

Influência do Desempenho Esportivo e da Adesão ao Profut no Nível de Endividamento de Clubes de Futebol no Brasil

DANIEL LUIZ IGREJAS ANDRADE JÚNIOR

Universidade de São Paulo (USP-RP)

HUGO LUCINDO FERREIRA

Universidade Federal de Alfenas (UNIFAL-MG)

THAIS AZZOLINI PIVA

Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Resumo

O artigo tem como objetivo analisar a influência do desempenho esportivo e da adesão ao Profut no nível de endividamento dos clubes de futebol brasileiros. Para isso, foram analisados 23 clubes entre o período de 2013 a 2017, por meio de regressão linear com dados em painel, controlando os efeitos fixos. Constata-se que o desempenho esportivo foi significativo e positivo ao nível de 5%, indicando que clubes com melhores resultados esportivos tendem a ter maior participação de capitais de terceiros, ampliando os achados de Mourão (2012) e Dantas et al. (2017), ao constatar que o efeito do endividamento e do desempenho esportivo não se restringe a apenas uma competição específica, mas considera a totalidade de competições disputadas.. A adesão ao Profut apresentou relação significativa e positiva com o endividamento, evidenciando que clubes que aderiram à este programa têm endividamento maior que os que não aderiram. O resultado pode ser explicado por uma possível não evidenciação completa e fidedigna do passivo dos clubes antes da criação do programa, o que levaria ao aumento das dívidas com terceiros divulgada nas demonstrações contábeis pós-Profut. Os gestores também podem estar se utilizando dos recursos provenientes dos benefícios governamentais concedidos para geração de novas dívidas. De qualquer forma, os resultados obtidos permitem a conclusão de o Profut não está sendo eficiente e cumprindo o seu propósito de aumentar o equilíbrio financeiro dos clubes. Diante disso, se faz necessário a avaliação do programa e, principalmente dos mecanismos de monitoramento e regulação. Quanto às variáveis de controle, o fluxo de caixa operacional e rentabilidade (negativamente) e o endividamento no período anterior (positivamente) também se apresentaram como determinantes do endividamento dos clubes de futebol para a amostra e período analisados. Por fim, a variável tamanho não apresentou relação significativa com o nível de endividamento.

Palavras chave: Endividamento; Desempenho Esportivo; Profut; Clubes de Futebol.

1. Introdução

O endividamento constitui-se, atualmente, em uma das mais importantes preocupações da gestão de um clube de futebol (Mourão, 2012). Isso se deve, principalmente, ao fato de que os clubes, de uma forma geral, apresentam alto índice de endividamento (Dimitropoulos, 2010; Brandão, 2012; Galvão, 2017).

O maior problema do endividamento dos clubes de futebol está na não sustentabilidade da dívida, onde muitas vezes os clubes não geram recursos suficientes para cobrir suas despesas correntes, como salários e custos operacionais para alcançar bom desempenho esportivo (Mourão, 2012) e isso pode ser corroborado ao se analisar as demonstrações contábeis dos clubes brasileiros. De acordo com relatório publicado pelo Itaú BBA (2018), o somatório do endividamento total dos principais clubes de futebol do Brasil alcançou a casa de R\$ 6,6 bilhões em 2017. Esse montante vêm crescendo ao longo dos últimos anos.

O alto endividamento dos clubes europeus motivou, na Europa, a criação do *Financial Fair Play*, por parte da UEFA. Essa norma possui objetivo central garantir o controle e racionalidade das decisões financeiras das entidades esportivas, limitando as despesas de acordo com a geração de receitas do clube, visando manter o endividamento em um nível sustentável (Dimitropoulos, 2014; Ghio, Ruberti, & Verona, 2018). No Brasil, o Programa de Modernização da Gestão e de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro (Profut) surge em lógica similar, buscando trazer mais modernismo e responsabilidade na gestão do futebol no Brasil mediante ao atual panorama financeiro destas instituições.

Além disso, os clubes de futebol, diferente do ambiente empresarial, não perseguem apenas interesses financeiros, pois possuem também objetivos esportivos que podem ser influenciados por elementos passionais dos gestores (Baxter, Carlsson-Wall, Chua & Kraus, 2018).

Neste cenário, o presente trabalho tem como objetivo verificar a influência do desempenho esportivo e da adesão ao Profut no nível de endividamento dos clubes de futebol no Brasil. Mourão (2012) mensurou o desempenho esportivo considerando o total de pontos obtidos pelos clubes no Campeonato português e encontrou uma relação positiva e significativa com o endividamento, o que foi corroborado por Dantas, Freitas Neto, Costa e Barbosa (2017), que usaram o percentual de pontos obtidos em relação aos disputados do Campeonato Brasileiro. Contudo, variáveis *dummies* referentes a obtenção de títulos e classificação a libertadores não se mostraram significativas.

Sendo assim, a relação positiva de endividamento com desempenho esportivo só foi comprovada considerando apenas o campeonato nacional disputado. Considerando que os torcedores do clube buscam fundamentalmente vencer as competições que disputam (Kennedy, 2013), pressupõe-se que o desempenho esportivo deveria ser capturado por uma medida mais abrangente.

Por esse motivo, optou-se por utilizar o Ranking de pontuação elaborado pela Confederação Brasileira de Futebol (CBF), que propõe uma métrica que considera o desempenho do clube em todas as principais competições disputadas, como Campeonato Brasileiro, Copa do Brasil e competições sulamericanas.

Quanto ao Profut, por se tratar de um benefício governamental que propiciou redução de diversas dívidas, espera-se que o programa gere um impacto positivo na gestão e transparência dos clubes e exerça influência na redução do seu endividamento. Do contrário, o Profut não será eficiente e futuramente novos programas governamentais seriam necessários para tratar das dívidas dos clubes.

O efeito do Profut na gestão econômico-financeira dos clubes apresenta resultados conflitantes na literatura. Siqueira Junior e Oliveira (2018) concluíram que o Profut exerceu papel fundamental no equilíbrio financeiro dos clubes.

Entretanto, não foi possível identificar o efeito do Profut na redução dos índices de endividamento nos estudos de Silva, Silva, Rodrigues, Castro Sousa & Silva (2019) e Oliveira, Borba e Ferreira (2018). Por isso, novos estudos são importantes para o entendimento dessa relação.

A pesquisa justifica-se pela escassez de estudos nessa linha em clubes de futebol, sendo ainda um assunto pouco debatido na academia. Destarte, os resultados encontrados neste trabalho são relevantes para a gestão dos clubes de futebol, que sofreram historicamente com problemas administrativos e que buscam melhorias na sua gestão.

O presente estudo contribui com a literatura no sentido da ampliação de estudos sobre essa temática no Brasil, além de compreender o período posterior as principais mudanças na escrituração e divulgação das informações contábeis, advindas da aprovação da ITG 2003, em 2013. Contribui, também, pela verificação da relação da adesão ao Profut com o nível de endividamento dos clubes.

2. Revisão de Literatura

2.1. Estrutura de Capital e Endividamento

A estrutura de capital pode ser compreendida como a forma de organização das fontes de financiamento de uma entidade, oriundos de capital próprio ou de capital de terceiros. De forma simplificada, o capital próprio é composto por recursos obtidos junto aos sócios ou acionistas, enquanto o capital de terceiros é adquirido através de endividamento.

Do ponto de vista financeiro, o endividamento elevado pode ser encarado como sinônimo de fragilidade nas finanças, apresentando riscos eminentes para a solvência de uma empresa (Smaniotto, Alves & Decourt, 2017), sendo desejável, assim, diminuí-lo. Brito, Corrar & Batistella (2007, p. 11) corroboram com esse pensamento, afirmando que “o crescimento das dívidas pressiona os fluxos de caixa da empresa em razão da obrigação com pagamento de juros e amortização do principal, levando a uma maior probabilidade de falência”.

Contudo, do ponto de vista econômico, o endividamento pode ser uma estratégia vantajosa, uma vez que o retorno proporcionado pelo aumento sustentável da dívida pode ser maior que o custo de capital de terceiros.

Os fatores determinantes da utilização de recursos próprios e de terceiros têm sido debatidos desde a década de 1950, em especial a partir dos trabalhos de Durand (1952) e Modigliani e Miller (1958). Para Durand (1952), existe um ponto ótimo na estrutura de capital de uma empresa, possibilitando a maximização do valor empresarial. Contudo, segundo Modigliani e Miler (1958), a estrutura de capital da empresa seria irrelevante para sua criação de valor.

De acordo com Prazeres, Sampaio, Lagioia, Santos e Miranda (2015), a aceitação de qualquer uma das teorias é dificultada uma vez que não é possível comprovar empiricamente um padrão de comportamento do endividamento das organizações.

Na tentativa de encontrar uma utilização ótima da estrutura de capital, várias teorias surgiram. Entretanto, pode-se ressaltar duas importantes construções teóricas que embasam as pesquisas recentes sobre a estrutura de capital de uma entidade: A *Static Trade-Off Theory* (STT) e a *Pecking Order Theory* (POT).

Segundo a STT, existe uma estrutura de capital ótima que propicia criação de valor para a entidade. Nesta lógica, a organização estabelece um ponto ideal de endividamento, de acordo com a relação custo-benefício do mesmo. (Huang & Song, 2006; Calabrese, 2011). Já de acordo com a POT, as entidades estabelecem uma hierarquia entre as fontes de

financiamento, sendo: i) retenção dos lucros obtidos; ii) aumento do capital de terceiros, ou seja, endividamento; e iii) aumento de capital próprio, através de integralização de capital e/ou emissão de ações (Myers & Majluf, 1984).

Cabe ressaltar que as teorias foram inicialmente pensadas para empresas com fins lucrativos e que os clubes de futebol no Brasil são, em sua maioria, entidades que não visam o lucro.

De acordo com Calabrese (2011), a POT se ajusta melhor as particularidades das entidades sem fins lucrativos do que a STT, uma vez que o superávit gerado por estas entidades não é distribuído, sendo aplicado no financiamento de suas atividades. É importante salientar também que a POT embasou o estudo de Galvão (2017) entre a relação do superávit e endividamento dos clubes de futebol brasileiros.

Para melhor entendimento da aplicação da estrutura de capital em clubes de futebol, é interessante discorrer um pouco mais sobre as particularidades deste tipo de organização e sua relação com o nível de endividamento.

2.2. O Endividamento e o Desempenho Esportivo

Clubes de futebol são um tipo de diferente de entidades, uma vez que apresentam como objetivo principal a obtenção de desempenho esportivo, como vitórias e títulos, em vez de resultado econômico, como lucro ou retorno dos recursos investidos (Gúzman, 2006; Espitia-Escuer & García-Cebrián, 2010). Assim, pode-se considerar o desempenho econômico-financeiro como um meio para se alcançar o resultado esportivo (Ferreira, Marques & Macedo, 2018).

Além disso, há um fator importante a ser ressaltado na gestão dos clubes de futebol: a relação passional inerente ao esporte. Esses fatores emocionais podem influenciar o comportamento dos gestores, levando-os a tomar decisões motivadas unicamente pela emoção, sem considerar a racionalidade (Gúzman & Morrow, 2007; Rezende, Dalmácio & Pereira, 2010; Ferri, Macchioni, Maffei & Zampella, 2017).

No intuito de obter bom resultado esportivo e considerando o exposto sobre a questão psicológica-emocional, o gestor de um clube pode optar em aumentar o investimento em contratações e salários a um nível, por vezes, superior que suas capacidades financeiras permitem, sendo levados a assumir passivos com terceiros, como contratação de empréstimos e financiamentos, criação de dívidas com atletas e clubes, além de obrigações tributárias, como impostos e contribuições sociais (Zoccali, 2011).

Dessa forma, percebe-se uma tendência de relação positiva entre o endividamento geral dos clubes e o seu desempenho esportivo, onde clubes com melhores resultados esportivos tendem a apresentar maior nível de endividamento, mostrando uma maior dependência do capital de terceiros. Mourão (2012) e Dantas et al(2017), em seus estudos com clubes de futebol, encontraram relação positiva e significativa entre essas duas variáveis, ainda que utilizando *proxies* diferentes para o desempenho esportivo. Assim, formula-se a primeira hipótese da pesquisa:

H1: O desempenho esportivo tem relação positiva e significativa com o nível de endividamento dos clubes de futebol.

Para Mourão (2012), o endividamento nos clubes deve ser encarado como um problema por dois motivos: i) pela necessidade dos clubes em financiar seus ativos de curto prazo com capital de terceiros; e ii) pelo fato destes não apresentarem dívidas sustentáveis, uma vez que sua geração de recursos não é, em muitos dos casos, suficiente para cobrir a estrutura de despesas.

Diante de um cenário mundial de alto endividamento no futebol, motivado em grande parte pelo fato de gastar mais do que se arrecada, foi criado, na Europa, o *Financial Fair Play*, que teve como principal objetivo limitar os gastos das entidades esportivas em razão da sua arrecadação, para, assim, controlar o nível de endividamento dessas entidades (Ghio et al., 2018). No Brasil também caminhou no sentido de uma regulação da gestão esportiva visando a sustentabilidade dos clubes, tendo criado, em 2015, o Programa de Modernização da Gestão e de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro, conhecido por Profut.

2.3. O Endividamento e o Profut

Em 2015, através da Lei 13.155, foi criado, pelo Governo Federal, o Programa de Modernização da Gestão e de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro (Profut), que tem como objetivo fomentar equilíbrio financeiro e uma gestão transparente e democrática das entidades do futebol brasileiro, incluindo clubes, ligas e entidades de administração do futebol (Lei n. 13.155, 2015).

Dentre os principais benefícios trazidos pela aderência dos clubes neste programa estão a redução de 70% das multas, 40% dos juros e 100% dos encargos legais das dívidas com a Receita Federal, Banco do Brasil, Procuradoria-Geral da Fazenda e alguns débitos no Ministério do Trabalho e Emprego, além do parcelamento em até 240 parcelas mensais (Lei n. 13.155, 2015).

Em contrapartida, é exigido dos clubes de futebol uma maior responsabilidade na gestão, caracterizada, dentre outras formas, pela divulgação das demonstrações contábeis auditadas por empresas de auditoria independente, regularidade no pagamento de obrigações tributárias e trabalhistas, além do controle dos déficit dos clubes, limitando-os à 10% da receita bruta auferida no ano anterior, até 31/12/2018. A partir de 2019, esse limite passa a ser de 5% (Lei n. 13.155, 2015).

De acordo com o relatório do Itau BBA (2018) e com os dados observados das demonstrações contábeis dos clubes de futebol do Brasil, mais da metade do endividamento dos clubes se dá com tributos (impostos e contribuições). Por isso, boa parte dos clubes de futebol do Brasil aderiu ao programa em 2015.

Segundo Umbelino, Pontes, Silva e Lima (2019), o Profut é uma possibilidade de melhorar a gestão dos clubes de futebol, tendo implicações diretas em seus desempenhos esportivos, econômicos e financeiros.

Assim, é esperado que os clubes apresentem melhorias na sua gestão financeira, comprometendo-se a respeitar o que a lei impõe. Dessa forma, os clubes precisam limitar sua estrutura de despesas em relação à sua capacidade de geração de receitas e, também, ir amortizando gradativamente seu endividamento com obrigações tributárias, maior fonte de débito dos clubes.

Por isso, espera-se que a adesão ao Profut diminua, ao longo do tempo, o nível de endividamento dos clubes de futebol no Brasil, devido à série de restrições impostas aos clubes que optem por participar deste programa. Para Ghio et al. (2018), regulações no aspecto financeiro dos clubes de futebol impactam diretamente no seu desempenho financeiro. Com base no que foi considerado, formulou-se a segunda hipótese de pesquisa, a saber:

H2: A adesão ao Profut tem relação negativa e significativa com o nível de endividamento dos clubes de futebol do Brasil.

A grande maioria dos clubes das duas principais divisões brasileiras aderiram ao Profut. E isso fica claro ao se analisar a amostra desse estudo, onde dos 23 clubes componentes,

apenas 4 (Chapecoense, Criciúma, Palmeiras e Sport) optaram por não participar do programa.

2.4. Estudos Anteriores

Vários são os estudos que visam verificar o comportamento da estrutura de capital das empresas e também os seus determinantes. Chen (2004) e Huang e Song (2006) examinaram os determinantes do endividamento em companhias chinesas, Bancel e Mittoo (2004) em empresas da Europa, Deesomsak, Paudyal e Pescetto (2004) em organizações da Ásia, Gropp e Heider (2010) em instituições financeiras Estadunidenses e Europeias, entre outros.

No Brasil, pesquisas com essa temática também são recorrentes. Dentre elas, destacam-se Perobelli e Famá (2002), Brito et al. (2007) e Nakamura et al. (2007), que verificaram os determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras. Ressalta-se que estudos recentes também verificam os fatores determinantes do endividamento em setores específicos da economia brasileira, como construção civil (Silva & Francisco, 2016), telecomunicações (Prazeres et al., 2015), agronegócio (Locatelli, Nasser & Mesquita, 2015), tecnologia (Sant'Ana & Silva, 2015), entre outros.

Os determinantes da estrutura de capital também tem sido estudados em clubes de futebol. Mourão (2012) verificou os determinantes do endividamento em clubes de futebol que disputaram a primeira divisão de Portugal no período compreendido entre 1999 e 2006. Os achados apontam para uma relação positiva do endividamento dos clubes com o nível de dívidas no ano anterior, custo de salários, desempenho esportivo e o potencial de mercado da cidade onde o clube está instalado.

Dimitropoulos (2014) examinou o impacto da governança corporativa na estrutura de capital dos clubes de futebol na Europa. Sua pesquisa contou com 67 clubes analisados no período compreendido entre 2005 e 2009. Dentre seus achados, destaca-se a relação negativa e significativa entre as proxies de governança corporativa e o nível de endividamento dos clubes, indicando que quanto maior a governança, menor o endividamento, consequentemente reduzindo o risco de instabilidade financeira.

No Brasil, apontam-se os estudo de Dantas et al. (2017), que analisou os determinantes do endividamento dos clubes do futebol brasileiro entre 2010 e 2013. Os resultados mostram uma relação positiva entre o nível de endividamento e desempenho esportivo e negativa com as variáveis tamanho, retorno sobre ativos e liquidez corrente.

Cunha, Santos e Haveroth (2017) estudaram a política de estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros em 2015 e identificaram o tamanho e a rentabilidade influenciando negativamente o endividamento dos clubes, e a tangibilidade o influenciando de forma positiva.

Galvão (2017) verificou que o endividamento geral dos clubes de futebol tem aumentado entre 2012 a 2014, enquanto que sua geração de superávit tem piorado ao longo do tempo.

Assim, tomando por base a literatura atual e estas pesquisas anteriores, foi elaborada a metodologia para atingir o objetivo da pesquisa proposto.

3. Metodologia

3.1 Tipologia de Pesquisa e Amostra

A presente pesquisa se caracteriza como descritiva, uma vez que visa descrever o impacto de algumas variáveis em relação ao grau de endividamento dos clubes de futebol do

Brasil. Quanto aos procedimentos, pode-se considerar este estudo como documental, por utilizar os relatórios divulgados pelos clubes como fonte de dados. Por fim, quanto ao tratamento dos dados, o estudo caracteriza-se como quantitativo, uma vez que se utiliza de análise estatística para alcançar o objetivo que o trabalho visou anteder (Raupp & Beuren, 2006).

Para alcançar o objetivo deste trabalho foram coletadas informações no Balanço Patrimonial (BP), Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) e Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), bem como suas respectivas Notas Explicativas dos clubes de futebol entre os anos de 2013 e 2017. Este recorte temporal foi motivado pela promulgação da Resolução CFC nº 1.429 de 2013, que aprovou a ITG 2003, alterando os procedimentos de reconhecimento, mensuração e estruturação das demonstrações contábeis dos clubes de futebol brasileiro.

Os demonstrativos contábeis supracitados foram buscados, em um primeiro momento, junto ao sítio eletrônico de cada um dos clubes. Quando não encontrado, foi realizada uma pesquisa junto ao *website* das Federações Estaduais às quais pertencem os clubes.

A amostra foi composta por todos os clubes que disputaram por, pelo menos, duas vezes a Série A, primeira divisão do Campeonato Brasileiro, no período de análise. Assim, 23 clubes compuseram a amostra final. A Tabela 1, a seguir, evidencia os clubes considerados para o estudo.

Tabela 1 – Clubes componentes da amostra do estudo

Clubes presentes na amostra			
Atlético/PR (ATP)	Corinthians (COR)	Fluminense (FLU)	Santos (SAN)
Atlético/MG (ATM)	Coritiba (CTB)	Goiás (GOI)	São Paulo (SPA)
Avaí (AVA)	Criciúma (CRI)	Grêmio (GRE)	Sport Recife (SPO)
Bahia (BAH)	Cruzeiro (CRU)	Internacional (INT)	Vasco (VAS)
Botafogo (BOT)	Figueirense (FIG)	Palmeiras (PAL)	Vitória (VIT)
Chapecoense (CHA)	Flamengo (FLA)	Ponte Preta (PON)	

Fonte: Elaborado pelos autores.

Não foram encontradas a DRE e DFC da Chapecoense para o ano de 2013 e, por isso, o clube foi incluído no banco de dados apenas a partir do ano de 2014. Dessa forma, a análise conta com 23 clubes em 5 anos, totalizando 114 observações.

3.2. Variáveis e Procedimentos de Análise

O tratamento das informações coletadas foi dividida em duas etapas. A primeira desta consiste na análise descritiva das variáveis objetos do estudo, no caso: endividamento geral, fluxo de caixa operacional, retorno sobre o ativo, desempenho esportivo (representado pelo ranking nacional de clubes, elaborado pela Confederação Brasileira de Futebol) e despesa com salários.

Na segunda etapa foi realizada a análise de regressão com dados em painel, técnica que combina séries temporais e corte transversais, permitindo um resultado mais robusto e com maior eficiência na estimação (Gujarati & Porter, 2011). Neste trabalho, foi realizada a regressão com dados em painel considerando os efeitos fixos, respeitando os resultados dos testes de determinação, apresentados na tabela 2, a seguir, e considerando nível de significância de 5%.

Tabela 2 – Testes de determinação de abordagem da regressão com dados em painel

Teste	Estatística	p-valor
Chow	9,9764	< 0,001*
Breusch-Pagan	3,1874	0,0742
Hausman	150,8040	< 0,001*

Nota: * p-valor < 0,05, significativo a 5%.

Fonte: Elaborado pelo autor

Para o modelo de regressão, foram utilizadas as seguintes variáveis, apresentadas na Tabela 3.

Tabela 3 – Variáveis da pesquisa

Variável Dependente	Descrição/Fórmula	Referência	Sinal Esperado
Endividamento Geral (END)	$\frac{\text{Passivo Circ.} + \text{Passivo não Circ.}}{\text{Ativo Total}}$	Mourão (2012); Dantas et al (2017)	xxx
Variáveis Independentes de Interesse	Descrição/Fórmula	Referência	Sinal Esperado
Desempenho Esportivo (RankCBF)	Ranking Nacional de Clubes da CBF	Mourão (2012); Dantas et al (2017)	+
PROFUT	Variável dicotômica (dummy) 1 – Clube inscrito no PROFUT 0 – Clube não inscrito no PROFUT	xxx	-
Variáveis Independentes de Controle	Descrição/Fórmula	Referência	Sinal Esperado
Fluxo de Caixa Operacionanl (FCO)	Total de caixa e equivalentes de caixa gerado/consumido pelas atividades operacionais dos clubes.	Ferri et al (2017).	-
Rentabilidade (RENT)	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Brito et al. (2007); Prazeres et al. (2015); Dantas et al (2017).	-
Endividamento Geral em t-1 (END_{t-1})	$\frac{\text{Passivo Circ.}_{t-1} + \text{Passivo não Circ.}_{t-1}}{\text{Ativo Total}_{t-1}}$	Mourão (2012).	+
Tamanho (TAM)	LN da Despesa com Salários	Brito et al. (2007); Mourão (2012); Prazeres et al. (2015).	-

Fonte: Elaborado pelo autor.

Considerando as variáveis contidas na Tabela 3, para verificar a influência das variáveis independentes no nível de endividamento dos clubes de futebol estudados, foi realizada a seguinte equação:

$$END_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCO_{it} + \beta_2 RENT_{it} + \beta_3 END_{it-1} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 RankCBF_{it} + \beta_6 PROFUT_{it} + \varepsilon_{it}$$

As estatísticas descritivas foram elaboradas através da utilização do software Excel© e os testes estatísticos referentes à regressão, incluindo a própria, foram realizados no software Gretl©. O nível de significância utilizado para a análise estatística foi de 5% ($\alpha = 0,05$).

Além das variáveis de Desempenho Esportivo e Adesão ao Profut, foram utilizadas quatro variáveis de controle para dar maior robustez ao modelo: uma de resultado financeiro (FCO), uma de desempenho econômico (RENT), uma de tamanho do clube (TAM) e uma que considera o endividamento do período anterior (END_{t-1}), que, segundo Mourão (2012), pode explicar uma parte significativa do atual nível de endividamento de um clube de futebol.

Um fluxo de caixa operacional positivo indica que a entidade obteve, no período, mais entradas do que saída de caixa em suas atividades operacionais, ou seja, a mesma gera caixa. Utilizando o raciocínio da *Pecking Order Theory*, que estabelece que as organizações tendem a se financiar, primeiramente, com seus próprios recursos, clubes de futebol com maior geração de caixa nas atividades operacionais dependeriam menos de fontes de financiamento (capital de terceiros), reduzindo seu nível de endividamento.

Tendo como base ainda a *Pecking Order Theory*, as entidades tendem a priorizar a retenção de lucros no momento de optar pelas fontes de financiamento. Partindo desse pressuposto, empresas com maiores rentabilidades tendem a ter menores níveis de endividamento, como apontado por Brito et al. (2007) e Prazeres et al. (2015). Em clubes de futebol pode-se utilizar a mesma lógica, ainda mais considerando que no Brasil os clubes em sua maioria são entidades sem fins lucrativos, ou seja, não visam o lucro para seus acionistas. Dantas et al. (2017) encontraram em seu estudo com clubes de futebol uma relação negativa entre rentabilidade e endividamento.

Por fim, o tamanho, que é representado nesse artigo pelo logaritmo natural da despesa com salários, tal qual utilizado nos estudos de Mourão (2012), Ferri et al. (2017) e Ferreira et al. (2018). A literatura não é unânime quanto à relação entre endividamento e tamanho da empresa. Estudos como Chen (2004), Brito et al. (2007) e Mourão (2012) encontraram relação positiva entre os dois, enquanto Prazeres et al. (2015) e Dantas et al. (2017) acharam relação negativa entre estes.

A pesquisa limita-se a descrever os discriminantes do endividamento para os clubes que compõe a amostra, uma vez que a mesma é não probabilística, coletada por acessibilidade dos dados. Assim, não é intenção deste estudo fazer inferências para toda a população. Além disso, aponta-se que não foram consideradas para o estudo a composição do endividamento em curto e longo prazo, olhando apenas proporção do capital de terceiros em relação ao ativo total como *proxy* de grau de endividamento.

4. Apresentação e Discussão dos Resultados

4.1. Análise Descritiva dos Dados

A Tabela 4, a seguir, apresenta as estatísticas descritivas das variáveis analisadas para o período em questão.

Tabela 4 – Estatísticas descritivas das variáveis

Variáveis	Estatística descritiva	2013	2014	2015	2016	2017	2013-2017
END	Média	1,674	1,591	1,4958	1,3992	1,402	1,5110
	Mediana	0,9084	1,0781	1,1608	1,0589	1,0311	1,0685
	Desv Pad	1,8994	1,6264	1,3738	1,4293	1,1781	1,4941
ROA	Média	-0,3012	-0,0956	0,0796	0,0671	-0,0431	-0,0565
	Mediana	-0,0316	-0,0619	0,0019	0,0331	-0,0302	-0,0171
	D.P.	0,9479	0,364	0,3183	0,1271	0,2266	0,4945
FCO	Média	16.881.110	22.773.140	20.185.572	45.783.136	53.510.319	32.061.935
	Mediana	5.643.499	3.611.939	10.194.115	23.684.000	28.491.191	10.670.092
	Desv Pad	30.933.249	37.813.688	47.724.959	58.800.585	78.706.149	54.837.325
RankCBF	Média	11.433	10.896	10.887	10.662	10.548	10.880
	Mediana	12.222	12.132	11.218	10.936	10.926	11.430
	Desv Pad	3.059	3.096	2.902	3.058	3.242	3.033
Despesas com Salários	Média	60.361.438	61.404.794	64.894.026	74.631.226	88.484.175	70.039.287
	Mediana	53.735.625	50.956.104	58.211.741	65.633.093	71.248.932	58.201.371
	Desv Pad	32.908.924	37.486.169	40.103.630	47.028.398	56.524.452	44.191.996

Fonte: Elaborado pelos autores.

Observa-se, conforme a Tabela 4, que a estrutura de capital dos clubes de futebol é predominantemente composta por capital de terceiros. A mediana foi acima de 1 entre 2014 e 2017 e a média acima de 1,3 em todos os períodos de análise, indicando que a maior parte dos clubes tem mais de 100% de seu ativo total financiado por terceiros. Contudo, a média do endividamento dos clubes tem reduzido ao longo dos anos, bem como o desvio padrão, mostrando que a disparidade de endividamento entre os clubes está diminuindo gradativamente.

Os clubes também tem melhorado a geração de fluxos de caixa nas atividades operacionais com o passar dos anos. De 2013 a 2017, houve um aumento de 217% na média de recursos gerados pelas atividades operacionais e 405% na mediana. Esse aumento de criação de caixa pode ter contribuído com a redução do endividamento médio dos clubes.

Cabe destacar também como resultado das estatísticas descritivas a grande disparidade de montante de despesas salariais dos clubes de futebol no Brasil, onde o desvio padrão tem aumentado periodicamente no período de análise, criando uma diferença ainda maior entre o tamanho dos clubes brasileiros. Isso pode ser explicado pelo fato de que a amostra é composta por variadas agremiações, com aspirações diferentes. Clubes com maior ambição e capacidade financeira tendem a investir mais em salários a fim de buscar melhores resultados esportivos, enquanto clubes com menor disposição de recursos e sem grandes expectativas sobre o desempenho no campeonato, tendem a gastar menos com salários.

Para melhor analisar a relação do endividamento com as demais variáveis de estudo, procedeu-se, em seguida, a análise do modelo de regressão proposto na seção 3.2.

4.2. Análise do Modelo de Regressão

Primeiramente, foram realizados os testes de pressupostos, a fim de verificar se o modelo proposto apresentava os requisitos para execução da regressão com efeitos fixos. A Tabela 5 apresentam os resultados destes testes.

Tabela 5 – Testes de Pressupostos de Regressão

Pressuposto	Estatística	p-valor
Normalidade	70,9955	< 0,001*
Homocedasticidade	88,6067	< 0,001*
Multicolinearidade		
Variável	VIF	
RankCBF	2,758	
PROFUT	1,120	
FCO	1,308	
RENT	1,048	
END _{t-1}	1,074	
TAM	2,958	

Nota: * p-valor < 0,05, significativo a 5%.

Fonte: Elaborado pelos autores

Com base nos resultados mostrados na Tabela 5, percebe-se que as variáveis independentes não apresentaram alta colinearidade, onde todas estas apresentaram VIF < 5,0. A amostra apresentou heterocedasticidade dos resíduos, que foram corrigidos aplicando os erros padrão robustos. Os resíduos não apresentaram normalidade, de acordo com o Teste de Jarque-Bera. Contudo, optou-se pelo relaxamento desse pressuposto, uma vez que a amostra apresentou um número considerável de observações. Além disso, o Teste de Durbin-Watson foi próximo de 2 (DW = 1,42), rejeitando a autocorrelação dos resíduos.

Com isso, procedeu-se a execução da regressão por dados em painel, controlando os efeitos fixos. A Tabela 6 evidencia o resultado da regressão.

Tabela 6 – Resultados da Regressão por Efeitos Fixos

	Coefficiente	Estatística t	p-valor
const	3,788	1,399	0,1759
RankCBF	9,81E-05	2,228	0,0364 *
PROFUT	0,197	2,094	0,0480 *
FCO	-9,31E-10	-2,082	0,0492 *
RENT	-1,087	-14,720	< 0,001 *
END _{t-1}	0,293	2,253	0,0345 *
TAM	-0,022	-1,517	0,1436
Informações do Modelo			
R ² -Within	0,7650		
Estatística F	51,9534		
p-valor	< 0,001*		

Nota: * p-valor < 0,05, significativo a 5%.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Conforme observado na Tabela 6, o modelo como um todo é significativo (p-valor < 0,001) e apresenta um poder preditivo de 0,7650, ou seja, o modelo apresentado é capaz de explicar 76,50% das variações ocorridas no nível de endividamento geral dos clubes de futebol presentes na amostra para o período analisado. Ou seja, o modelo é adequado para determinação do nível de endividamento dos clubes brasileiros. Através da análise individual cada regressor é possível verificar a confirmação ou não de cada uma das hipóteses de pesquisas postas.

Constata-se que o desempenho esportivo se apresenta como um fator determinante do endividamento dos clubes de futebol, uma vez que foi significativo ao nível de 5%. Seu coeficiente foi positivo, indicando que clubes com melhores resultados esportivos tendem a ter maior participação de capitais de terceiros, confirmando a hipótese H1 da pesquisa, que estabelecia que o desempenho esportivo e o endividamento tem uma relação significativa e positiva e ampliando os achados de Mourão (2012) e Dantas et al. (2017), ao indicar que o efeito do endividamento e do desempenho esportivo não se restringe a apenas uma competição específica, mas considera a totalidade de competições disputadas e seus resultados obtidos.

A variável *dummy* Profut também foi significativa no modelo ao nível de 5%, contudo, apresentou resultado diferente do esperado. O coeficiente apresentou sinal positivo, indicando que a adesão ao Profut aumentou o nível de endividamento dos clubes de futebol no Brasil. Esse resultado contraria a hipótese de pesquisa H2.

Uma possível justificativa para tal resultado se dá pela assimetria de informações contábeis dos clubes de futebol, que antes do Profut poderiam omitir informações do seu endividamento para não consternar os sócios e torcedores. Com a exigência e auditoria das demonstrações contábeis por parte do governo como forma de manutenção no programa, os clubes poderiam se ver na obrigação de apresentar fidedignamente a real situação do endividamento.

Outra possível explicação pode estar associada ao fato dos gestores, por seu aspecto emocional pelo clube e sua busca de maximização do desempenho esportivo, aproveitarem a folga financeira proporcionada pelos benefícios governamentais concedidos e simplesmente utilizarem esses recursos na obtenção de novos jogadores e geração de gastos adicionais que aumentam o nível de endividamento.

Quanto as variáveis de controle, o Fluxo de Caixa Operacional foi significativo a 5% e apresentou sinal do coeficiente negativo, indicando uma relação inversamente proporcional com o endividamento dos clubes. Ou seja, clubes com maior geração de caixa nas atividades operacionais tendem a ter menor nível de endividamento.

A variável RENT, *proxy* utilizada para rentabilidade, teve comportamento semelhante ao FCO, sendo significativa e com sinal negativo, inversamente proporcional ao endividamento. Destarte, quanto maior a rentabilidade dos clubes, menor tende a ser o seu endividamento. O resultado encontrado vai de acordo com o estabelecido pela *Pecking Order Theory* e também com os achados de Dantas et al. (2017).

O endividamento no ano anterior (t-1) apresentou relação significativa e positiva com o nível de endividamento dos clubes, conforme observado na Tabela 6. Isso mostra que quanto maior o grau endividamento do clube no ano anterior, maior tende a ser a participação de capitais de terceiro no período corrente, corroborando com o resultado encontrado por Mourão (2012).

A variável TAM apresentou sinal negativo, tal qual encontrado nos estudos de Prazeres et al. (2015) e Dantas et al. (2017). Contudo a mesma não foi significativa no modelo, indicando que o tamanho do clube de futebol, representado pelo LN da sua despesa com salários, não é um determinante do endividamento do clube. Esse resultado corrobora com Brito et al. (2007), que também não encontraram relação significativa entre as duas variáveis.

A Tabela 7 apresenta um resumo dos achados da pesquisa.

Tabela 7 – Resumo dos resultados da pesquisa

Hipóteses Propostas	Variáveis Relacionadas	Resultado Esperado	Resultado Encontrado	Conclusão
Variáveis de Interesse				
H1	Desempenho Esportivo	+	+	Confirmada
H2	PROFUT	-	+	Rejeitada
Variáveis de Controle				
	Variáveis	Resultado Esperado	Resultado Encontrado	
	FCO	-	-	
	RENT	-	-	
	ENDt-1	+	+	
	TAM	+/-	Não significativo	

Fonte: Elaborado pelos autores

Como pode ser visto na Tabela 7, a hipótese 1, que afirmava haver relação positiva e significativa entre desempenho esportivo e endividamento dos clubes foi confirmada na pesquisa e a hipótese 2, que considerava existir relação negativa e significativa entre a adesão ao Profut e o nível de endividamento foi rejeitada. Todas as variáveis de controle, com exceção do Tamanho, foram significativas e apresentaram os resultados esperados, de acordo com a literatura atual.

5. Considerações Finais

O presente artigo teve como objetivo verificar a influência do desempenho esportivo e da adesão ao Profut no nível de endividamento dos clubes de futebol no Brasil. Para isso, foram analisados, através de um modelo de regressão multivariada com dados em painel controlando os efeitos fixos, 23 clubes que disputaram a série A em pelo menos 2 oportunidades no período entre 2013 e 2017.

Com relação às variáveis de interesse do estudo, o desempenho esportivo, representado pela pontuação do clube no Ranking Oficial de Clubes da CBF, impactou positiva e significativamente o endividamento, ampliando os achados de Mourão (2012) e Dantas et al. (2017). Isso mostra que os clubes tendem a priorizar o resultado esportivo, visando alcançar um bom desempenho nesta categoria, ainda que seja necessário aumentar a dependência de capital de terceiros para isso. Assim, confirmou-se a hipótese de pesquisa H1.

A adesão ao Profut também se mostrou um determinante do nível de endividamento dos clubes de futebol na pesquisa, contudo de forma contrária ao que foi esperado e hipotetizado. O Profut apresentou relação significativa e positiva com o endividamento, evidenciando que clubes que aderiram à este programa têm endividamento maior que os que não aderiram, ou ao endividamento do mesmo clube antes da adesão. Esse resultado pode ser explicado por uma possível não evidenciação completa e fidedigna do passivo dos clube antes da criação do programa, o que levaria ao aumento das dívidas com terceiros divulgada nas demonstrações contábeis pós-Profut.

Os gestores também podem estar se utilizando dos recursos provenientes dos benefícios governamentais concedidos para geração de novas dívidas. De qualquer forma, os resultados

obtidos permitem a conclusão de o Profut não está sendo eficiente e cumprindo o seu propósito de modernizar a gestão e aumentar o equilíbrio financeiro dos clubes.

Diante disso, se faz necessário a avaliação do programa e, principalmente dos mecanismos de monitoramento e regulação. A Autoridade Pública de Governança do Futebol (Apfut) é o órgão que é responsável por fiscalizar, regular e disciplinar as condições para manutenção das entidades esportivas no Profut. Contudo, esse órgão não divulga publicamente as auditorias conduzidas e as eventuais punições concedidas.

Com isso, os clubes não incorrem em custos reputacionais e de imagem ao não cumprir as exigências do programa. Recomenda-se mais transparência no processo e maior efetividade nas punições de não cumprimento do Profut, o que poderia possibilitar que o resultado de equilíbrio financeiro almejado seja alcançado.

Por fim, quanto as variáveis de controle, o resultado encontrado aponta que o fluxo de caixa operacional e a rentabilidade têm influência negativa e significativa no endividamento geral dos clubes de futebol, enquanto o endividamento no período anterior (t-1) impacta positiva e significativamente neste. Já o tamanho não teve influência significativa na determinação do nível de endividamento dos clubes de futebol analisados. Para pesquisas futuras, sugere-se analisar, também, os determinantes da composição do endividamento dos clubes de futebol no Brasil e em outros países. Também é interessante a ampliação da amostra, tanto em número de clubes observados quanto no lapso temporal. Por fim, sugere-se a análise de outros possíveis fatores influenciadores da estrutura de capital dos clubes de futebol.

Referências

- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2004). Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms. *Financial Management*, 33(4), 103-132.
- Brandão, A. R. (2012). O endividamento dos clubes de futebol no Brasil. Dissertação de Mestrado, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, SP, Brasil.
- Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(43), 9-19.
- Baxter, J., Carlsson-Wall, M., Chua, W. F., & Kraus, K. (2018). Accounting and passionate interests: The case of a Swedish football club. *Accounting, Organizations and Society*.
- Calabrese, T. D. (2011). Testing competing capital structure theories of nonprofit organizations. *Public Budgeting & Finance*, 31(3), 119-143.
- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business research*, 57(12), 1341-1351.
- Cunha, P. R., Santos, C. A., & Haveroth, J. (2017). Fatores contábeis explicativos da política de estrutura de capital dos clubes de futebol brasileiros. *Podium Sport, Leisure and Tourism Review*, 6(1), 01-21.
- Dantas, M. G., Freitas Neto, R. M., Costa, M. A., & Barbosa, A. (2017). The Determinants of Brazilian Football Clubs' Debt Ratios. *Brazilian Business Review*, 14(Special Ed), 94-109.

- Dimitropoulos, P. (2010). The Financial Performance of Greek Football Clubs. *Choregia Sport Management International Journal*, 6 (1), 5-28
- Dimitropoulos, P. (2014). Capital structure and corporate governance of soccer clubs: European evidence. *Management Research Review*, 37(7), 658-678.
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In *Conference on research in business finance* (pp. 215-262). NBER.
- Espitia-Escuer, M., & García-Cebrián, L. I. (2010). Measurement of the efficiency of football teams in the Champions League. *Managerial and Decision Economics*, 31(6), 373-386.
- Ferreira, H. L., Marques, J. A. V. C., & Macedo, M. A. 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.
- Ferri, L., Macchioni, R., Maffei, M., & Zampella, A. (2017). Financial versus sports performance: the missing link. *International Journal of Business and Management*, 12(3), 36-48.
- Galvão, N. Superávit versus endividamento: as teorias pecking order e trade off aplicadas aos clubes de futebol brasileiros. *Revista Gestão e Organizações*, 2(2), 1-26.
- Ghio, A., Ruberti, M., & Verona, R. (2018). Financial constraints on sport organizations' cost efficiency: the impact of financial fair play on Italian soccer clubs. *Applied Economics*, 1-16, DOI: 10.1080/00036846.2018.1558348.
- Gropp, R., & Heider, F. (2010). The determinants of bank capital structure. *Review of finance*, 14(4), 587-622.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica* (5ª ed.). Porto Alegre: AMGH.
- Guzmán, I. (2006). Measuring efficiency and sustainable growth in Spanish football teams. *European sport management quarterly*, 6(3), 267-287.
- Guzmán, I., & Morrow, S. (2007). Measuring efficiency and productivity in professional football teams: evidence from the English Premier League. *Central European Journal of Operations Research*, 15(4), 309-328.
- Huang, G., & Song, F. M. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China economic review*, 17(1), 14-36.
- Itau BBA (2018). *Análise EconômicoFinanceira dos Clubes de Futebol Brasileiros 2018*. Recuperado de <https://www.italu.com.br/itaubba-pt/noticias/noticias-e-conteudo/analise-economico-financeira-dos-clubes-de-futebol-brasileiros-2018>.
- Kennedy, P. (2013). Left wing' supporter movements and the political economy of football. *Soccer & Society*, 14(2), 277-290.
- Lei n. 13.155, de 04 de agosto de 2015 (2015). Estabelece princípios e práticas de responsabilidade fiscal e financeira e de gestão transparente e democrática para entidades

desportivas profissionais de futebol, e dá outras providências. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/L13155.htm.

- Locatelli, R. L., Nasser, J., & Mesquita, J. M. C. (2015). Fatores determinantes da estrutura de capital no agronegócio: o caso das empresas brasileiras. *Organizações Rurais & Agroindustriais*, 17(1), 72-86.
- Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(1), 261-297.
- Mourão, P. (2012). The indebtedness of Portuguese soccer teams – looking for determinants. *Journal of Sports Sciences*, 30(10), 1025-1035.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-222.
- Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., Forte, D., Carvalho Filho, A. F., Costa, A. C. F., & Amaral, A. C. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro - análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 18(44), 72-85.
- Oliveira, M. C., Borba, J. A., & Ferreira, D. D. M. (2018). Características dos Passivos dos Clubes de Futebol Brasileiros: O Que Dizem as Demonstrações Contábeis?. Anais do Congresso USP, São Paulo, SP, Brasil, 18.
- Perobelli, F. F. C., & Famá, R. (2002). Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração*, 37(3), 33-46.
- Prazeres, R. V., Sampaio, Y. D. S. B., Lagioia, U. C. T., Santos, J. F., & Miranda, L. C. (2015). Fatores determinantes do endividamento: um estudo empírico no setor de telecomunicações brasileiro. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(2), 139-159..
- Raupp, F. M. & Beuren, I. M. (2006). Metodologia da pesquisa aplicável as ciências sociais. In Beuren, I. M. et al. (Eds), *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática* (pp. 46-97). São Paulo: Atlas.
- Sant'ana, C. F., & Silva, T. P. (2015). Fatores Determinantes da Estrutura de Capital de Empresas Brasileiras de Tecnologia . *Journal of Information Systems and Technology Management*, 12(3), 687-708.
- Silva, C. M., Silva, D. M. I., Rodrigues, D. D. S. S., Castro Sousa, J., & Silva, L. R. (2019). O impacto do profut nas ações financeiras dos clubes sócio esportivos: um estudo de caso da gestão empresarial aplicada ao futebol mineiro. *Brazilian Journal of Development*, 5(2), 1219-1237.
- Rezende, A. J., Dalmácio, F. Z., & Pereira, C. A. (2010). A gestão de contratos de jogadores de futebol: uma análise sob a perspectiva da teoria da agência-o caso do Clube Atlético Paranaense. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 2(3), 95-123.

- Silva, A. P. B., & Francisco, J. R. S. (2016). Análise dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas do setor de construção civil: Uma abordagem durante e após a crise imobiliária. *Enfoque Reflexão Contábil*, 35(1), 17-34.
- Siqueira Junior, C. B., & Oliveira, N. S. (2018). Futebol além das quatro linhas: Os efeitos do profut na gestão econômico-financeira dos clubes do futebol brasileiro. *Revista de Administração e Contabilidade da FAT*, 10(1).
- Smaniotto, E. N., Alves, T. W., & Decourt, R. F. (2018). Determinantes da Estrutura de Capital nas Ofertas Primárias Iniciais de Ações no Brasil: Uma Análise com Dados em Painel. *Enfoque Reflexão Contábil*, 37(4), 67-84.
- Umbelino, W. L., Silva, R. B., Ponte, V. M. R., & Lima, M. C. (2019). Disclosure em Clubes de Futebol: Estudo sobre os Reflexos da Lei do PROFUT. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 7(1), 112-132.
- Zoccali, C. (2011). The role of financial indicators in the life of Italian football clubs. *Revista di Diritto ed Economia dello Sport*, 83-101.