

Relação dos desempenhos financeiro e esportivo com o valor de mercado dos clubes de futebol brasileiros

The relationship between the financial and sporting performance and the market value of Brazilian football clubs

Relación del rendimiento financiero y deportivo con el valor de mercado de los clubes de fútbol brasileños

Raidan Iago dos Santos*

Doutorando em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP), São Paulo/SP, Brasil

raidaniago@usp.br

<https://orcid.org/0000-0002-2580-8941> 

Amaury José Rezende

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP)
Professor do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da FEA-RP (USP), Ribeirão Preto/SP, Brasil


amauryj@usp.br

<https://orcid.org/0000-0003-3057-6097> 

Flávia Zóboli Dalmacio

Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP)
Professora do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da FEA-RP (USP), Ribeirão Preto/SP, Brasil


flaviazd@usp.br

<https://orcid.org/0000-0001-7776-1041> 

Valdemir da Silva

Doutorando em Ciências Contábeis e Administração pela FUCEPE Business School (FUCEPE)
Professor do Curso de Ciências Contábeis da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade Federal de Alagoas (FEAC/UFAL), Maceió/AL, Brasil

valdemir.silva@feac.ufal.br

<https://orcid.org/0000-0001-5515-382X> 

Endereço de contato principal para correspondência*

Av. Professor Luciano Gualberto, 908, Butantã, CEP: 05508-010, São Paulo/SP, Brasil

Resumo

O objetivo deste estudo foi identificar a relação entre os desempenhos financeiro e esportivo com o valor de mercado dos clubes de futebol brasileiros. Foram coletados dados das demonstrações contábeis dos 30 clubes de futebol mais valiosos do Brasil, no período de 2020 a 2022, utilizando regressões lineares múltiplas, por meio do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), para a análise dos dados. Os resultados indicam que os clubes com maiores capacidades de pagamento a curto prazo, os mais endividados e os que mais investem em atletas são os que mais maximizam seus valores de mercado. Ademais, bons desempenhos esportivos, a participação na Série A e maior presença de jogadores estrangeiros influenciam positivamente o *valuation* das equipes. O estudo contribui com informes a investidores e torcedores, que têm ganhado evidência para os times de futebol, pois esses agentes necessitam de informações que viabilizem a identificação de oportunidades de investimentos.

Palavras-chave: Valor dos clubes; Desempenho financeiro; Desempenho esportivo; Clubes de futebol

Abstract

This study aimed to identify the relationship between the financial and sporting performance of Brazilian football clubs and their market value. Data on the financial statements of the 30 most valuable football clubs in Brazil were collected from 2020 to 2022 through multiple linear regression, using the Ordinary Least Squares (OLS) method for data analysis. The results indicate that clubs with the greatest capacity to pay in the short term, those with the most debt, and those that invest the most in players, are the ones that maximize their market values the most. Additionally, good sporting performances, participation in Serie A, and a greater presence of foreign players positively influence the valuation of clubs. The study provides valuable information for investors and fans, who have become increasingly aware of football clubs, as these stakeholders require accurate data to visualize investment opportunities.

Keywords: Club value; Financial performance; Sporting performance; Football clubs

Resumen

El objetivo de este estudio fue identificar la relación del rendimiento financiero y deportivo con el valor de mercado de los clubes de fútbol brasileños. Se recopilieron datos sobre los estados financieros de los 30 clubes de fútbol más valiosos de Brasil, de 2020 a 2022, mediante regresión lineal múltiple, utilizando el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), para el análisis de los datos. Los resultados indican que los clubes con mayor capacidad de pago a corto plazo, los más endeudados y los que más invierten en jugadores son los que maximizan sus valores de mercado. Además, los buenos resultados deportivos, la participación en la Serie A y una mayor presencia de jugadores extranjeros influyen positivamente en la valoración de los equipos. El estudio aporta información para inversores y aficionados, cada vez más sensibilizados con los equipos de fútbol, ya que estos agentes necesitan información para visualizar oportunidades de inversión.

Palabras clave: Valor de los clubes; Desempeño financiero; Desempeño deportivo; Clubes de fútbol

1 Introdução

O futebol, uma paixão dos brasileiros, é um dos esportes mais tradicionais e praticados no país, atraindo muitos consumidores (torcedores), investidores, atletas e empresas (Ferreira et al., 2018). Nesse cenário, os clubes de futebol tornaram-se uma das principais opções de lazer, no que se refere às práticas desportivas e a eventos de grande porte, movimentando valores bilionários ao longo dos últimos anos (Dantas & Boente, 2012; Gonçalves et al., 2020). Corroborando esse cenário positivo, os 20 maiores clubes brasileiros atingiram o maior valor de receitas da história, ao somar cerca de R\$ 9 bilhões em rendimentos totais em 2023, o que representa um aumento de 20% em relação a 2022 (Sports Value, 2024).

Com essa evolução financeira, a necessidade de aprimoramento dos modelos de gestão tornou-se fundamental, uma vez que os clubes de futebol deixaram para trás um método de atuação pautado apenas nos valores e nas tradições, para focar em objetivos voltados ao mercado de negócios, como eficiência, rentabilidade e competitividade (Rodrigues & Silva, 2009). Confirmando essa percepção, Gonçalves e Carvalho (2006) ressaltaram que o futebol se transformou em uma atividade com características típicas de negócios comerciais, já que as entidades desportivas passaram a comercializar espetáculos futebolísticos e expor seus jogos em mídias eletrônicas, tais como a televisão, o *pay-per-view*, entre outras, além de explorarem suas marcas para maximizar resultados financeiros e econômicos. Nesse sentido, Zambom-Ferraresi et al. (2017) demonstraram que os clubes estão em processo de transformação para um modelo diversificado de exploração de fontes de renda, não dependendo somente dos investimentos de apoiadores, mas também das cotas televisivas e de mídias em geral, elevando a performance financeira das equipes.

Todavia, apesar da relevância econômica e financeira do futebol, por meio da exploração de novos meios de obtenção de recursos, ainda há preocupação quanto à gestão financeira das entidades desportivas (Miragaia et al., 2019; Marotz et al., 2020). Nesse contexto, observa-se que muitas equipes enfrentam problemas financeiros que geram elevados endividamentos e sucessivos prejuízos econômicos (Chelms et al., 2019), os quais enfraquecem a capacidade de investir em recursos humanos (atletas) e ativos estruturais para a evolução da atividade desportiva, dificultando, consequentemente, maior exposição midiática, que, por sua vez, gera mais receitas e valorização dos clubes.

Além disso, os clubes brasileiros, em sua maioria, devido ao grande endividamento, demonstra baixa capacidade de solvência, o que compromete investimentos (Rezende & Dalmácio, 2015; Gomes et al., 2024) e, como resultado, a manutenção e continuidade nos campeonatos disputados. Desse modo, a ineficiência na gestão, principalmente no gerenciamento de recursos financeiros, que impacta diretamente o desempenho esportivo, faz com que os gestores não consigam explorar toda a potencialidade estrutural e mercadológica das agremiações, conduzindo-as à desvalorização no mercado (Silva & Las Casas, 2018).

Nesse sentido, evidencia-se a importância da manutenção equilibrada dos aspectos financeiros e esportivos, pois o gerenciamento eficiente aliado a bons desempenhos, como a exploração de novas oportunidades de receitas, obtenção de lucro operacional e bons desempenhos em campeonatos nacionais, pode influenciar positivamente o valor de mercado de uma equipe (Scelles et al., 2013, 2016). Isso é ratificado pelas variáveis utilizadas na metodologia da Sports Value (2023), que considera o potencial de mercado, a potencialidade esportiva e o aproveitamento das receitas oriundas da marca.

Dessa forma, em relação à evolução dos recursos movimentados e ao impacto dos desempenhos financeiro e esportivo nos valores dos clubes, surge a seguinte questão: qual a relação entre os desempenhos financeiro e esportivo nos valores dos clubes de futebol brasileiros? Portanto, o estudo tem como objetivo verificar a relação dos desempenhos financeiro e esportivo com o valor de mercado dos clubes de futebol brasileiros.

O estudo é motivado pelo crescimento dos modelos de clube-empresa, que têm ganhado relevância, principalmente após a aprovação da Lei 14.193/21, que instituiu as Sociedades Anônimas de Futebol (SAFs). Esse novo cenário tem levado entidades desportivas a buscar novas fontes de recursos, explorando majoritariamente suas marcas, o que atrai tanto a fidelização de consumidores quanto o interesse de investidores externos (Dantas, 2013; Gomes et al., 2024). A justificativa do estudo está na necessidade de

preencher uma lacuna de pesquisas sobre *valuation* das agremiações esportivas (Perechuda & Čarter, 2022), dado que os trabalhos existentes, envolvendo fatores explicativos financeiros e esportivos, concentram-se em ligas europeias (e.g., Scelles et al., 2016; Klobučnik et al., 2019; Zelenkov & Solntsev, 2022) e, em menor grau, no contexto brasileiro (e.g., Faria et al., 2019).

Nesse sentido, as informações geradas sobre variáveis que impactam positiva ou negativamente o valor de mercado dos clubes oferecem instrumentos estratégicos para gestores, sobretudo investidores e patrocinadores (Gonçalves et al., 2020), que buscam a melhor performance dentro e fora dos gramados. O equilíbrio entre fatores financeiros e esportivos pode contribuir para a valorização de mercado, aumentando os retornos sobre os investimentos feitos e satisfazendo os objetivos desses agentes (Barros et al., 2011; Scelles et al., 2013, 2016; Ferreira et al., 2018). Assim, esses informes são fundamentais para decisões assertivas e estratégicas dos *stakeholders*.

No campo teórico, o estudo busca trazer evidências a uma temática pouco explorada no futebol (e.g., Scelles et al., 2013, 2016; Faria et al., 2019; Zelenkov & Solntsev, 2022), não apenas reforçando a importância do desempenho financeiro, aspecto priorizado em pesquisas anteriores, mas também investigando de forma mais robusta o papel dos jogadores e do desempenho esportivo na agregação de valor aos clubes brasileiros. É notório que a formação e/ou contratação de atletas de destaque, associada à devida exploração de sua imagem pelo *marketing*, bem como a exposição midiática decorrente de boas performances esportivas, atraem torcedores e investidores (usuários externos), resultando em mais receitas e valorização do clube.

Desse modo, esse aprofundamento teórico aqui proposto gera informações práticas relevantes sobre fatores que influenciam a criação de valor, oferecendo aos administradores subsídios para decisões mais eficazes sobre estratégias a serem incentivadas e aprimoradas para a valorização dos clubes. Ademais, o futebol vive um momento em que investidores e os consumidores estão cada vez mais integrados à dinâmica operacional das equipes, de forma que esses agentes demandam informações sobre a boa gestão dos recursos, já que ela impacta diretamente a percepção externa sobre o potencial de retorno dos investimentos e a fidelização às respectivas marcas.

2 Referencial Teórico e Hipóteses da Pesquisa

2.1 Desempenhos financeiro e esportivo

Os clubes focam principalmente em formar equipes competitivas e de excelência, com o intuito de melhorar a qualidade do futebol apresentado nos gramados e de sustentar, com isso, o nível de competitividade à altura dos campeonatos dos quais participam (Dantas et al., 2016). Desse modo, os clubes precisam adquirir jogadores para se tornarem competitivos, uma vez que, na visão de Szymanski e Smith (1997), as habilidades futebolísticas são adquiridas no disputado mercado de jogadores e o montante dessas habilidades (bons jogadores) determina o posicionamento do time na liga. Sendo os atletas um importante fator para o bom desempenho esportivo, esses autores constataram que a boa performance nos gramados se associa positivamente aos lucros, de modo que os clubes mais bem posicionados obtêm maiores receitas, haja vista que o bom desempenho determina os valores recebidos com bilheteria, cotas televisivas, patrocínios, entre outros rendimentos.

Ademais, não somente a contratação de jogadores é suficiente para garantir uma boa performance esportiva, mas também é necessário que os pagamentos de salários sejam adequados e compatíveis com os resultados que esses jogadores podem entregar. Isso é ratificado por Szymanski e Smith (1997), que revelaram uma relação positiva entre as despesas com salários e o desempenho nos campos, denotando que o pagamento aos jogadores está diretamente relacionado aos resultados alcançados pelas equipes. Confirmando esse cenário, Gasparetto e Barajas (2018) destacam a importância da contratação de atletas talentosos para o alcance de bons resultados esportivos, pois há forte relação entre os salários pagos e a qualidade dos jogadores, de forma que maiores despesas com atletas (em tese, melhores jogadores) tendem a proporcionar melhores resultados esportivos.

Nesse contexto, sendo o futebol uma indústria movida pela emoção, os fãs são influenciados pelos sentimentos de satisfação ao assistir jogadores consagrados e grandes clubes (que detêm os melhores atletas), o que impacta positivamente a participação, o engajamento, a aquisição de produtos e o comparecimento aos jogos (Shakina et al., 2020). Assim, a emoção de assistir a grandes times e atletas renomados atrai os apoiadores, sejam torcedores ou patrocinadores/investidores, que contribuem para a geração de novas receitas e, consequentemente, para o melhor desempenho financeiro das equipes futebolísticas. Todavia, embora as equipes invistam montantes elevados, muitas vezes por meio de financiamento externo, para alcançar bons desempenhos e conquistar títulos, a incerteza inerente ao futebol faz com que os resultados sejam imprevisíveis, ocasionando diversos problemas financeiros (Dimitropoulos, 2014; Marques & Costa, 2016).

Nesse sentido, a busca constante pela evolução do desempenho esportivo, visando à conquista de títulos, ápice do sucesso, pode resultar em endividamentos e prejuízos que afetam o patrimônio líquido dos clubes, uma vez que o insucesso em campo pode não gerar o retorno esperado dos investimentos, comprometendo os objetivos econômicos e financeiros estabelecidos (Minatto & Borba, 2021). Além disso, quando o time não atinge a performance esportiva desejada, em decorrência da diferença do que foi projetado

e o que efetivamente foi alcançado, os consumidores pressionam os clubes a contratar novos jogadores (Leitão & Baptista, 2019). Assim, no que diz respeito às finanças, as contratações representam, direta ou indiretamente, um dos principais papéis para as equipes de futebol, visto que esses gastos correspondem a montantes financeiros significativos (Užík et al., 2022).

Os clubes de futebol sempre buscam bons resultados financeiros, os quais são naturalmente elevados quando o sucesso esportivo é alcançado, por meio de conquistas de campeonatos e bons posicionamentos. Isso faz com que as receitas provenientes de direitos de transmissão, bilheteria, comércio de produtos licenciados, *royalties*, entre outras fontes, sejam maximizadas diante do destaque positivo das performances nos meios midiáticos (Haas, 2003).

Contudo, Jahara et al. (2016) afirmam que, em geral, os clubes têm uma gestão financeira ineficiente, uma vez que o gerenciamento inadequado dos recursos coloca as equipes em situação de risco de insolvência, mesmo quando alcançam bom desempenho nos campeonatos. Ademais, o bom desempenho financeiro nem sempre significa sucesso dentro dos gramados (Jahara et al., 2016; Marotz et al., 2020). Reafirmando esse entendimento, Pereira et al. (2015) confirmam que entidades desportivas com situações financeiras inadequadas podem, em determinados momentos, alcançar bons resultados esportivos. Por outro lado, segundo esses autores, clubes com boa gestão financeira podem não atingir os resultados esperados, frustrando torcedores e investidores.

Essas situações caracterizam a imprevisibilidade e inconstância do futebol brasileiro. Tal comportamento instável é explicado pela dependência das equipes em obter boa performance esportiva na temporada para alcançar bom desempenho financeiro, pois o principal objetivo dos clubes é a conquista de títulos, ainda que nem sempre haja controle sobre os recursos investidos para atingir essa finalidade (Dantas et al., 2015). Os autores também atribuem essa ineficiência financeira às pressões sofridas pelos clubes, tanto de agentes internos (gestores e conselheiros) quanto externos (torcedores, mídia e investidores/patrocinadores).

Nesse cenário inconstante e incerto, Ferreira et al. (2018) observam que, ainda que a maioria dos clubes brasileiros não tenham fins lucrativos, o bom resultado financeiro (e econômico) é o meio para alcançar o objetivo final: a eficiência no desempenho esportivo. Essa relação positiva entre os aspectos financeiro e esportivo é possível por meio da busca pela excelência nos campeonatos nacionais e internacionais, o que traz satisfação ao ambiente esportivo, resultando em maior atração de apoiadores e fidelização dos consumidores já existentes, maximizando os superávits/lucros obtidos pela organização (Rossi et al., 2013; Abbas, 2023).

Além disso, é preciso alinhar a aplicação dos recursos ao desempenho da entidade esportiva (Silva & Mello, 2021), tanto em questões financeiras quanto esportivas, visto que conhecer a eficiência dos investimentos realizados contribui para a maximização do valor de mercado do clube. Na visão de Barros et al. (2011), os clubes devem buscar não somente o equilíbrio financeiro, mas também o bom desempenho em campo, pois, para serem bem-sucedidos nas partidas, precisam contar com bons jogadores e equipes de gestão financeira e esportiva qualificadas, capazes de potencializar as receitas provenientes de bilheteria, patrocínios e cotas televisivas, entre outras.

Reiterando esse ponto de vista, Ferreira et al. (2018) destacam que, se a agremiação possuir como único foco a performance esportiva, poderá gastar mais do que o necessário, comprometendo sua saúde financeira por meio da criação de mais dívidas e prováveis déficits. Por outro lado, para esses autores, um time que se preocupa apenas com o desempenho financeiro, pode optar por reduzir custos e, assim, deixar de formar equipes competitivas, o que compromete o sucesso nos campeonatos e impacta negativamente a geração de riqueza (isto é, o valor de mercado do clube).

Portanto, diante do crescimento da exploração das marcas dos clubes, principalmente pelas ações de *marketing*, é importante ressaltar que os desempenhos financeiro e esportivo são distintos, mas complementares, de forma que o desequilíbrio entre essas duas dimensões pode comprometer a geração de riqueza e a maximização do valor de mercado das equipes no longo prazo (Dantas & Boente, 2012; Ferreira et al., 2018; Chelmiss et al., 2019). Diante desse contexto, são apresentados os fatores financeiros e esportivos utilizados e as hipóteses desta pesquisa.

2.2 Desenvolvimento das hipóteses

Uma das formas de evidenciar o coeficiente de valorização ou desvalorização do valor de mercado de uma empresa é por meio do indicador de Q de Tobin, o qual expressa a capacidade de a companhia ser valorizada, refletindo a agregação de capital advinda do mercado como consequência de sua capacidade em gerar resultados positivos (Assaf, 2018). Tradicionalmente, o Q de Tobin é calculado pela soma dos Valores de Mercado das Ações (VMA) e dos Valores de Mercado das Dívidas (VMD), dividida pelo Valor de Reposição dos Ativos (VRA) (Assaf, 2018). Assim, quando o Q de Tobin apresenta resultado superior a 1, constata-se que houve agregação de riqueza ao valor da empresa em relação ao capital investido, enquanto que um coeficiente inferior a 1 indica diminuição no valor de mercado, evidenciando a incapacidade da companhia de retornar o capital aplicado (Butt et al., 2023).

Entretanto, o Q de Tobin, em sua forma tradicional, envolve variáveis específicas de empresas com ações listadas em bolsa, cujo valor de mercado é formado pelos VMA e VMD (Assaf, 2018; Faria et al., 2019).

Nesse contexto, nem todas essas variáveis estão disponíveis para os clubes de futebol brasileiros, visto que suas cotas de capital não são negociadas em bolsas de valores (Faria et al., 2019). Além disso, o denominador Valor de Reposição dos Ativos (VRA) nem sempre é facilmente estimável, pois faltam mercados para a comercialização de determinados ativos (Shepherd, 1986; Butt et al., 2023).

Diante dessa realidade, considerando que os clubes de futebol brasileiros não possuem ações negociadas em bolsa e que a estimação do VRA é inviável, o cálculo do Q de Tobin será adaptado. Assim, o VMA e o VMD serão substituídos pelos valores de mercado dos clubes, conforme publicados pela *Sports Value*, e o VRA será substituído pelo ativo total das equipes. Essa adaptação torna o uso do indicador mais viável e informativo do que os valores absolutos de mercado, pois, conforme destacam Coscarelli et al. (2011), a estimação percentual elimina o efeito do tamanho das marcas, permitindo a comparação entre as organizações de diferentes portes. Portanto, o Q de Tobin será calculado pela razão entre o valor de mercado e o ativo total, conforme proposto por Chung e Pruitt (1994), Búa et al. (2015) e Faria et al. (2019).

No campo financeiro, a primeira variável explicativa escolhida será a Liquidez Corrente (LC). Esse indicador é relevante em virtude de evidenciar o quanto a empresa dispõe de capital de giro para quitar dívidas de curto prazo, a partir da relação entre o ativo circulante e o passivo circulante (Jahara et al., 2016). Contudo, altos investimentos e má gestão de prazos podem colocar os clubes em uma situação financeira desfavorável de curto prazo (Dantas et al., 2015), o que reforça a importância de um controle eficiente das contas circulantes. Assim, com base em Faria et al. (2019), espera-se uma relação positiva entre a LC e o Q de Tobin. Em outras palavras, espera-se que quanto maior for o índice de liquidez corrente, maior tende a ser o valor de mercado dos clubes.

H1: o nível de liquidez corrente impacta positivamente o valor de mercado dos clubes.

Ademais, como fator adicional, para verificar se há relação entre o nível de endividamento e o Q de Tobin, será utilizado o Grau de Endividamento (GE), calculado pela razão entre o passivo total e o ativo total, indicador que evidencia as dificuldades financeiras dos clubes de futebol (Dantas et al., 2015; Ruta et al., 2022). Dessa forma, a utilização desse indicador terá como objetivo verificar se a adição de valor está associada ao endividamento das entidades desportivas, uma vez que se buscará analisar se o capital de terceiros ou o capital próprio tem maior participação no financiamento dos investimentos e, consequentemente, na agregação de valor de mercado.

Assim, se o valor estimado do GE for positivo, pode-se entender que o clube recorre a recursos de terceiros para satisfazer as necessidades de investimentos no clube, enquanto que um coeficiente negativo indica que a entidade desportiva consegue atender às suas necessidades com recursos próprios, apontando que o clube depende pouco de financiamentos externos, o que melhora a situação financeira e diminui as despesas financeiras, resultando em um aumento nos superávits/lucros auferidos (Faria et al., 2019). Dessa forma, espera-se uma relação positiva entre o endividamento e o valor de mercado.

H2: o nível de endividamento impacta positivamente o valor de mercado dos clubes.

Com o objetivo de analisar a eficiência dos gastos, será utilizado o indicador de Custo sobre Receita, expresso pela relação entre os custos/despesas operacionais e a receita líquida (Dantas & Boente, 2012). Quando o coeficiente ultrapassa 1 (ou 100%), indica que as despesas superam as receitas, sinalizando ineficiência no uso dos recursos à disposição do clube e maior probabilidade de o clube incorrer em déficit/prejuízo. Portanto, o índice de Custo/Receita deverá apresentar o coeficiente estimado negativo, pois é necessário que os clubes minimizem o indicador, para que, assim, possam ser eficientes financeiramente ao utilizar os recursos dispostos, conseguindo elevar os seus valores de mercado (Faria et al., 2019).

H3: o nível de custos sobre receitas afeta negativamente o valor de mercado dos clubes.

Como segunda variável para verificar se há influência da eficiência dos gastos no valor de mercado dos times, será utilizado o indicador de *Return on Assets* (ROA). O índice é a relação entre o lucro líquido e o ativo total (Pacheco, 2023). O indicador avalia a eficiência dos clubes em utilizar os seus investimentos na geração de receitas e, como resultado, na maximização de seus superávits/lucros (Pereira et al., 2015). Desse modo, esses autores complementam que o índice precisa expressar resultado positivo, denotando que a equipe utiliza eficientemente o ativo na obtenção de superávits/lucros, o que torna esse indicador uma *proxy* adequada de desempenho financeiro. Com isso, esse resultado positivo da lucratividade terá efeito positivo no *valuation* dos times.

H4: a lucratividade impacta positivamente o valor de mercado dos clubes.

Como último fator explicativo financeiro, será utilizada a relação entre investimentos intangíveis e ativo total. Em relação a esse tipo de investimento, Dantas (2013) e Pacheco (2023) afirmam que os investimentos intangíveis, para clubes de futebol, são compostos por gastos com as categorias de base e direitos econômicos adquiridos de jogadores profissionais. Essa variável se torna uma *proxy* adequada, pois os investimentos em atletas promovem o alcance de bons resultados esportivos (Kulikova & Goshunova, 2014), aspecto que maximiza resultados financeiros por meio de conquistas de prêmios financeiros e maiores receitas derivadas da boa performance esportiva, ao mesmo tempo em que impactam positivamente a exposição midiática, maximizando o valor de mercado. Assim, espera-se relação positiva do ativo intangível com a maximização do valor dos clubes.

H5: os investimentos em atletas impactam positivamente o valor de mercado dos clubes.

No tocante às *proxies* esportivas, a primeira a ser expressa será a pontuação do *Ranking* da

Confederação Brasileira de Futebol (CBF). Essa variável é operacionalizada por meio do somatório dos pontos conquistados pelos clubes em competições nacionais, pois evidencia as performances esportivas dos clubes nos Campeonatos Brasileiros (séries A, B, C ou D) e na Copa do Brasil, conforme pontuações do regulamento de pontos do *Ranking* Nacional de Clubes (RNC), criado e mantido pela CBF (Faria et al., 2019).

Na visão de Dantas (2013), essa variável é importante na análise, pois estabelece critérios mais reais e justos do que o critério de aproveitamento de pontos, haja vista que, além da copa do Brasil ter pontuações distintas para cada fase disputada, as pontuações para cada série do campeonato brasileiro (A, B, C e D) e posição dentro dessas competições são diferentes. Ademais, Faria et al. (2019) complementaram que os clubes passam a maior parte da temporada nesses respectivos campeonatos, de forma que analisar o desempenho das equipes nessas competições é essencial. Portanto, espera-se que a relação entre o *Ranking* da CBF e o valor de mercado seja positiva.

H6: a boa atuação em campeonatos impacta positivamente o valor de mercado dos clubes.

Além disso, na questão esportiva, serão utilizadas as variáveis relacionadas a primeira divisão e o acesso à divisão superior, além do rebaixamento, pois são fatores que representam sucesso e insucesso das equipes, respectivamente (Dantas et al., 2015, 2016). Dessa forma, pretende-se avaliar se essas variáveis têm relação com a adição de valor aos clubes, uma vez que os clubes da série A são clubes que têm maior número de apoiadores (torcedores e patrocinadores, por exemplo) e um incremento maior nas receitas recebidas (Dantas et al., 2015, 2017), o que maximiza sua exposição midiática e, conseqüentemente, seu valor de mercado.

Além disso, o acesso tem comportamento semelhante à variável primeira divisão, uma vez que maximiza a exposição do clube e suas fontes de receitas, o que pode impactar positivamente o valor do time. Por outro lado, o rebaixamento diminui as receitas e prejudica o pagamento das dívidas (Dantas et al., 2017), o que pode influenciar negativamente o valor de mercado. Espera-se que os fatores relativos à primeira divisão e ao acesso à divisão superior apresentem relação positiva com a adição de valor. Contudo, a expectativa é que a *proxy* de rebaixamento tenha relação negativa com a agregação de valor.

H7: participar da primeira divisão tem impacto positivo no valor de mercado dos clubes.

H8: o acesso à divisão superior tem impacto positivo no valor de mercado dos clubes.

H9: o rebaixamento de divisão tem efeito negativo no valor de mercado dos clubes.

Por fim, será utilizado o número de jogadores estrangeiros como variável explicativa. Na visão de Gerhards e Mutz (2017), os clubes estão cada vez mais diversificados, em virtude das diferentes nacionalidades presentes entre seus atletas, o que possui relação com o desempenho esportivo dos clubes. Diante das constatações de Gerhards e Mutz (2017), o referido fator será incluído no estudo, pois pretende-se identificar se há alguma influência na criação de valor, uma vez que ainda não foi *proxy* utilizada em estudos que abordaram o futebol brasileiro. Assim, até um determinado grau de diversidade nas nacionalidades, deverá existir uma relação positiva entre essa variável explicativa e o desempenho esportivo (Gerhards & Mutz, 2017), de modo que essa adequada performance esportiva pode contribuir com a valorização do clube. Por outro lado, quando um determinado limite é atingido, a quantidade de diferentes nacionalidades influenciará negativamente o desempenho (Gerhards & Mutz, 2017), podendo afetar negativamente o *valuation* dos clubes. Portanto, espera-se que o número de atletas tenha impacto positivo no valor de mercado das equipes brasileiras.

H10: o número de atletas estrangeiros afeta positivamente o valor de mercado dos clubes.

3 Metodologia

3.1 Dados e amostra

Os dados foram extraídos das demonstrações contábeis dos clubes de futebol brasileiros entre os anos de 2020 e 2022, especificamente Balanços Patrimoniais, Demonstrações do Resultado do Exercício e Notas Explicativas, dos sítios eletrônicos dos clubes e/ou de suas respectivas federações. Além desses documentos, foram extraídos informes dos estudos técnicos da *Sports Value* sobre o *valuation* das equipes de futebol brasileiras e, também, informações esportivas do endereço eletrônico da CBF. Ressalta-se que os dados foram corrigidos pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

A amostra da pesquisa é composta pelos 30 clubes mais valiosos do Brasil, listados nos estudos realizados pela *Sports Value* anualmente, que são: América-MG, Atlético-PR, Atlético-MG, Atlético-GO, Avaí, Bahia, Botafogo, Ceará, Chapecoense, Corinthians, Coritiba, Cruzeiro, Cuiabá, Flamengo, Fluminense, Fortaleza, Goiás, Grêmio, Guarani, Internacional, Juventude, Palmeiras, Paysandu, Ponte Preta, Red Bull Bragantino, Santos, São Paulo, Sport, Vasco e Vitória. Para que os resultados das análises estatísticas não contivessem vieses e inconsistências, foram excluídos os clubes que não divulgaram ou não apresentaram os demonstrativos contábeis completos, assim como os clubes que se apresentaram como *outliers* no período de 2020 a 2022. Guarani, Náutico e Santa Cruz foram excluídos por falta de informações completas.

Dessa forma, a escolha do período é justificada pela disponibilidade de dados relacionados ao *valuation* dos clubes, uma vez que a *Sports Value* só divulgou dados a partir de 2020. Assim, nos anos de 2018 e 2019, nenhuma empresa estudou e mensurou o valor econômico das entidades esportivas, de modo que esses dois exercícios foram marcados por *gaps*. Nos anos anteriores a 2018, essas avaliações foram realizadas pela BDO, entretanto, com uma metodologia diferente daquela utilizada pela *Sports Value*. Logo,

diante dessa lacuna e de mensurações anteriores, não foi possível estender o período de análise, tendo em vista a necessidade de se manter a padronização nos dados e na análise dos resultados.

3.2 Variáveis

Com os dados coletados, foram estabelecidas e elaboradas as *proxies* financeiras e esportivas utilizadas na análise, as quais permitiram mensurar, de forma aproximada, os construtos de desempenho financeiro e esportivo. Esses fatores foram selecionados com base em pesquisas anteriores, bem como a presente investigação busca avançar ao incorporar algumas variáveis ainda não exploradas, ao menos em estudos nacionais, com intuito de trazer novas contribuições ao entendimento do *valuation* dos clubes de futebol brasileiros. A Tabela 1 apresenta as variáveis utilizadas nesta pesquisa.

Tabela 1

Resumo das variáveis utilizadas neste estudo

Construtos	Proxies	Siglas	Operacionalização	Sinais Esperados	Estudos Anteriores
Desempenho Financeiro	Q de Tobin Adaptado	Tobin	Razão entre o valor de mercado e o ativo total	Variável Dependente	Chung e Pruitt (1994); Búa et al. (2015); Faria et al. (2019).
	Liquidez Corrente	LC	Relação entre o ativo circulante e o passivo circulante	+	Faria et al. (2019); Pacheco (2023).
	Grau de Endividamento	GE	Razão entre o passivo total e o ativo total	+	Faria et al. (2019); Ruta et al. (2022).
	Custo/Receita	C/R	Relação entre o total de custos/despesas operacionais e a receita líquida	-	Dantas e Boente (2012).
	<i>Return on Assets</i>	ROA	Razão entre o lucro líquido e o ativo total	+	Dantas (2013); Pacheco (2023).
	Investimentos Intangíveis	Intang	Relação entre o ativo intangível e o ativo total	+	Scelles et al. (2016); Pacheco (2023).
Desempenho Esportivo	<i>Ranking</i> da CBF	<i>Rank</i>	Logaritmo natural do somatório da pontuação dos clubes em campeonatos organizados pela CBF	+	Pereira et al. (2015); Dantas et al. (2016); Faria et al. (2019).
	<i>Dummy</i> 1ª Divisão	Div	Foi atribuído 1 para os clubes da primeira divisão e 0 para os demais	+	Dantas et al. (2015).
	Acesso	Aces	Foi atribuído 1 para os clubes que subiram de divisão no respectivo ano e 0 para os demais	+	Dantas et al. (2015).
	<i>Dummy</i> Rebaixamento	Reb	Foi atribuído 1 para os clubes que foram rebaixados de divisão no respectivo ano e 0 para os demais	-	Dantas et al. (2015); Dantas et al. (2016).
	Número de Jogadores Estrangeiros	Jog	Número de jogadores que não sejam naturais (ou naturalizados) do Brasil	+	Gerhards e Mutz (2017).
Controle	Tamanho	Tam	Logaritmo natural do ativo total	+/-	Pacheco (2023).

No tocante ao *valuation* dos clubes, utilizou-se o Q de Tobin Adaptado como variável dependente, uma vez que essa *proxy* se mostra mais adequada à realidade das equipes de futebol brasileiras. Ademais, para mensurar o desempenho financeiro, foram considerados os indicadores de Liquidez Corrente (LC), o Grau de Endividamento (GE), o índice de Custos sobre Receitas (C/R) e os Ativos Intangíveis (Intang). Em relação às *proxies* de performance esportiva, adotaram-se a pontuação do *Ranking* da CBF (*Rank*), as *dummies* para identificação dos clubes da primeira divisão, dos times que subiram e dos que foram rebaixados de divisão (Div, Aces e Reb, respectivamente), além do número de Jogadores Estrangeiros (Jog). Por fim, o tamanho dos clubes (Tam) foi inserido como uma variável de controle, a fim de controlar a estimação no teste adicional realizado.

3.3 Modelos econométricos

Em função do tamanho reduzido da amostra e da impossibilidade de os modelos de regressão para

dados em painel captarem adequadamente a variabilidade temporal dos dados, optou-se pela utilização do método econométrico de regressão linear múltipla, por meio do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) ou *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS). Essa técnica é apropriada quando se busca explicar o comportamento de uma variável dependente a partir de uma ou mais variáveis explicativas (Field et al., 2012). Dessa forma, considerando os referenciais teóricos e as variáveis descritas nesta pesquisa, apresenta-se, na Equação 1, o modelo geral que representa os fatores explicativos propostos do valor de mercado dos clubes:

$$\text{Tobin}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{LC}_{it} + \beta_2 \text{GE}_{it} + \beta_3 \text{C/R}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{Intang}_{it} + \beta_6 \text{Rank}_{it} + \beta_7 \text{Div}_{it} + \beta_8 \text{Reb}_{it} + \beta_9 \text{Aces}_{it} + \beta_{10} \text{Jog}_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

Além do modelo principal, foram realizadas regressões adicionais, estimando-se um modelo composto apenas pelas variáveis financeiras e outro modelo apenas com as *proxies* esportivas figurando como fatores explicativos, controlando ambas as estimações pelo tamanho dos clubes, conforme apresentado nas Equações 2 e 3, respectivamente.

$$\text{Tobin}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{LC}_{it} + \beta_2 \text{GE}_{it} + \beta_3 \text{C/R}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{Intang}_{it} + \beta_6 \text{Rank}_{it} + \beta_7 \text{Tam}_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

$$\text{Tobin}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Rank}_{it} + \beta_2 \text{Div}_{it} + \beta_3 \text{Reb}_{it} + \beta_4 \text{Aces}_{it} + \beta_5 \text{Jog}_{it} + \beta_6 \text{Tam}_{it} + \mu_{it} \quad (3)$$

Cada variável refere-se à empresa *i* no período *t*, sendo Tobin o Q de Tobin Adaptado; α é o termo constante; $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8$ e β_9 são os coeficientes angulares das variáveis explicativas; LC, é o nível de Liquidez Corrente; GE, é o Grau de Endividamento; C/R, é o Custo sobre Receita; ROA, é o *Return on Assets* (Rentabilidade sobre o Ativo); Intang, são os ativos intangíveis; Rank, é a pontuação no *Ranking* da CBF; Div, é a *dummy* que identifica os clubes que estavam na primeira divisão; Aces, é a *dummy* para identificar os clubes que subiram de divisão; Reb, é a *dummy* que identifica os clubes rebaixados; Jog, é o número de jogadores estrangeiros nos clubes; Tam, é o logaritmo natural do ativo total dos clubes; e μ é o termo de erros da regressão.

Foram realizadas estatísticas descritivas e a matriz de correlação de *Pearson* para as variáveis utilizadas, com a finalidade de analisar, respectivamente, o comportamento e o nível de associação entre os fatores estudados. Além disso, foram aplicados testes para a verificação dos pressupostos de normalidade, homocedasticidade, ausência de autocorrelação dos resíduos e adequação do modelo de regressão (*Shapiro-Francia*, *Breusch-Pagan*, *Durbin-Watson* e *Regression Specification Error Test* [RESET Test], respectivamente), a fim de assegurar que a estimação fosse eficiente. A Tabela 2 apresenta a descrição e os resultados desses testes.

Tabela 2

Pressupostos do modelo de regressão

Pressupostos	Teste Realizado	Hipótese Nula	Valor-P	Resultado
Normalidade dos Resíduos	<i>Shapiro-Francia</i>	Há distribuição normal dos resíduos	0,6349	Falhou-se em rejeitar a H_0
Homocedasticidade dos Resíduos	<i>Breusch-Pagan</i>	Os resíduos são homocedásticos	0,0509	Falhou-se em rejeitar a H_0
Ausência de Autocorrelação dos Resíduos	<i>Durbin-Watson</i>	Os resíduos não são autocorrelacionados	0,1840	Falhou-se em rejeitar a H_0
Adequação do Modelo	<i>Ramsey's RESET Test</i>	O modelo apresenta-se adequado	0,1824	Falhou-se em rejeitar a H_0

Nota: * = Significância ao nível de 0,05 (5%).

Inicialmente, realizou-se o teste de *Shapiro-Francia*, cujo objetivo é verificar, sob a hipótese nula, se os resíduos apresentam distribuição normal. O resultado indicou um valor-p de 0,6349, demonstrando que a hipótese nula não foi rejeitada (valor-p > $\alpha = 0,05$), o que evidencia que os erros da regressão seguem uma distribuição normal ao longo da estimação dos valores. Na sequência, verificou-se se os resíduos apresentam homoscedasticidade, isto é, se mantêm variância constante ao longo da distribuição, por meio do teste de *Breusch-Pagan*. Sob a hipótese nula, o teste pressupõe que os resíduos variam de forma homogênea. O valor-p obtido (0,0509) indica que a hipótese nula não pode ser rejeitada, uma vez que os resultados superiores a 5% confirmam esse comportamento.

Em seguida, foi aplicado o teste de *Durbin-Watson*, que tem por objetivo verificar se os resíduos apresentam autocorrelação. Sob a hipótese nula, o teste considera que os resíduos não apresentam

autocorrelação. Constatou-se que os erros não apresentam autocorrelação, uma vez que o valor-p foi de 0,1840 (valor-p > $\alpha = 0,05$), não sendo rejeitada a hipótese nula. Também foi realizado o *Regression Specification Error Test* (RESET Test), ou *Ramsey's RESET Test*, cuja hipótese nula afirma a adequação do modelo de regressão linear múltipla, indicando ausência de erros de especificação decorrentes da omissão de variáveis importantes. O resultado evidenciou que o modelo está bem especificado, pois o teste falhou em rejeitar a H_0 (valor-p > $\alpha = 0,05$). Dessa forma, para a elaboração da análise descritiva, da correlação de *Pearson*, da regressão linear múltipla e dos testes dos pressupostos da regressão, utilizou-se o *software* Rstudio, compatível com a linguagem R, em sua versão 4.3.1, por meio dos seus pacotes (*Hmisc*, *Intest*, *car*, *psych*, *stargazer* e *nortest*).

4 Apresentação dos Resultados

4.1 Análises descritivas e de correlação

A Tabela 3 apresenta a análise descritiva dos fatores financeiros e esportivos métricos abordados nesta pesquisa.

Tabela 3

Estatística descritiva das variáveis métricas

Variáveis	Observações	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Tobin	82	3,4205	2,4883	2,9016	0,8213	21,4108
LC	82	0,4468	0,3453	0,4471	0,0210	2,4826
GE	82	1,7279	1,0931	1,8228	0,1338	9,7364
C/R	82	1,2723	1,0661	0,8117	0,2011	6,8311
ROA	82	-0,0548	0,0055	0,3642	-1,6655	0,8514
Intang	82	0,1798	0,1415	0,1404	0,0002	0,7253
Rank	82	10,9124	11,3283	1,4195	5,6058	13,0815
Jog	82	4,4268	4,0000	2,8503	0,0000	11,0000
Tam	82	19,3711	19,3374	1,2270	15,8333	21,3842

Observa-se que o Q de Tobin indica, em média, um bom desempenho em relação à valorização dos clubes, embora exista uma diferença significativa entre os valores mínimos e máximos, acompanhada de um desvio padrão elevado, o que demonstra considerável dispersão entre os valores das equipes. Esse resultado evidencia uma variação expressiva entre os portes de mercado dos clubes brasileiros, indicando que a maioria tem estrutura inferior às agremiações esportivas com maiores recursos financeiros, predominantemente localizadas na Série A do Campeonato Brasileiro.

Essa distinção entre os valores pode ser pelo fato de parte dos clubes não pertencerem a Série A, o que implica em uma base de torcedores menor e receitas menos expressivas provenientes de bilheteria, patrocínios e direitos de transmissão, entre outros (Dantas et al., 2015). Esses fatores dificultam a maximização do desempenho financeiro e fazem com que os *valuations* desses clubes não sejam tão representativos. Ademais, o fator esportivo também influencia esse contraste, uma vez que parte das equipes da Série A não apresenta desempenho tão expressivo, característica geralmente restrita aos times mais ricos, com maiores recursos e valores de mercado mais elevados.

Além disso, observa-se que a ineficiência na agregação de valor foi praticamente inexistente na amostra, visto que apenas dois clubes apresentaram coeficientes inferiores a 1, o que indica desvalorização das equipes: o Atlético-GO (0,9771) e o Guarani (0,8213), nos anos de 2020 e 2021, respectivamente. Assim, esses clubes não conseguiram gerar valor de mercado em relação ao montante investido no ativo, evidenciando, portanto, ineficiência na utilização dos recursos aplicados para a criação de valor.

Em relação à LC, observou-se que o índice se apresentou pouco expressivo, com média de cobertura de 44% das dívidas circulantes, o que demonstra a baixa capacidade dos clubes brasileiros mais valiosos, nos anos analisados, de cobrirem suas obrigações de curto prazo. Outrossim, a média e a mediana não se distanciam significativamente, indicando certa simetria na situação financeira de parte das equipes da amostra. Entretanto, o desvio padrão (0,4471) revela uma heterogeneidade acentuada nas capacidades de pagamento de curto prazo entre os clubes, considerando-se a diversidade de portes e de séries em que atuam, aspecto corroborado pela amplitude observada entre os valores mínimo e máximo. Nesse contexto, Jahara et al. (2016) confirmam esses achados ao apontarem que, em geral, os clubes brasileiros demonstram ineficiência no atendimento de suas dívidas de curto prazo, situação possivelmente decorrente da necessidade de liquidez imediata, que os leva a recorrer a fontes de financiamento onerosas.

No caso do GE, observa-se que, em média, os clubes apresentam passivos a descoberto, o que indica que o ativo é insuficiente para satisfazer todas as obrigações, uma vez que o desempenho médio foi superior a 1 (1,7279). Essa situação pode ser atribuída ao gerenciamento ineficiente dos recursos disponíveis nas entidades esportivas (Gomes et al., 2024), o que resulta no acúmulo de prejuízos, considerando que as equipes não conseguem gerar receitas suficientes para cobrir seus custos operacionais (Dantas et al., 2016).

A elevação das despesas impacta diretamente o coeficiente de C/R, assim como a maior captação

de passivos onerosos influencia as despesas financeiras dos clubes, cujos acréscimos podem reduzir os resultados das equipes. Dessa forma, os clubes apresentaram média (1,2723) próxima à mediana (1,0661), indicando que uma parcela considerável enfrenta dificuldades para apresentar lucros ou superávits nos exercícios analisados. Além disso, a variável apresentou desvio padrão expressivo (0,8117), evidenciando uma variação significativa entre os índices de custos sobre receitas, o que reflete a disparidade econômico-financeira existente entre os clubes. Tal cenário pode ser explicado pelo fato de a maior parte das equipes ser constituída como associações sem fins lucrativos, que não se reconhecem plenamente como empreendimentos do setor de entretenimento e lazer e, portanto, não tem como objetivo principal a obtenção de lucros ou superávits (Marques & Costa, 2016).

O indicador de ROA apresentou desempenho preocupante, em consonância com as dificuldades observadas no indicador de custos sobre receitas, uma vez que registrou média de -0,0548 e uma mediana próxima (0,0055), além do elevado desvio padrão (0,3642). Esses resultados indicam uma variabilidade considerável entre os lucros (superávits) e prejuízos (déficits) obtidos pelos clubes, evidenciando que a performance negativa da lucratividade no contexto brasileiro é fortemente influenciada pela parcela de equipes que apresentaram déficits ao longo dos anos analisados. Esse comportamento pode ser explicado pelo fato de os clubes brasileiros, em sua maioria, configurarem-se como associações sem fins lucrativos, que não têm como objetivo principal a obtenção de resultados econômicos positivos (Ferreira et al., 2018).

Os investimentos intangíveis, representados pelos direitos econômicos de jogadores e pelos custos com a formação de atletas, mostraram-se reduzidos durante o período analisado. Observa-se que a maioria dos clubes não realiza grandes investimentos fixados em jogadores, o que, segundo Gonçalves et al. (2020), reflete o padrão de mercado exportador do futebol brasileiro, caracterizado pela necessidade de venda dos atletas para gerar receitas e suprir as demandas de investimentos.

No que se refere aos aspectos esportivos, os clubes mais valiosos apresentaram desempenho relativamente regular, uma vez que a maior parte deles disputa o Campeonato Brasileiro da Série A e, com frequência, obtém resultados consistentes também na copa do Brasil. Verifica-se, ainda, que os clubes contam, em média, com quatro jogadores estrangeiros, o que indica uma utilização moderada de atletas de outros países. A Tabela 4 apresenta os coeficientes de correlação das variáveis financeiras e esportivas métricas.

Tabela 4
Correlação de Pearson das variáveis métricas

Variáveis	Tobin	LC	GE	C/R	ROA	Intang	Rank	Jog	Tam
Tobin	1,0000								
LC	0,0843	1,0000							
GE	0,6207*	-0,3742*	1,0000						
C/R	0,2199	-0,2312	0,4439*	1,0000					
ROA	-0,2616*	0,3300*	-0,5242*	-0,1397	1,0000				
Intang	0,2609*	-0,0907	-0,1649	-0,1566	-0,0217	1,0000			
Rank	0,1653	0,3264*	-0,0872	-0,1168	0,1534	0,1449	1,0000		
Jog	0,0510	-0,1343	0,0227	-0,0686	0,0462	0,1442	0,4049*	1,0000	
Tam	-0,5032*	-0,0039	-0,4376*	-0,2316	0,2584*	0,1576	0,4150*	0,5744*	1,0000

Nota: * = Significância ao nível de 0,05 (5%).

As *proxies* de grau de endividamento, ROA, investimentos intangíveis e o tamanho dos clubes demonstram indícios de correlação com o valor de mercado das equipes, uma vez que foram significativas ao nível de 5%. Além disso, têm-se indicativos de ausência de colinearidade entre as variáveis explicativas, considerando que as correlações observadas são fracas ($r < 0,30$) ou moderadas ($r < 0,70$).

4.2 Análise da regressão linear múltipla

Antes da análise dos resultados da regressão, é importante destacar que foi realizado o teste de *Variance Inflation Factor* (VIF), com o objetivo de verificar a existência de multicolinearidade entre as variáveis explicativas. Os resultados indicaram um VIF médio de 1,6792, sendo que o maior valor foi observado na variável rebaixamento (2,4531), permanecendo abaixo do limite de referência (10). Portanto, os achados evidenciam que, embora exista relação entre os fatores, o grau de colinearidade é considerado aceitável. A Tabela 5 apresenta os resultados da regressão linear múltipla, bem como os valores VIF de cada variável explicativa. Ressalta-se que alguns clubes foram identificados como *outliers* e, por conseguinte, excluídos do modelo de regressão, com base na análise do *boxplot* e na função *rstandard* do *software* R. Ao todo, 14 observações foram removidas, correspondentes aos anos de 2020 a 2022.

Ao nível de significância de 1%, a liquidez corrente mostrou-se significativa e apresentou associação positiva com o valor de mercado, resultado diferente do observado em Faria et al. (2019), cujo estudo não identificou significância para essa variável. Dessa forma, infere-se que quanto maior a capacidade de pagamento de curto prazo, maior tende a ser o valor de mercado dos clubes de futebol. No âmbito financeiro, o grau de endividamento também se revelou significativo ao nível de 1% e positivamente relacionado à

variável dependente (valor de mercado). Esse resultado sugere que níveis mais elevados de endividamento estão associados a maior agregação de valor às equipes, corroborando os achados de Faria et al. (2019).

Tabela 5
Estimação da regressão linear múltipla

Variáveis	MQO	VIF
Liquidez Corrente	1,3567*** (0,3174)	1,6174
Grau de Endividamento	0,6362*** (0,0661)	2,1314
Custo/Receita	0,0291 (0,1067)	1,3304
ROA	0,3378 (0,2812)	1,5982
Intangível	4,8010*** (0,7675)	1,1456
Ranking da CBF	-0,0821 (0,0772)	1,9807
Primeira Divisão	0,8941*** (0,3235)	3,3065
Rebaixamento	0,2385 (0,2685)	1,3762
Acesso	0,2093 (0,3328)	1,5570
Jogadores Estrangeiros	-0,0434 (0,0359)	1,6473
Constante	0,6809 (0,7130)	
Observações	68	
R ²	0,7490	
Estatística F	17,0114***	

Notas: *, ** e *** = significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Os erros padrão estão entre parênteses.

Outrossim, os ativos intangíveis apresentaram relação positiva e significativa ao nível de 1% com o *valuation* dos clubes, indicando que quanto maiores os investimentos em atletas, maior tende a ser a valorização das agremiações esportivas, o que ratifica os resultados de Scelles et al. (2016). No que se refere às *proxies* esportivas, a única variável que apresentou significância foi o fator primeira divisão, também ao nível de 1%, apresentando relação positiva com o valor de mercado. Constatou-se, assim, que os clubes que disputam a primeira divisão são os que mais conseguem agregar valor de mercado, achado que converge com as evidências reportadas por Klobučník et al. (2019).

4.3 Análise adicional

Como análise adicional, optou-se por controlar a estimação pelo tamanho dos clubes, tendo em vista que essa variável pode captar, de maneira distinta, aspectos que afetam a dinâmica financeira e esportiva das equipes ao longo do tempo. Entre esses fatores, destaca-se a paralisação das atividades esportivas em 2020 e 2021, decorrente da pandemia da Covid-19, que resultou na redução das receitas nesse período e demandou a renegociação de dívidas onerosas com credores e de obrigações tributárias com o governo federal, impactando, sobretudo, a gestão financeira dos clubes.

Com isso, a inclusão do tamanho do ativo como variável de controle contribui para esclarecer como esses fatores exógenos, alheios ao controle das equipes, podem afetar os clubes de diferentes portes, especialmente os grandes e pequenos presentes na amostra. A Tabela 6 apresenta os resultados das regressões realizados por construto.

Tabela 6
Regressões realizadas para cada construto (Desempenho financeiro e Desempenho esportivo) controlado pelo tamanho dos clubes

Variáveis	MQO Robusto		VIF
	I	II	
Liquidez Corrente	1,4427*** (0,3309)		1,2949
Grau de Endividamento	0,5353*** (0,0802)		2,0654
Custo/Receita	-0,0186 (0,1061)		1,2952
ROA	0,3312 (0,3411)		1,4707
Intangível	5,0383*** (0,7421)		1,0836
Ranking da CBF		0,2517*** (0,0854)	1,8134
Primeira Divisão		0,3749 (0,3650)	2,7121
Rebaixamento		-0,1679 (0,3350)	1,3737
Acesso		0,0092 (0,4055)	1,5034
Jogadores Estrangeiros		0,1663** (0,0696)	1,7830
Tamanho	-0,3182*** (0,0753)	-1,1333*** (0,1856)	1,6784
Constante	6,6908*** (1,5430)	21,1712*** (3,6292)	
Observações	68	68	
R ²	0,7434	0,5424	
Estatística F	29,4511***	12,0505***	

Notas: *, ** e *** = significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Os erros padrão estão entre parênteses. Modelo I: estimação realizada somente com as variáveis financeiras figurando como fatores explicativos, controlada pelo tamanho

dos times. Modelo II: estimação realizada apenas com as *proxies* esportivas constando como variáveis explicativas, controlada pelo tamanho dos clubes.

Na Tabela 6, o Modelo I foi estimado somente com as variáveis de desempenho financeiro e, o Modelo II, exclusivamente com as *proxies* de performance esportiva figurando como variáveis explicativas, ambas as estimações controladas pelo tamanho dos clubes. Em virtude da presença de heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos, foram estimados erros padrão robustos, de modo a corrigir a violação desses pressupostos, conforme a metodologia proposta por Andrews (1991). Ressalta-se, ainda, que ambos os modelos apresentaram distribuição normal dos resíduos.

De acordo com o Modelo I, observa-se que a liquidez corrente, o grau de endividamento e os investimentos intangíveis apresentaram significância ao nível de 1% e relação positiva com o valor de mercado, confirmando os achados do modelo anterior. No Modelo II, a pontuação do *ranking* da CBF mostrou-se significativa ao nível de 5%, com efeito positivo sobre o valor de mercado dos clubes brasileiros, indicando que melhores desempenhos esportivos em competições nacionais contribuem para o aumento da valorização das equipes, ratificando os achados de Scelles et al. (2013). Além disso, ao nível de 1%, a variável número de jogadores estrangeiros apresentou relação positiva e significativa com o *valuation*, sugerindo que a maior presença de atletas estrangeiros exerce influência positiva sobre o valor de mercado. Em ambos os modelos, a variável tamanho revelou-se significativa e apresentou associação negativa com o valor de mercado, demonstrando que clubes de menor porte tendem a apresentar maior valorização no mercado.

4.4 Discussão dos resultados

As H1 e H2 foram corroboradas, uma vez que as variáveis de liquidez corrente e de grau de endividamento apresentaram significância a 1% (99% de confiança) e associação positiva com o valor de mercado, respectivamente. Dessa forma, constata-se que, quanto maior a capacidade de pagamento de curto prazo e o nível de endividamento, maior tende a ser o valor de mercado dos clubes de futebol. Esse resultado pode ser explicado pela necessidade de investimentos frequentes, uma vez que há consenso de que as equipes precisam destinar valores expressivos à aquisição de jogadores, para formar elencos competitivos, visando obter bom desempenho nos campeonatos e, consequentemente, alcançar melhores resultados esportivos e financeiros (Dantas, & Boente, 2012; Dantas et al., 2016; Pacheco, 2023).

Esses investimentos são relevantes, pois quanto maior o investimento em atletas, maior a probabilidade de conquistar títulos e, por conseguinte, aumentar as receitas (Dantas & Boente, 2012; Marques & Costa, 2016). Dessa forma, com o aumento desses investimentos e da evolução da performance esportiva, que maximiza os resultados financeiros, Faria et al. (2019) afirmaram que o endividamento, para tal finalidade, faz com que o valor de mercado do clube seja impactado de maneira positiva.

Embora pareça contraditório que os clubes mais valiosos são os que têm maior capacidade de pagamento de curto prazo e, ao mesmo tempo, sejam os mais endividados, isso pode ser explicado pelos achados de Minatto e Borba (2021), no qual os autores argumentaram que as equipes mais insolventes são justamente aquelas que concentram a maior parte de suas dívidas no longo prazo (passivo não circulante), o que lhes permite apresentar maior liquidez corrente. Desse modo, compreende-se que as equipes com maiores valores de mercado são simultaneamente as mais líquidas no curto prazo e as que mantêm elevados níveis de endividamento.

Apesar de o nível alto de endividamento contribuir para a maximização do valor de mercado, é necessário que os clubes aprimorem o controle financeiro por meio de ferramentas regulatórias, como a definição de tetos de endividamento e limites de gastos, assegurando a sustentabilidade do clube e da indústria esportiva como um todo (Terrien et al., 2017; Minatto & Borba, 2021). Tais medidas convergem com as práticas de gestão profissionalizadas, como as implementadas pelas SAFs, que permitem maior captação de investimentos e menor exposição a riscos operacionais (Gomes et al., 2024).

Os bens intangíveis apresentaram relação positiva e significativa ao nível de 1% com o *valuation* dos times, evidenciando grau de confiança de 99%, o que ratifica a H5. Com isso, quanto maiores os investimentos em atletas, maior será o valor de mercado dos clubes. Nesse contexto, sendo os jogadores o principal ativo das equipes, esse resultado evidencia a importância de investir na aquisição de direitos econômicos e na formação estratégica de jogadores, pois os custos aplicados nesses ativos contribuem para o bom desempenho esportivo, o qual gera receitas importantes, como a venda de atletas, o uso de imagem em campanhas de *marketing*, bilheteria, entre outras. Esses fatores maximizam a exposição na mídia e, consequentemente, impactam positivamente o valor das equipes (Kulikova & Goshunova, 2014; Scelles et al., 2016; Užik et al., 2022).

No teste adicional, observou-se que, ao nível de 1% e com 99% de grau de confiança, a pontuação no *ranking* da CBF foi significativa e apresentou efeito positivo sobre o valor de mercado dos clubes, indicando que o bom desempenho esportivo agrega valor aos times. Esse resultado converge com os achados de Scelles et al. (2013), Faria et al. (2019) e Klobučnik et al. (2019), confirmando a H6. Nesse contexto, o desempenho satisfatório nos campeonatos nacionais é um fator explicativo para a maximização do valor de mercado, uma vez que o bom rendimento esportivo atrai maior visibilidade midiática, o que contribui para o aumento das receitas de bilheteria, patrocínio e cotas televisivas. Dessa forma, ser campeão, conquistar o

acesso à divisão superior ou manter-se na Série A configuram bons desempenhos esportivos capazes de influenciar o *valuation* das equipes.

Além disso, a *dummy* de primeira divisão apresentou significância ao nível de 1% (99% de confiança) com coeficiente positivo em relação ao valor de mercado, confirmando a H7. Diante desse cenário, observa-se que a permanência dos clubes na Série A tem impacto positivo na agregação de valor dos clubes. Esse resultado se justifica pelo fato de que as equipes da Série A têm porte estrutural e financeiro superior às das demais divisões, pois, ao participarem do principal campeonato nacional, têm acesso a maiores cotas televisivas, patrocínios mais expressivos, maior número de torcedores e outras fontes de receita, fatores que contribuem para o aumento do desempenho financeiro e, consequentemente, para a maximização de seus valores de mercado.

Os benefícios de disputar a Série A são confirmados por Klobučník et al. (2019), que destacam que os clubes mais valiosos estão localizados em grandes centros, com maior densidade populacional, o que favorece maior presença de público nos estádios, maior demanda financeira, competitividade e qualidade de disputa entre os times. Esses elementos impactam positivamente tanto o desempenho financeiro quanto o valor de mercado das equipes, evidenciando a importância de permanecer de forma competitiva na Série A do Campeonato Brasileiro.

Como evidenciado no teste adicional, a variável jogadores estrangeiros foi significativa ao nível de 5% (95% de grau de confiança) e apresentou relação positiva com o valor de mercado, indicando evidências que corroboram a H10. Embora apresente menor poder preditivo em comparação com as demais variáveis esportivas, observa-se que um certo grau de diversidade cultural e de nacionalidades contribui para elevar o valor de mercado dos clubes de futebol brasileiros. De acordo com Gerhards e Mutz (2017), isso ocorre em virtude de as táticas e os métodos de treinamento serem amplamente disseminados e absorvidos por clubes e treinadores ao redor do mundo, o que possibilita que jogadores de diferentes origens tenham níveis similares de socialização e treinamento, facilitando sua integração em novas equipes.

Essa integração favorece a adaptação dos atletas, permitindo que expressem plenamente suas habilidades em campo, o que beneficia o desempenho financeiro e esportivo do clube e, consequentemente, seu *valuation*. Ademais, diante da ausência de opções adequadas dentro do mercado interno ou por preferência estratégica, os clubes tendem a contratar jogadores estrangeiros em destaque internacional, a fim de reforçar o elenco com jogadores habilidosos que possam atrair torcedores, patrocinadores e mídia, influenciando positivamente o desempenho financeiro e o valor de mercado das equipes.

Por fim, observou-se que a variável tamanho apresentou significância ao nível de 1% (99% de confiança) e relação negativa com o valor de mercado, demonstrando que clubes menores foram os que mais conseguiram maximizar seus valores de mercado. Esse resultado pode ser explicado pelos acontecimentos do período analisado, marcado pela crise da Covid-19, que impactou as finanças dos clubes, reduzindo receitas e exigindo renegociações de dívidas onerosas e tributárias. Assim, os efeitos negativos podem ter sido mais perceptíveis nos clubes de maior porte, em razão da ampla cobertura da mídia de suas operações, o que pode ter contribuído para reduzir seus *valuations*, enquanto que os clubes menores, com menor exposição, apresentaram valorização em seus valores de mercado.

Portanto, a redução da assimetria informacional em relação aos clubes grandes pode ter influenciado esse resultado, ao passo que a mitigação desse comportamento assimétrico parece não se manifestar de maneira predominante nos clubes menores. Além disso, os indicadores de custos sobre receitas e ROA não apresentaram significância, de modo que a H3 e a H4 não foram confirmadas. Outrossim, as H8 e H9 não foram corroboradas, diante da falta de significância dos fatores acesso e rebaixamento, respectivamente.

5 Considerações Finais

O objetivo deste estudo foi identificar a relação entre os desempenhos financeiro e esportivo com o valor de mercado dos 30 clubes brasileiros de futebol mais valiosos entre os anos de 2020 e 2022. Para tal finalidade, foram coletados dados secundários extraídos das demonstrações contábeis das equipes, dos relatórios técnicos publicados pela *Sports Value* e de informações esportivas retiradas do sítio eletrônico da CBF. Com essas informações, foram estimadas regressões lineares múltiplas, por meio do método dos mínimos quadrados ordinários (MQO).

Os resultados mostram que, ao elevar os seus valores de mercado, os clubes tendem a se endividar, alcançando, às vezes, o estado de insolvência, visando à viabilização de investimentos em suas estruturas e, principalmente, em jogadores, cujos desempenhos profissionais contribuem para o bom desempenho esportivo e as consequentes conquistas de campeonatos, que geram retornos financeiros e maximizam o valor de mercado das equipes. Dessa forma, as variáveis liquidez corrente e grau de endividamento se mostraram significativas e influenciaram positivamente o valor das agremiações esportivas. Alinhado a esses achados, os investimentos em atletas revelaram-se importantes, uma vez que os ativos intangíveis, representados pelos direitos econômicos de jogadores profissionais e pelos custos com a formação de atletas de base, impactam o valor de mercado de maneira positiva. Logo, os jogadores assumem papel central; além de proporcionarem o bom desempenho nos gramados, o uso de suas imagens se torna uma importante fonte de receitas, atraindo torcedores, investidores e cotas televisivas, o que, por consequência, maximiza o desempenho financeiro e o valor do clube.

Nas variáveis esportivas, notou-se que o bom desempenho esportivo nos campeonatos nacionais, como o Campeonato Brasileiro e a Copa do Brasil, exerce efeitos positivos sobre o valor de mercado dos clubes. Isso ocorre porque melhores performances em campo atraem o público em geral, torcedores e investidores, contribuindo para a elevação das fontes de receita e do desempenho financeiro, o que possibilita novos investimentos, e, por conseguinte, maior agregação de valor aos times.

Em consonância com esse resultado, a variável relativa à primeira divisão se apresentou significativa e com efeitos positivos sobre o *valuation* dos clubes, indicando que as equipes que disputam a Série A do Campeonato Brasileiro agregam mais valor de mercado. Isso se deve ao maior acesso a recursos provenientes da mídia, valores de publicidade e patrocínio, bilheteria e atração de consumidores, o que contribui para a captação de recursos necessários à realização de investimentos que permitam uma participação mais competitiva e constante nos campeonatos. Esses fatores colocam o clube em maior evidência na mídia, o que resultará na elevação do seu valor de mercado. Ademais, a variável jogadores estrangeiros apresentou relação positiva e significativa com o valor de mercado, o que indica que a contratação de atletas de outras ligas pode destacar o clube no cenário esportivo. Isso ocorre porque o time pode usufruir da exposição da imagem desses atletas por meio do *marketing*, bem como se beneficiar de seu desempenho em campo, o que contribui para o aumento dos rendimentos e, conseqüentemente, para a valorização do mercado.

Quanto às limitações, ressalta-se que, devido à pequena quantidade de dados, que resultou em uma amostra reduzida, não foi possível implementar um modelo estatístico longitudinal, o que impossibilitou a análise mais detalhada das variações temporais das variáveis e entre indivíduos. Desse modo, sugere-se a ampliação da amostra e a implementação de modelos econométricos para dados em painel. Além disso, considerando o crescimento do número de clubes estruturados como SAFs, recomenda-se investigar se o modelo jurídico e organizacional dos clubes influencia o valor de mercado, comparando Sociedades Anônimas de Futebol e associações desportivas.

A pesquisa, em termos práticos, contribuiu com informações relevantes para gestores, torcedores e investidores, que demandam indicadores de qualidade de gestão, especialmente em um momento de abertura crescente dos clubes a novos investimentos. Ademais, a pesquisa oferece novos *insights* à literatura, evidenciando a importância do desempenho esportivo e do principal ativo dos clubes, os atletas, na valorização das equipes e na atração de consumidores e investidores. Esses aspectos contribuem para ampliar a visibilidade das equipes no mercado futebolístico, melhorar o desempenho financeiro e elevar o valor de mercado por meio do aumento das receitas.

Referências

- Assaf, A., N. (2018). *Mercado financeiro* (14 ed.). São Paulo: Atlas.
- Abbas, N. H. (2023). The impact sporting and financial performance of football clubs on their stock price: an analytical study of European clubs sample listed in the financial market. *Review of Behavioral Finance*, 15(3), 340-354. <https://doi.org/10.1108/RBF-11-2021-0242>
- Andrews, D. W. (1991). Heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix estimation. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 59(3), 817-858. <https://doi.org/10.2307/2938229>
- Barros, C. P., Assaf, A. G., & Araújo, A. F. de, Jr. (2011). Cost performance of brazilian soccer clubs: a Bayesian varying efficiency distribution model. *Economic Modelling*, 28(6), 2730-2735. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2011.08.002>
- Búa, M. V., González, L. O., López, S. F., & Santomil, P. D. (2015). Is value creation consistent with currency hedging? *The European Journal of Finance*, 21(10-11), 912-945. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2013.773262>
- Butt, M. N., Baig, A. S., & Seyyed, F. J. (2023). Tobin's Q approximation as a metric of firm performance: an empirical evaluation. *Journal of Strategic Marketing*, 31(3), 532-548. <https://doi.org/10.1080/0965254X.2021.1947875>
- Chelmis, E., Niklis, D., Baourakis, G., & Zopounidis, C. (2019). Multicriteria evaluation of football clubs: the Greek Superleague. *Operational Research*, 19(1), 585-614. <https://doi.org/10.1007/s12351-017-0300-2>
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), 70-74. <https://doi.org/10.2307/3665623>
- Coscarelli, B. V., Lamounier, W. M., & Amaral, H. F. (2011). Liquidez corporativa e o *market value added*. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 4(3), 304-330.
- Dantas, M. G. da S. (2013). Fatores determinantes da eficiência financeira e esportiva de clubes de futebol do Brasil. Dissertação de mestrado, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, RN, Brasil.
- Dantas, M. G. da S., & Boente, D. R. (2012). A utilização da análise envoltória de dados na medição de eficiência dos clubes brasileiros de futebol. *Contabilidade Vista & Revista*, 23(2), 101-130.
- Dantas, M. G. da S., Freitas, R. M. de, N., Costa, M. A. A. da, & Barbosa, A. (2017). The determinants of Brazilian football clubs' debt ratios. *BBR. Brazilian Business Review*, 14(Special Ed.), 94-109. <https://doi.org/10.15728/edicaoesp.2017.5>

- Dantas, M. G. da S., Macedo, M. A. da S., & Machado, M. A. V. (2016). Eficiência dos custos operacionais dos clubes de futebol do Brasil. *Contabilidade Vista & Revista*, 27(2), 23-47.
- Dantas, G. da S., Machado, M. A. V., & Macedo, M. A. da S. (2015). Fatores determinantes da eficiência dos clubes de futebol do Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(1), 113-132. <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2015080106>
- Dimitropoulos, P. (2014). Capital structure and corporate governance of soccer clubs: european evidence. *Management Research Review*, 37(7), 658-678. <https://doi.org/10.1108/MRR-09-2012-0207>
- Faria, C. L. D. do N., Dantas, M. G. da S., & Azevedo, Y. G. P. (2019). A influência dos fatores financeiros e esportivos sobre o valor dos clubes de futebol brasileiros. *Revista Evidência Contábil & Finanças*, 7(1), 94-111. <https://doi.org/10.22478/ufpb.2318-1001.0v0n0.37890>
- Field, A., Miles, J., & Field, Z. (2012). *Discovering statistics using R*. Londres: Sage Publications.
- Ferreira, H. L., Marques, J. A. V. da C., & Macedo, M. A. da S. (2018). Desempenho econômico-financeiro e desempenho esportivo: uma análise com clubes de futebol do Brasil. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 16(3), 124-150. <https://doi.org/10.19094/contextus.v16i3.39907>
- Gasparetto, T., & Barajas, A. (2018). The determinants of sporting success in the Brazilian football league. *International Journal of Sport Finance*, 13(2), 183-197.
- Gerhards, J., & Mutz, M. (2017). Who wins the championship? Market value and team composition as predictors of success in the top European football leagues. *European Societies*, 19(3), 223-242. <https://doi.org/10.1080/14616696.2016.1268704>
- Gomes, R. M., Gomes, R. C., & Lisboa, E. (2024). Commentaries from amateurism to professionalism: legislation changes transforming Brazilian football. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 37(2), 682-685. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-06-2022-5834>
- Gonçalves, J. C. de S., & Carvalho, C. A. (2006). A mercantilização do futebol brasileiro: instrumentos, avanços e resistências. *Cadernos EBAPE. BR*, 4(2), 01-27. <https://doi.org/10.1590/S1679-39512006000200003>
- Gonçalves, R. S., Mendes, R. C., Henriques, F. M., & Tavares, G. M. (2020). A influência do rendimento esportivo no desempenho econômico-financeiro: uma análise com clubes de futebol brasileiros durante 2013-2017. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 18(17), 239-250. <https://doi.org/10.19094/contextus.2020.44392>
- Haas, D. J. (2003). Productive efficiency of english football teams - a data envelopment analysis approach. *Managerial and Decision Economics*, 24(5), 403-410. <https://doi.org/10.1002/mde.1105>
- Jahara, R. da C., Mello, J. A. V. B., & Afonso, H. C. A. da G. (2016). Proposta de índice padrão e análise de performance financeira dos clubes brasileiros de futebol da série A no ano 2014. *PODIUM Sport, Leisure and Tourism Review*, 5(3), 20-40. <https://doi.org/10.5585/podium.v5i3.144>
- Klobučník, M., Plešivčák, M., & Vrábel, M. (2019). Football clubs' sports performance in the context of their market value and GDP in the European Union regions. *Bulletin of Geography. Socio-economic Series*, 1(45), 59-74. <https://doi.org/10.2478/bog-2019-0024>
- Kulikova, L. I., & Goshunova, A. V. (2014). Efficiency measurement of professional football clubs: a non-parametric approach. *Life Science Journal*, 11(11), 117-122. <https://www.doi.org/10.7537/marslsj1111s14.27>
- Leitão, J., & Baptista, J. (2019). Intellectual capital assets and brand value of English football clubs. *International Journal of Sport Management and Marketing*, 19(1-2), 08-34. <https://doi.org/10.1504/IJSM.2019.097002>
- Marotz, D. P., Marquezan, L. H. F., & Diehl, C. A. (2020). Clubes de futebol: relações entre investimento, desempenho e adesão ao PROFUT. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(43), 03-18. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n43p3>
- Marques, D. S. P., & Costa, A. L. (2016). Administração de clubes de futebol profissional: proposta de um modelo específico de governança para o setor. *Organizações & Sociedade*, 23(78), 378-405. <https://doi.org/10.1590/1984-92307823>
- Minatto, F., & Borba, J. A. (2021). Insolvency in Brazilian football clubs: proposition of models based on neural networks. *BBR. Brazilian Business Review*, 18(6), 624-642. <https://doi.org/10.1590/1984-92307823>
- Miragaia, D., Ferreira, J., Carvalho, A., & Ratten, V. (2019). Interactions between financial efficiency and sports performance: data for a sustainable entrepreneurial approach of European professional football clubs. *Journal of Entrepreneurship and Public Policy*, 8(1), 84-102. <https://doi.org/10.1108/JEPP-D-18-00060>
- Pacheco, L. M. (2023). Capital structure of Iberian football clubs: does sport performance matter? *International Journal of Sport Management and Marketing*, 22(5-6), 336-360. <https://dx.doi.org/10.1504/IJSM.2022.128624>
- Perechuda, I., & Čater, T. (2022). Influence of stakeholders' perception on value creation and measurement: the case of football clubs. *Sport, Business and Management: An International Journal*, 12(1), 54-76. <https://doi.org/10.1108/SBM-03-2021-0035>
- Pereira, A. G. C., Brunozi, A. C., Jr., Kronbauer, C. A., & Abrantes, L. A. (2015). Eficiência técnica e desempenho econômico-financeiro dos clubes de futebol brasileiros. *Revista Reuna*, 20(2), 115-138.
- Rezende, A. J., & Dalmácio, F. Z. (2015). Práticas de governança corporativa e indicadores de performance

- dos clubes de futebol: uma análise das relações estruturais. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(3), 105-125.
- Rodrigues, M. S., & Silva, R. C. da. (2009). A estrutura empresarial nos clubes de futebol. *Organizações & Sociedade*, 16(48), 17-37. <https://doi.org/10.1590/S1984-92302009000100001>
- Rossi, M., Thrassou, A., & Vrontis, D. (2013). Football performance and strategic choices in Italy and beyond. *International Journal of Organizational Analysis*, 21(4), 546-564. <https://doi.org/10.1108/IJOA-04-2013-0659>
- Ruta, D., Lorenzon, L., Lolli, N., & Gorlero, P. G. (2022). The impact of money prizes from UEFA competitions on clubs' national performance. *Sport, Business and Management: An International Journal*, 12(1), 77-92. <https://doi.org/10.1108/SBM-03-2021-0036>
- Scelles, N., Helleu, B., Durand, C., & Bonnal, L. (2013). Determinants of professional sports firm values in the United States and Europe: a comparison between sports over the period 2004-2011. *International Journal of Sport Finance*, 8(4), 280-293.
- Scelles, N., Helleu, B., Durand, C., & Bonnal, L. (2016). Professional sports firm values: bringing new determinants to the foreground? A study of European soccer, 2005-2013. *Journal of Sports Economics*, 17(7), 688-715. <https://doi.org/10.1177/1527002514538976>
- Shakina, E., Gasparetto, T., & Barajas, A. (2020). Football fans' emotions: uncertainty against brand perception. *Frontiers in psychology*, 11(1), 659. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2020.00659>
- Shepherd, W. G. (1986). Tobin's q and the structure-performance relationship: comment. *The American Economic Review*, 76(5), 1205-1210.
- Silva, D. F. R. da, & Mello, J. A. V. B. (2021). Aplicando a análise relacional Grey a clubes de futebol brasileiros: uma medição do desempenho financeiro e esportivo. *GCG: revista de globalización, competitividad y gobernabilidad*, 15(1), 50-70. <https://doi.org/10.3232/GCG.2021.V15.N1.02>
- Silva, E. C. da, & Las Casas, A. L. (2018). Princípios de orientação ao mercado em clubes de futebol: marca, receitas e torcedores. *Revista de Ciências da Administração*, 20(52), 155-168. <https://doi.org/10.5007/2175-8077.2018V20n52p155>
- Sports Value. (2023). *Avaliação econômica dos clubes brasileiros 2022*. Retrieved on 15 junho, 2023, from <http://www.sportsvalue.com.br/wp-content/uploads/2023/01/Valuation-TOP-30-clubes-3a.edi%C3%A7%C3%A3o-Sports-Value-1-2.pdf>
- Sports Value. (2024). *Brazilian football clubs' financials 2023*. Retrieved on 15 dezembro, 2024, from <https://www.sportsvalue.com.br/wp-content/uploads/2024/05/Brazilian-football-clubs-financials-2023-Final-report-may-2024-3.pdf>
- Szymanski, S., & Smith, R. (1997). The English football industry: profit, performance and industrial structure. *International review of applied economics*, 11(1), 135-153. <https://doi.org/10.1080/02692179700000008>
- Terrien, M., Scelles, N., Morrow, S., Maltese, L., & Durand, C. (2017). The win/profit maximization debate: strategic adaptation as the answer? *Sport, Business and Management: An International Journal*, 7(2), 121-140. <https://doi.org/10.1108/SBM-10-2016-0064>
- Užik, M., Warias, R., & Glova, J. (2022). Management of transfer prices in professional football as a function of fan numbers. *Mathematics*, 10(16), 2982. <https://doi.org/10.3390/math10162982>
- Zambom-Ferraresi, F., Lera-López, F., & Iráizoz, B. (2017). And if the ball does not cross the line? A comprehensive analysis of football clubs' performance. *Applied Economics Letters*, 24(17), 1259-1262. <https://doi.org/10.1080/13504851.2016.1270408>
- Zelenkov, Y. A., & Solntsev, I. V. (2022). Predicting the value of professional sport clubs. A study of European soccer, 2005-2018. *Journal of the New Economic Association*, 56(4), 28-46. <https://doi.org/10.31737/2221-2264-2022-56-4-2>

NOTAS

AGRADECIMENTOS

Não se aplica.

CONTRIBUIÇÃO DE AUTORIA

Concepção e preparação do manuscrito: R. I. Santos

Coleta de dados: R. I. Santos, V. Silva

Análise de dados: R. I. Santos, F. Z. Dalmacio, A. J. Rezende, V. Silva

Discussão dos resultados: R. I. Santos

Revisão e aprovação: R. I. Santos, F. Z. Dalmacio, A. J. Rezende, V. Silva

CONJUNTO DE DADOS DE PESQUISA

O conjunto de dados que apoia os resultados deste estudo não está disponível publicamente.



FINANCIAMENTO

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

CONSENTIMENTO DE USO DE IMAGEM

Não se aplica.

APROVAÇÃO DE COMITÊ DE ÉTICA EM PESQUISA

Não se aplica.

CONFLITO DE INTERESSES

Não se aplica.

LICENÇA DE USO

Os Direitos Autorais para artigos publicados neste periódico são do autor, com direitos de primeira publicação para a Revista. Em virtude de aparecerem nesta Revista de acesso público, os artigos são de uso gratuito, com atribuições próprias, em aplicações educacionais, de exercício profissional e para gestão pública. A Revista adotou a licença [Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional - CC BY NC ND](#). Esta licença permite acessar, baixar (download), copiar, imprimir, compartilhar, reutilizar e distribuir os artigos desde que com a citação da fonte, atribuindo os devidos créditos de autoria. Nesses casos, nenhuma permissão é necessária por parte dos autores ou dos editores. Autores têm autorização para assumir contratos adicionais separadamente, para distribuição não-exclusiva da versão do trabalho publicada nesta revista (ex.: publicar em repositório institucional ou um capítulo de livro).

PUBLISHER

Universidade Federal de Santa Catarina. Curso de Ciências Contábeis e Programa de Pós-graduação em Contabilidade. Publicação no [Portal de Periódicos UFSC](#). As ideias expressadas neste artigo são de responsabilidade de seus autores, não representando, necessariamente, a opinião dos editores ou da universidade.

EDITORES

Denize Demarche Minatti Ferreira, José Alonso Borba, Carlos Eduardo Facin Lavarda.

HISTÓRICO

Recebido em: 09/05/2024 – Revisado por pares em: 27/11/2024 – Reformulado em: 04/05/2025 – Recomendado para publicação em: 05/06/2025 – Publicado em: 12/11/2025