00	R$ 1.143.836.000,00
Ativo Intangível Líquido	R$ 105.340.716,61	R$ 38.082.567,50	233.591.004	R$ 54.334,00	R$ 1.591.243.000,00
Painel B – Variável Binária (SAF/Não SAF)					
SAF		*Contagem*		*Percentual*	
Não (0)		87		80,55	
Sim (1)		21		19,44	

Fonte: GRETL

As estatísticas descritivas evidenciam forte heterogeneidade econômica entre os clubes no desvio-padrão de R$ 1,114 bi e amplitude que vai de R$ 159,0 mi a R$ 4,879 bi. O afastamento entre média e mediana, somado ao elevado desvio-padrão, sugere uma distribuição assimétrica, em que poucos clubes concentram valores muito superiores e "puxam" a média para cima.

Do ponto de vista econômico-financeiro, chama atenção a combinação entre alavancagem elevada e resultados pressionados: o PL é negativo tanto na média (-R$ 10,08 mi) quanto na mediana (-R$ 6,79 mi), enquanto o Resultado Líquido tem média negativa (-R$ 7,35 mi) apesar de mediana levemente positiva (R$ 220,7 mil), indicando desempenho típico próximo do zero, mas com episódios de perdas (e ganhos) relevantes.

Em paralelo, o intangível líquido é expressivo (média R$ 105,34 mi, máximo R$ 1,591 bi) e bastante disperso, ao passo que o ENDG (média 1,3779; máximo 8,1631) aponta casos de endividamento extremo. Por fim, a composição institucional mostra predominância de clubes não SAF (87; 80,55%) frente às SAF's (21; 19,44%).

Dando início as análises inferenciais, o pressuposto de normalidade dos resíduos foi avaliado por meio do teste Qui-Quadrado no GRETL, cujo resultado apresentou p-valor = 0,000, levando à rejeição da hipótese nula de normalidade aos níveis usuais de significância. Diante dessa evidência, adotou-se estimação com erros-padrão robustos, a fim de garantir maior confiabilidade à inferência estatística mesmo com a violação desse pressuposto.

A figura 1 a seguir corrobora esse diagnóstico ao apresentar a evidência gráfica associada ao teste, reforçando a inadequação da hipótese de distribuição normal dos resíduos:

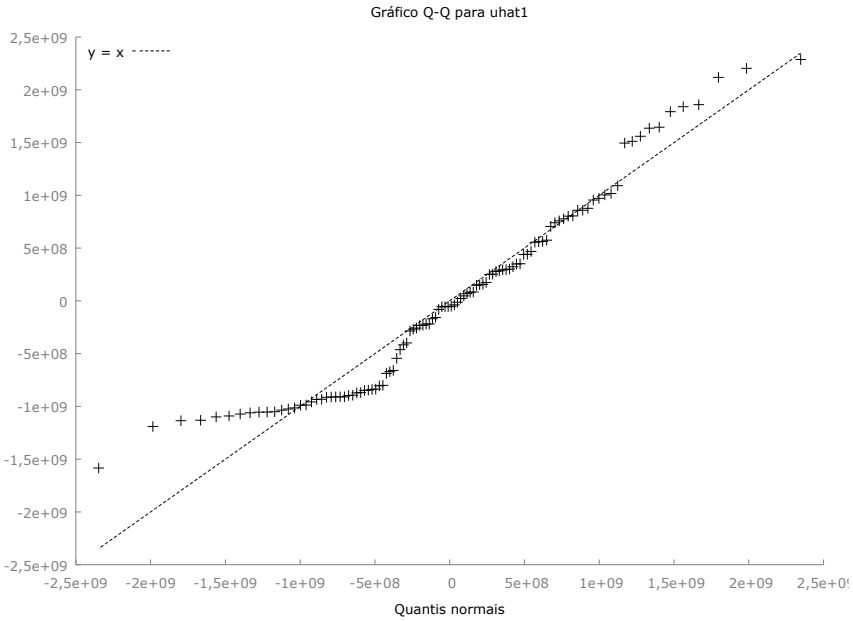

Figura 1: Evidência gráfica do teste Qui-Quadrado para normalidade dos resíduos.

Na sequência, apresenta-se a tabela 2 com os Fatores de Inflação da Variância (VIF), indicador utilizado para avaliar a multicolinearidade entre as variáveis explicativas do modelo, isto é, se correlações elevadas entre regressores poderiam inflar as variâncias dos estimadores e comprometer a interpretação dos coeficientes.

Tabela 2 - Teste de Multicolinearidade (VIF)

Variável	VIF
SAF (dummy)	1,273
Endividamento Geral	1,649
Resultado Líquido	1,643
Patrimônio Líquido	2,370
Ativo Intangível Líquido	1,319

Fonte: GRETL

Os fatores de inflação da variância (VIF) permaneceram bem abaixo do patamar de 5, conforme o critério indicado por Dantas, Machado e Macedo (2015), o que sinaliza que não há multicolinearidade relevante entre os regressores e, portanto, não se espera instabilidade importante nas estimativas. Em seguida, são reportados os coeficientes e outros detalhes estatísticos do modelo Tobit (tabelas 3 e 4), especificado para lidar com a censura à esquerda adotada para o valuation na análise.

Tabela 3 - Resultados da Regressão Tobit (Variável Dependente: Valuation)

Variável	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística z	Valor-p	Significância
Valuation	1,40079e+09	1,48173e+08	9,454	3,27e-21	***
SAF	-9,94425e+08	1,90384e+08	-5,223	1,76e-7	***
Endividamento Geral	-1,44489e+08	5,10908e+07	-2,828	0,0047	***
Resultado Líquido	1,17815	1,28165	0,9192	0,3580	
Patrimônio Líquido	-0,175915	0,319308	-0,5509	0,5817	
Ativo Intangível Líquido	2,59397	0,565755	4,585	4,54e-06	***

Fonte: GRETL

Tabela 4 - Estatísticas do Modelo Tobit

Estatística	Valor
Qui-quadrado (5)	51,35944
Log da verossimilhança	-2379,711
Critério de Akaike (AIC)	4773,422
Critério de Schwarz (BIC)	4792,197
Critério de Hannan-Quinn (HQIC)	4781,035
P-Valor	7,30e-10
Observações utilizadas	108

Fonte: GRETL

O teste global do modelo apresentou p-valor inferior a 0,01, indicando que a regressão é estatisticamente significativa ao nível de 99% de confiança. Esse resultado evidencia alta significância conjunta, sugerindo que, em conjunto, as variáveis explicativas incorporadas ao Tobit contribuem para explicar a variação do valuation dos clubes na amostra analisada.

Os resultados do Tobit indicam que o intangível líquido (INTliq), considerada a variável central do estudo, apresenta associação positiva e estatisticamente significativa com o valuation,

sugerindo que clubes com maior volume de intangíveis líquidos (após amortizações e eventuais perdas) tendem a apresentar maiores estimativas de valor econômico, *ceteris paribus*.

Esse achado é compatível com a evidência de que a materialidade do intangível e a qualidade/consistência de divulgação se associam positivamente ao valor de mercado em companhias abertas, indicando que o mercado (ou métricas de valor) reage à relevância econômica dos intangíveis e à confiabilidade das informações reportadas.

Em linha semelhante, Feliciano (2010), ao analisar SADs portuguesas, identifica relação estatística entre variações de intangíveis e a cotação das ações, ainda que com sinais distintos por clube, o que reforça a interpretação de que a relação entre intangível e valor pode ser relevante, mas heterogênea conforme o contexto e a estrutura econômica das entidades analisadas.

Para o endividamento (ENDG), os resultados apontam coeficiente negativo e significativo, sinalizando que maior alavancagem se associa a menor *valuation* na amostra, mantendo constantes as demais variáveis. Esse resultado pode ser discutido em contraste com Faria et al. (2019), que, usando Q de Tobin como *proxy* de valor, concluem que ranking CBF, relação custo/receita e grau de endividamento explicam significativamente o valor dos clubes (com associação positiva entre endividamento e valor naquele estudo).

Uma forma de reconciliar a divergência é observar que a própria Sports Value divulga, além do valuation, um "valuation ajustado às dívidas operacionais", enfatizando que o nível de passivos compõe a leitura do valor líquido econômico do clube, o que torna plausível que, ao utilizar valuation como variável dependente, maior endividamento pressione negativamente a estimativa de valor, a depender da proxy e do recorte temporal/amostral adotado.

Quanto à dummy d.SAF, o coeficiente estimado aparece negativo e significativo, indicando que, no período analisado, clubes SAF se associam a menor valuation relativo, controladas as demais variáveis do modelo. Esse resultado pode ser interpretado com cautela à luz da revisão de Rosa e Rodrigues (2024), que conclui que a adoção do modelo SAF amplia oportunidades de profissionalização e captação de investimentos, mas exige gestão integrada e transparente dos recursos intangíveis e avanços de mensuração/divulgação, ou seja, o efeito sobre valor não é automático e pode depender de execução, estágio de transição e qualidade informacional.

Por fim, o fato de resultado líquido e PL isolado não se mostrarem estatisticamente relevantes na especificação pode ser discutido em função da própria natureza do valuation adotado: a Sports Value descreve o valor de mercado como uma avaliação que incorpora não apenas rubricas contábeis, mas também marca, plantel/categorias de base e direitos esportivos, o que pode reduzir o poder explicativo isolado de medidas contábeis tradicionais quando essas dimensões intangíveis já são capturadas direta ou indiretamente pela métrica de valor utilizada.

Considerações finais

O objetivo deste trabalho foi examinar o impacto do ativo intangível no valuation dos clubes de futebol do Brasil, combinando informações de relatórios de valuation e demonstrações financeiras para construir uma base em painel e estimar um modelo econométrico apropriado à estrutura da variável dependente. Para isso, adotou-se a regressão Tobit, por considerar a característica de censura à esquerda assumida para o valuation, incorporando controles econômico-financeiros e institucionais (endividamento, desempenho do período, patrimônio líquido ajustado e o indicador de SAF).

Os resultados empíricos sustentam a hipótese central do estudo: o intangível líquido mostrou-se positivamente associado ao valuation e com evidência estatística consistente, sugerindo que clubes com maior volume de intangíveis tendem a apresentar maior valor econômico, mantidas constantes as demais condições do modelo. Em contrapartida, o endividamento geral apresentou associação negativa com o valuation, reforçando que a estrutura de capital pode atuar como fator restritivo à formação de valor.

Também se observou que a condição de ser SAF esteve relacionada a valuation inferior no período analisado, o que deve ser interpretado com cautela, pois pode refletir heterogeneidade entre projetos, estágios de transição e características específicas das entidades observadas. Já as variáveis contábeis de desempenho e de patrimônio líquido ajustado não se mostraram determinantes no modelo, indicando que, nesta especificação, a explicação do valuation se concentra mais fortemente em intangíveis e estrutura de endividamento do que em indicadores contábeis tradicionais.

De forma geral, os achados desta pesquisa dialogam diretamente com a literatura revisada, especialmente no que se refere à relevância econômica dos ativos intangíveis. A evidência de associação positiva entre o intangível líquido e o valuation reforça os argumentos de Maia e Vasconcelos (2016) e Assis e Nakamura (2019), ao corroborar a centralidade do capital humano como principal vetor de geração de valor econômico.

Por outro lado, ao evidenciar que o valuation é mais sensível aos intangíveis do que a indicadores contábeis tradicionais, os resultados também complementam Faria et al. (2019) e Costa et al. (2024), ampliando a compreensão dos determinantes do valor dos clubes ao incorporar explicitamente o papel dos ativos intangíveis, até então pouco explorado nesses modelos.

Em sentido complementar, os resultados também permitem uma leitura crítica à luz de estudos que problematizam a eficiência e a evidenciação dos intangíveis. A associação negativa do endividamento com o valuation está alinhada à discussão de Faria et al. (2019) sobre estrutura financeira e valor, ao passo que a não significância de variáveis contábeis tradicionais pode refletir as limitações informacionais apontadas por Leite e Pinheiro (2014) e Mota, Brandão e Ponte (2016), especialmente no que tange ao baixo nível de disclosure dos intangíveis.

Além disso, ao identificar a relevância dos intangíveis mesmo diante de possíveis ineficiências na sua gestão, como sugerido por Galvão e Dornelas (2017), o estudo reforça a necessidade de aprimoramento das práticas de mensuração, controle e divulgação desses ativos, em linha com as reflexões de Rosa e Rodrigues (2024) sobre a importância de uma gestão estratégica e transparente para a efetiva conversão dos intangíveis em valor econômico.

Do ponto de vista metodológico, os diagnósticos indicaram que a inferência exigia cautela quanto a pressupostos, motivo pelo qual se adotou estimação robusta; adicionalmente, a análise de multicolinearidade não apontou problemas relevantes, o que contribui para a estabilidade das estimativas. Em termos práticos, os achados reforçam a importância de uma gestão estratégica do intangível (incluindo mensuração, controle e evidenciação) como elemento associado à geração de valor no futebol, ao passo que níveis elevados de endividamento podem reduzir a percepção de valor econômico.

Como limitações, destacam-se a dependência de um valuation estimado por fonte externa, que agrega múltiplas dimensões não estritamente contábeis, e as assimetrias de divulgação nas demonstrações financeiras, o que exigiu exclusões por baixa confiabilidade informacional. Essas condições podem restringir comparabilidade plena entre clubes e limitar generalizações.

Para pesquisas futuras, recomenda-se ampliar o horizonte de análise, explorar medidas alternativas de valor, testar especificações com efeitos defasados e incorporar dimensões esportivas e de governança, de modo a aprofundar o entendimento dos canais pelos quais intangíveis e estrutura financeira se convertem em valuation no contexto do futebol brasileiro.

Referências Bibliográficas

Araujo, E. R. Apreçamento de time de futebol: Estudo de caso do São Paulo Futebol Clube. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2019.

Assis, A. B. & Nakamura, W. T. Ativos intangíveis no futebol brasileiro: uma análise das demonstrações contábeis. São Paulo, 2019.

Bastos, P. S. S.; Pereira, R. M. & Tostes, F. P. Uma contribuição para a evidenciação do ativo intangível – atletas – dos clubes de futebol. Revista Controle de Gestão, Rio de Janeiro, 2007.

Coelho, C. M. et al. Relação entre valor de mercado e desempenho esportivo de clubes da Série B do Campeonato Brasileiro de Futebol. Revista Intercontinental de Gestão Desportiva, 11, (3), 2021.

Costa, J. F. et al. Valor de mercado e desempenho esportivo na Premier League: uma análise de cinco temporadas (2018–2023). Lisboa: Instituto Politécnico de Lisboa, 2024.

CPC 04 (R1) – Ativo Intangível. Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2021.

Cunha, T. da C. Indústria do futebol – A problemática dos ativos intangíveis no contexto da auditoria financeira. Porto: Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, 2022.

Dantas, J.; Machado, M. & Macedo, M. Modelos Tobit em pesquisas contábeis e financeiras. Revista Contabilidade & Finanças, 26, (69), p. 321–334, 2015.

Faria, J. S. et al. Determinantes do valor dos clubes de futebol brasileiros. Revista de Contabilidade e Controladoria, 11, (3), 2019.

Feliciano, J. Activos intangíveis e desempenho das sociedades desportivas cotadas em bolsa. Lisboa: ISCTE Business School, 2010.

Galvão, M. A. & Dornelas, J. E. A eficiência dos clubes de futebol na utilização do atleta como ativo intangível e recurso estratégico. Revista Contabilidade Vista & Revista, 28, (2), 2017.

Krauspenhar, P. M. & Rover, S. Desempenho esportivo e ativo intangível em atletas: evidências em clubes brasileiros das séries A e B. Florianópolis: UFSC, s.d.

Leite, C. H. & Pinheiro, L. E. T. Determinantes do nível de disclosure do ativo intangível em clubes de futebol brasileiros. Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade, 8, (3), 2014.

Maia, A. B. G. R. & Vasconcelos, A. C. de. Disclosure de ativos intangíveis dos clubes de futebol brasileiros e europeus. Contabilidade Vista & Revista, Universidade Federal de Minas Gerais, 27, (3), p. 1-31, set./dez. 2016.

Martins, G. A. & Theophilo, C. R. Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009. ISBN 9788522458912.

Mello, J. A. V. B.; Gonçalves, F. M.; correia, F. D. S. & mourão, H. M. Percepções sobre valoração dos ativos intangíveis em clubes de futebol do Rio de Janeiro. Revista de Administração de Roraima – UFRR, Boa Vista, 7, (2), p. 331-347, jul./dez. 2017.

Mello, A. P. et al. O atleta das categorias de base como ativo intangível: um estudo com gestores de clubes do Rio de Janeiro. Revista de Contabilidade e Organizações, 11, (29), 2017.

Mota, M. L.; Brandão, M. M. & Ponte, V. M. R. Materialidade e disclosure do ativo intangível nos clubes brasileiros de futebol. Revista de Contabilidade e Organizações, 10, (26), 2016.

Rosa, T. P. & Rodrigues, C. A. Gestão e valorização de recursos intangíveis em clubes de futebol transformados em SAF: uma revisão sistemática da literatura. Curitiba: UFPR, 2024.

Santos Galvão, N. M. & Dornelas, J. S. Análise de desempenho na geração de benefícios econômicos dos clubes de futebol brasileiros: o uso do atleta como recurso estratégico e ativo intangível. Revista contemporânea de Contabilidade, 14, (32), p. 21-47, 2017.

Sousa, A. M.; Pacheco, D. M. & rover, S. Disclosure e value relevance do ativo intangível nas companhias abertas brasileiras. Revista de Contabilidade e Finanças, 35, (93), 2.

Sports value. Avaliação econômica dos clubes brasileiros 2020: valuation inédito dos TOP 30 clubes

do Brasil. 2020.

Sports value. Avaliação econômica dos clubes brasileiros 2021: valuation dos TOP 30 clubes do Brasil – 2ª edição. 2022.

Sports value. Avaliação econômica dos clubes brasileiros 2022: valuation dos TOP 30 clubes do Brasil – 3ª edição. 2023.

Sports value. Avaliação econômica dos clubes brasileiros 2023: valuation dos TOP 30 clubes do Brasil – 4ª edição. 2024.

Sports value. Avaliação econômica dos clubes brasileiros 2024: valuation dos TOP 30 clubes do Brasil – 5ª edição. 2024.

Recebido em: maio. 2026
Aprovado em: junho. 2026

A **Revista de Gestão e Negócios do Esporte** utiliza o Open Journal Systems (versão 3.3.0.9), sistema open source, preservando assim, a integridade dos artigos em ambiente de acesso aberto.