



VI MESTRADO DE CONTABILIDADE E AUDITORIA  
Universidade Aberta / ISCAL

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

# **Sociedades Anónimas Desportivas e Mercado de Capitais:**

**Análise de Uma Década**

**Realizado por:** Luís Miguel Rodrigues Neves – n.º 62023

**Orientador:** Prof. Dr. João Sousa Andrade

Lisboa, Julho de 2009



VI MESTRADO DE CONTABILIDADE E AUDITORIA  
Universidade Aberta / ISCAL

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

# **Sociedades Anónimas Desportivas e Mercado de Capitais:**

**Análise de Uma Década**

**Realizado por:** Luís Miguel Rodrigues Neves – n.º 62023

**Orientador:** Prof. Dr. João Sousa Andrade

**Lisboa, Julho de 2009**

## **DEDICATÓRIA**

Aos avós.

## **EPÍGRAFE**

“Planear sem agir é fútil e agir sem planear é fatal.” – Garry Kasparov

## **AGRADECIMENTOS**

Orientador Prof. Dr. João Sousa Andrade pelas sugestões, conhecimentos transmitidos, apoio e disponibilidade sempre evidenciada ao longo da realização da dissertação.

À Maria do Carmo pela paciência demonstrada ao longo do trabalho, das horas que ficaram privadas e da revisão sempre necessária da obra.

Aos Pais pelas palavras de incentivo, carinho e apoio ao longo da minha vida.

À Universidade Aberta e ISCAL pelo apoio logístico disponibilizado e o privilégio em frequentar o curso de mestrado de Contabilidade e Auditoria e aos professores e colegas do mestrado que me apoiaram ao longo do trabalho.

À Prof<sup>a</sup> Adélia Silva pelo apoio e revisão da obra.

Aos funcionários da Hemeroteca e ao jornal A Bola pela ajuda que possibilitaram a pesquisa dos documentos necessários para a análise de todos os factos ocorridos.

A *Euronext Lisbon* pela confirmação dos dados necessários a prossecução do estudo.

## **RESUMO**

O futebol é uma indústria em evolução permanente que relaciona a razão com o coração. É um fenómeno com importância económica, social e cultural. Há uma década atrás, foram criados novos decretos e regras em Portugal, com o objectivo de desenvolver a indústria do futebol, e esta originou a transformação do associativismo nas SAD e existindo posteriormente a admissão das sociedades desportivas em bolsa.

O objectivo desta dissertação é explicar o relacionamento entre a cotação da acção e os factos importantes que podem influenciar as acções.

Esta investigação baseia-se nas regras e leis das SAD e tenta identificar quais os factos relevantes que aumentam ou diminuem o valor das acções, pretende-se estudar o mercado bolsista, realizando uma análise empírica e indutiva.

Os resultados do estudo podem incluir a verificação dos factos com potencial relevância para influenciar o valor de mercado das SAD com o intuito de investigar se existe uma causa efeito que possa produzir uma consequência nas acções e assim explicar esse mesmo facto.

Conclui-se que é possível relacionar o facto X com o aumento dos preços das acções e o facto Y com uma reacção diferente, tendo em consideração que, no fim do campeonato, as acções tendem a aumentar se a equipa de futebol tiver a hipótese de ganhar a competição.

Palavras-chave

Bolsa, sociedades anónimas desportivas, factos importantes, valor de mercado e valor contabilístico

## **ABSTRACT**

Football is an industry in permanent evolution that connects reason to heart. It is a phenomenon with an economic, social and cultural importance. To develop the industry, it was created one decade ago new decree rules in Portugal, which associated this sector to public / anonymous sports societies (SAD), and later on with the opening of transaction of their shares on the corresponding Stock Market.

The aim of this thesis is to explain the relationship between Market Value and the important facts that can influence it.

This investigation relies on SAD rules, laws and it intends to identify which facts are relevant to increase or decrease the shares value and investigate the stock market and make an empiric and inductive analysis.

Results of this study may include the verification of the facts with relevant potential to influence the Market Value of the SAD; with the purpose of establishing if there is a cause effect which can produce a consequence on the shares and so explain it.

The conclusion foreseen is that it is possible to relate fact X with an increase of share prices, and fact Y with a different reaction, taking in consideration that near the end of the championship the shares have a tendency to increase if the football team has the chance to win the competition.

### Key Words

Stock market; Public/anonymous sports societies; Important facts; Market Value; Book Value.

## **ÍNDICE**

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	1
<b>1.1. RELEVÂNCIA DO TEMA</b> .....	1
<b>1.2. DELIMITAÇÃO DO TEMA</b> .....	4
<b>1.3. HIPÓTESE</b> .....	5
<b>1.4. OBJECTIVOS E ÂMBITO DE INVESTIGAÇÃO</b> .....	6
<b>1.5. METODOLOGIA</b> .....	8
<b>1.6. ORGANIZAÇÃO DA DISSERTAÇÃO</b> .....	9
<b>2. CONTEXTO</b> .....	10
<b>2.1. OBJECTIVOS DA CONTABILIDADE</b> .....	10
<b>2.2. CONTABILIDADE DE UMA SAD</b> .....	11
<b>2.3. ANÁLISE TÉCNICA E FUNDAMENTAL COMO MÉTODO DE ANÁLISE DE UMA EMPRESA</b> ..	15
<b>2.4. MARKET TO BOOK</b> .....	17
<b>2.5. MERCADO ACCIONISTA</b> .....	19
<b>2.5.1 A SUA HISTÓRIA</b> .....	19
<b>2.5.2 ALGUMAS CONSIDERAÇÕES</b> .....	21
<b>2.5.3 A EFICIÊNCIA DO MERCADO</b> .....	28
<b>2.6. ACTUAÇÃO E PERSPECTIVA DO ACCIONISTA</b> .....	33
<b>2.6.1 EMOTIVIDADE DO ACCIONISTA</b> .....	33
<b>2.6.2 OUTROS COMPORTAMENTOS DOS ACCIONISTAS</b> .....	39
<b>2.7. FUTEBOL</b> .....	42
<b>2.8. SOCIEDADES ANÓNIMAS DESPORTIVAS</b> .....	45
<b>2.9. ALGUMAS SAD EUROPEIAS</b> .....	53
<b>2.10. A SPORTING S.A.D.</b> .....	58
<b>2.10.1 A SUA CONSTITUIÇÃO (1997)</b> .....	58
<b>2.10.2 DE 1998 A 2000</b> .....	61
<b>2.10.3 DE 2001 A 2004</b> .....	64
<b>2.10.4 DE 2005 A 2007</b> .....	68

2.10.5	CONSIDERAÇÕES GERAIS .....	71
3.	ESTUDO.....	73
3.1.	METODOLOGIA.....	73
3.2.	UNIVERSO CONSIDERADO .....	74
3.3.	RESULTADOS E SUA ANÁLISE.....	75
3.3.1.	CORRELAÇÃO COM OUTRAS SAD NACIONAIS E ÍNDICES DE REFERÊNCIA.....	75
3.3.2.	DETERMINAÇÃO DE UM MODELO DE ANÁLISE ÀS VARIÁVEIS FINANCEIRAS .....	82
3.3.3.	DETERMINAÇÃO DE UM MODELO DE ANALISE ÀS VARIÁVEIS NÃO FINANCEIRAS .....	84
4.	SUMÁRIO E CONCLUSÃO .....	89
4.1.	CONCLUSÃO.....	89
4.2.	LIMITAÇÕES DESTA INVESTIGAÇÃO .....	92
4.3.	FUTURAS LINHAS DE INVESTIGAÇÃO.....	93
5.	BIBLIOGRAFIA .....	95
6.	ANEXOS.....	99
6.1.	ANEXO I – LISTA DAS SOCIEDADES QUE COMPÕEM O DOW JONES STOXX FOOTBALL.....	99
6.2.	ANEXO II – DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA .....	100
6.3.	ANEXO III – REPRESENTAÇÃO GRÁFICA DO SPORTING COM OUTRAS VARIÁVEIS.....	101
6.4.	ANEXO IV – PRINCIPAIS CONTAS DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS .....	104
6.5.	ANEXO V – UK FOOTBALL CLUBS ON THE STOCK MARKETS (1997 – 2007).....	105
6.6.	ANEXO VI – AS CONTAS DA SPORTING SAD.....	106
7.	APÊNDICES.....	107
7.1.	ANÁLISE OLS DOS LOGARITMOS DAS VARIÁVEIS SCP, FCP, ESF, SLB, VOL_A E VOL_B.....	107
7.2.	ANÁLISE OLS DOS LOGARITMOS DOS VOL_A E VOL_B.....	114
7.3.	ANÁLISE OLS DAS CONTAS DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS.....	115
7.4.	EVOLUÇÃO DA ANÁLISE OLS DAS CONTAS DAS D.F.....	117
7.5.	ANÁLISE OLS DAS OUTRAS VARIÁVEIS (NÃO FINANCEIRAS).....	118
7.6.	EVOLUÇÃO DA ANÁLISE OLS DAS NÃO FINANCEIRAS.....	130
7.7.	QUADRO EXPLICATIVO DAS 136 VARIÁVEIS INDEPENDENTES.....	136

**7.8. ORDENAÇÃO DOS VÁRIOS ADVERSÁRIOS NACIONAIS EM SEIS GRUPOS..... 142**

## **ÍNDICE DE TABELAS**

Tabela I – Ranking da Seleção Nacional e dos Clubes de Futebol.....	4
Tabela II – Fundação e Transformação em Sociedades Comerciais em Inglaterra ....	53
Tabela III – Estruturas Jurídicas das SAD Europeias.....	55
Tabela IV – Legião Estrangeira no Futebol Inglês em 2007.....	56
Tabela V – Principais Accionistas nas Sociedades Desportivas.....	72
Tabela VI – Dados Obtidos das Variáveis Porto, ESF e PSI20.....	78
Tabela VII – Dados Obtidos das Variáveis Porto, ESF, PSI20 e Benfica.....	80
Tabela VIII – Análise por Vertente e Respectivas Variáveis.....	85
Tabela IX – Lista das Sociedades Que Compõem o Dow Jones Stoxx Football.....	99
Tabela X – Principais Contas das Demonstrações Financeiras.....	104
Tabela XI – UK Football Clubs on the Stock Markets (1997 – 2007).....	105
Tabela XII – As Contas da Sporting SAD.....	106
Tabela XIII – Análise dos Log das Variáveis SCP, FCP, ESF, SLB, VOL_A, VOL_B.....	107
Tabela XIV – Análise OLS dos Logaritmos dos VOL_a e VOL_b.....	114
Tabela XV – Análise OLS das Contas das Demonstrações Financeiras.....	115
Tabela XVI – Evolução da Análise OLS das Contas das D.F.....	117
Tabela XVII – Análise OLS das Outras Variáveis (Não Financeiras).....	118
Tabela XVIII – Evolução da Análise OLS das Não Financeiras.....	130
Tabela XIX – Quadro Explicativo das 136 Variáveis Independentes.....	136
Tabela XX – Ordenação dos Vários Adversários Nacionais em Seis Grupos.....	142

## **ÍNDICE DE FIGURAS**

<b>Figura I – Sucesso Desportivo vs Equilíbrio Financeiro.....</b>	<b>14</b>
<b>Figura II – Receitas de uma Sociedades Desportiva .....</b>	<b>43</b>
<b>Figura III – Organograma da Sporting SAD em 1998.....</b>	<b>63</b>
<b>Figura IV – Organograma da Sporting SAD em 2002.....</b>	<b>66</b>
<b>Figura V – Organograma da Sporting SAD em 2007.....</b>	<b>70</b>
<b>Figura VI – Evolução das Cotações da Sporting SAD vs F.C.Porto SAD.....</b>	<b>76</b>
<b>Figura VII – Evolução das SAD e Índices de Referências de 2.Jun.98 a 31.Jul.07.....</b>	<b>77</b>
<b>Figura VIII – Divulgação de Informação Privilegiada.....</b>	<b>100</b>
<b>Figura IX – Representação Gráfica do Sporting com outras Variáveis.....</b>	<b>101</b>

## **LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS**

Bayesian Information Criteria	BIC
Bolsa de Valores de Lisboa	BVL
Comissão do Mercado de Valores Mobiliários	CMVM
Dow Jones Industrial Average	DJIA
Fédération Internationale de Football Association	FIFA
Federação Portuguesa de Futebol	FPF
GNU Regression, Econometric and Time-series Library	GRET
International Accounting Standards Board	IASB
International Federation of Accountants	IFAC
International Financial Reporting Standards	IFRS
International Standard on Auditing (da IFAC)	ISA
Liga Portuguesa de Futebol Profissional	LPFP
Normas Internacionais de Contabilidade	NIC
Oferta Pública de Aquisição	OPA
Oferta Pública Subscrição	OPS
Plano Oficial de Contabilidade	POC
Portuguese Stock Index 20	PSI-20
Sociedade Anónima Desportiva	SAD
Sociedade Gestora de Participações Sociais	SGPS
Sociedade Revisores Oficiais de Contas	SROC
Union European Football Associations	UEFA

## **1. INTRODUÇÃO**

### **1.1. RELEVÂNCIA DO TEMA**

Actualmente, o futebol é um fenómeno de extrema importância, tendo grandes repercussões na sociedade portuguesa e a nível mundial. O futebol influencia diversos sectores da sociedade, tais como o sector económico, social e cultural. O que significa, que as funções do desporto em geral, e do futebol em particular, abarcam variadas áreas na sociedade, nomeadamente educativa, saúde pública, social, cultural e recreativa (Arnaut, 2006).

Nenhum outro desporto mobiliza o interesse de multidões como o futebol, sem distinção de idade, sexo, raça, crença, estatuto social ou económico. É um autêntico fenómeno que transformou a actividade de lazer (jogo) num espectáculo de massas, mantendo inalterável ao longo do tempo, todos os ingredientes vitais do espectáculo desportivo. Um fenómeno que gera luta de claques fanáticas e apaixonadas, movimenta meios financeiros volumosos, com o simples sustento e exacerbado às ilusões de vitórias.

Desde há décadas, que os portugueses demonstram a sua preferência pelo espectáculo futebolístico, o que faz de Portugal um país de futebol. Ernesto Silva (2006) refere que o constante aumento da popularidade, provém da influência dos desejos e interesses clubistas ou desportivos dos adeptos do futebol.

O futebol de uma maneira geral, influencia quatro grandes domínios:

- a nível sócio-cultural, fomento da cultura, ocupação dos tempos livres e desenvolvimento de valores;
- a nível sociológico, com o aumento da cidadania bem como da identidade local ou nacional;
- a nível político, com a promoção dos regimes e destaque internacional dos países;
- a nível económico, devido ao desenvolvimento das economias locais, restauração e turismo, construção civil, e criação de emprego.

Em resultado de tudo isto, denota-se uma autêntica “economia do desporto”. Bastará referir que o sector de actividade onde se enquadra o futebol pode exportar num determinado ano económico até cerca de 31,5 Milhões de Euros (M€) num só passe de um jogador profissional<sup>1</sup>, valor superior ao capital social de alguns bancos.

O poder desde sector é demonstrado em dois indicadores. Os 121,6M€ provenientes das vendas de passes dos jogadores dos três grandes clubes durante os primeiros sete meses de 2007, superou no mesmo período sectores como o leite ou a fruta entre outros, ameaçando atingir o sector têxtil. Para além disso, segundo Hermínio Loureiro, presidente da Liga Portuguesa de Futebol Profissional, Portugal é o segundo país da Europa em espectadores por habitante, com a assistência total nas duas ligas profissionais de quase 3,2 milhões de espectadores, apenas ultrapassado pela Holanda<sup>2</sup>.

Na era da globalização, o futebol permite criar laços sociais. Segundo Neves e Domingos (2004), existem exemplos de desafios que colocam em confronto países de diferentes comunidades: autoritarismo, fascismo e militarismo; relações internacionais; colonialismo, anticolonialismo e africanismo; independentismo, regionalismo e separatismo; religião; classes sociais e desigualdades sociais.

Aparentemente, quando existe um espectáculo desportivo cujos intervenientes sejam equipas da primeira liga ou a selecção nacional, Portugal parece ficar momentaneamente “paralisado”. Veja-se o que aconteceu aquando do Euro 2004, qualquer jogo da selecção nacional era sinónimo de festa e alegria e por vezes alguma tristeza (em função do resultado): antes do acontecimento, com a recepção e acompanhamento dos jogadores ao local do jogo; durante, com a manifestação demonstrada pela emoção do próprio espectáculo; e após o acontecimento, com a exteriorização na rua da vitória conquistada. A emoção está sempre presente nesta indústria de lazer.

A indústria do futebol parece ter uma ligação cada vez mais intensa com as cadeias de televisão, estando presente na internet, recorrendo à publicidade, ao *sponsoring*, ao marketing e ao *merchandising*.

O futebol no limiar do milénio é tanto um desporto como um negócio, sendo uma das poucas actividades com capacidade para captar interesse em todo o mundo. O desporto

---

<sup>1</sup> O passe de Anderson do F.C.Porto SAD foi vendido ao Manchester United por 31,5M€ Vide jornal Semanário Económico de 10 de Agosto de 2007, p.5.

<sup>2</sup> Vide jornal Semanário Económico de 10 de Agosto de 2007, p.7.

retratado é, e continuará a ser, um elemento de ligação entre vários povos e culturas e nos últimos tempos, através da televisão e novas tecnologias, criou-se uma profissionalização da modalidade, quebrando fronteiras entre os vários países (Faria, 2000).

No século XXI, o futebol passou a dar mais ênfase ao espectáculo desportivo, desenvolvendo a actividade de lazer, que passou a gerar um maior interesse financeiro, face ao século passado. Sendo por vezes defendido que “o futebol é cada vez mais um produto, nós somos cada vez menos adeptos e cada vez mais consumidores” (Sobral, 2000, p.21). O futebol é dotado de uma linguagem própria e universal e que amplifica paixões descomunais.

Esta é a modalidade com os maiores índices de popularidade, movimentando não só praticantes como também espectadores, ao vivo ou por intermédio de um meio de comunicação social. Este fenómeno social consegue arrastar adeptos, simpatizantes e aqueles que normalmente não apreciam o futebol, mas por vezes acompanham, nomeadamente a selecção nacional (Candeias, 2000).

A preocupação com os negócios está ao nível das instâncias superiores quando tentam dinamizar a indústria. Segundo Ernesto Silva (2006), a própria União Europeia, com a colaboração da Union European Football Associations (UEFA) e da Fédération Internationale de Football Association (FIFA), procura soluções para os clubes ao nível de várias áreas: actividade dos empresários dos futebolistas; governo social do futebol na Europa; introdução de limites salariais; e reforço da credibilidade do futebol.

Em 2007, a selecção portuguesa era considerada a sexta melhor do mundo. No mesmo ano, Portugal apresentou o mesmo lugar no ranking de equipas na Europa. Nas últimas grandes competições internacionais a nível de selecções nacionais, Portugal obteve um quarto lugar no Mundial 2006 (Alemanha) e um segundo lugar no Europeu 2004 (Portugal).

Tabela I – Ranking da Selecção Nacional e dos Clubes de Futebol

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Seleccção	16º	20º	9º	5º	5º	4º	11º	8º	6º	6º	6º
Clubes	6º	7º	17º	10º	10º	9º	7º	6º	6º	6º	6º

Fonte: Jornal Diário de Notícias de 20 de Setembro de 2008, suplemento Sport, p.3.

A Selecção Nacional no *Ranking* FIFA, apresentou, na última década, uma classificação compreendida entre o 20º e o 4º lugar e os clubes de futebol no *Ranking* UEFA, apresentaram em igual período, uma classificação compreendida entre o 17º e o 6º lugar, tal como a selecção, estabilizando na 6ª posição.

Por outro lado, Portugal já foi distinguido por ter um clube campeão do mundo, por ter várias equipas campeãs da Europa, por ser o país de origem de um dos melhores treinadores do mundo, e por ter o melhor jogador do mundo em 2000, falhando apenas equivalentes distinções no que respeita ao nível dos seus gestores de topo.

A constituição das Sociedades Anónimas Desportivas em Portugal foi recente<sup>3</sup>, tal como no resto da Europa, com excepção do Reino Unido. Porém, este fenómeno nem sempre foi atractivo para os potenciais investidores. A imagem fornecida pelo futebol tem capacidade para influenciar a sua capitalização bolsista, como tal, torna-se fundamental profissionalizar este sector, transformando os clubes/associações em sociedades desportivas (Tenreiro, 2000).

Desta forma, parece relevante estudar este assunto das sociedades anónimas desportivas, uma década depois do aparecimento da primeira Sociedade Anónima Desportiva (SAD) em Portugal.

## 1.2. DELIMITAÇÃO DO TEMA

O estudo baseia-se na informação expressa nos vários órgãos de comunicação social existentes e sua influência na cotação da acção de uma sociedade desportiva, para além

---

<sup>3</sup> A primeira SAD portuguesa foi constituída em Julho de 1997. O nascimento desta personalidade deu-se seis anos antes no país vizinho.

da informação expressa, bem como das atitudes por vezes emotivas que podem ser praticadas pelo accionista.

A sociedade desportiva que se encontra como base do estudo é a Sporting SAD que foi constituída em 1997 e analisada durante a sua primeira década de existência. No primeiro ano ocorreu a produção de algumas informações/dados, no entanto, estas não tiveram qualquer impacto em virtude da sociedade ainda não se encontrar em bolsa.

Após a sua admissão, que se verificou no ano seguinte, todos os factos que foram expressos na comunicação social e no *site* da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), foram classificados em rubricas para posteriormente serem analisados.

Inicialmente, começou-se por correlacionar a sociedade desportiva em estudo com as demais existentes no mercado nacional (F.C.Porto e Benfica) bem como os dois índices de referência, quer a nível nacional, Portuguese Stock Index 20 (PSI-20), quer a nível internacional do sector em estudo (*Dow Jones Stoxx Football Index*).

### **1.3. HIPÓTESE**

Nesta dissertação pretende-se estudar a associação da evolução das cotações da Sporting SAD, os resultados desportivos e os factos considerados mais relevantes para o nosso objecto de estudos.

A HIPÓTESE DE PARTIDA – Os factos considerados relevantes em *lato senso*, são condicionantes para a evolução do preço de uma acção de uma SAD?

Facto relevante (CMVM, s.d., p.32) caracteriza-se por não ser do conhecimento público, mas que a sua incidência sobre a empresa emitente ou sobre o seu negócio, é passível de afectar de uma maneira relevante o preço das acções. Compete ao emitente o dever de avaliar, constantemente, se os factos se enquadram na definição de facto relevante, e em caso afirmativo, os mesmos deverão ser divulgados no *site* da CMVM, na internet, antes de serem difundidos por qualquer outro meio.

Como sabemos a informação do emitente pode ser dividida em duas áreas: informação económico-financeira de carácter periódico (publicação das contas e a descrição da actividade da empresa em determinado momento) e informação sobre os negócios ou

outros factos de carácter contínuo (quando influência a vida da empresa de modo que possa alterar a avaliação que os intervenientes fazem do investimento realizado).

Da hipótese de partida deriva a necessidade de perspectivar se um determinado número de elementos e factos podem ter influência no âmbito do problema levantado pela hipótese. Assim, será que a divulgação de resultados anuais, semestrais, trimestrais, com os vários indicadores, os resultados obtidos pela equipa profissional de futebol, se mais ou menos expressivos (vitória, empate ou derrota), classificação da equipa e relação da mesma com o objectivo proposto no início da época desportiva, a compra e venda de passes de jogadores de futebol, os empréstimos de vária ordem (bancários ou obrigacionistas), os problemas disciplinares com atletas da SAD ou os problemas de segurança podem levar a que a cotação do título incorpore estes acontecimentos?

#### **1.4. OBJECTIVOS E ÂMBITO DE INVESTIGAÇÃO**

Quais deverão ser os factos relevantes que são pertinentes para influenciar o valor do título, e se estes ocorrerem, terão efectivamente uma repercussão na cotação do título. E poder-se-á, a partir da ocorrência dos factos, antecipar as volatilidades de um título específico cotado em bolsa?

Por outro lado, sabemos também que para a valorização ou desvalorização dos títulos, os factos considerados para a CMVM como factos relevantes (*important facts*), e os próprios resultados apresentados em bolsa (*book value*), passando estes a serem obrigatórios ao trimestre, bem como as expectativas futuras da sociedade, poderão influenciar, de algum modo, o valor de mercado da acção (*market value*).

Sendo um assunto recente, pretende-se com este estudo verificar a relação entre a informação objectiva recolhida pelos vários meios de comunicação e o *market value*, ou seja, conhecer a formação deste valor.

O factor risco no sector desportivo não deverá ser desprezado, visto que pode influenciar a cotação do título. O risco específico em *sentido lato* engloba a (não) obtenção e a aleatoriedade dos resultados desportivos pretendidos, a concepção e organização do próprio espectáculo desportivo, com os cuidados acrescidos nas questões da violência e a organização de grupos de adeptos das sociedades em causa (claques).

Quanto a restrições do âmbito do trabalho de investigação a realizar, deve-se referir que a sociedade a ser analisada é, como já dissemos, a Sporting SAD (constituída a 28 de Outubro de 1997), considerada por muitos como o modelo de análise, porque foi uma das sociedades pioneiras, tratando-se da primeira sociedade desportiva constituída por Oferta Pública Subscrição (OPS), a par da F.C.Porto SAD (constituída a 30 de Junho do mesmo ano), Vitória de Setúbal SAD (constituída a 1 de Agosto do mesmo ano), sendo a Benfica SAD, a oitava sociedade a ser constituída (10 de Fevereiro de 2000) e admitida em bolsa apenas 5 anos mais tarde (Santos, 2007).

Em Junho de 1998, foram admitidas à cotação no segundo mercado da Bolsa de Valores de Lisboa (BVL), as acções das sociedades desportivas do F.C.Porto e Sporting e, posteriormente, no mercado de cotações não oficiais, as acções da Sporting Braga SAD. As referidas sociedades conseguiram, por via das correspondentes ofertas públicas, obter financiamento adicional para as suas actividades, adquirindo simultaneamente maior visibilidade e exposição pública dos seus negócios.

A Sporting SAD demonstra, por intermédio dos seus dirigentes, uma grande preocupação a todo o momento, de juntar o “título desportivo” ao “título capitalização bolsista”, verificando-se uma constante preocupação em reduzir o peso excessivo dos gastos salariais no orçamento anual, diferindo, parece-nos, das outras sociedades cotadas.

Como testemunha o relatório e contas da Sporting SAD de 2004/05, os quatro principais objectivos são:

- ambição desportiva, o Sporting tem de assegurar as condições que garantem a capacidade competitiva e em corolário, entrar em todas as competições com um espírito ganhador;
- equilíbrio económico-financeiro, tem como propósito facilitar a continuidade da sociedade, e para além disso, garantir a solidificação de um projecto desportivo;
- redução dos custos e aumento dos proveitos, continuar a diminuir a estrutura de custos especialmente os custos com o pessoal, para além de desenvolver a imagem Sporting, academia e infra-estruturas, com o finalidade de atingir um equilíbrio económico;

- continuação da luta pela transparência, pela ética e pela verdade desportiva no futebol português.

Numa Assembleia-Geral realizada a 26 de Fevereiro de 1998, o então presidente promotor deste novo modelo de gestão (José Roquette) disse o seguinte: “O modelo de gestão é fundamentalmente de rigor, de cumprir com as obrigações fiscais e segurança social e outras responsabilidades que implicam cidadania e responsabilidade de uma instituição.”

## 1.5. METODOLOGIA

Quanto à metodologia, e depois de definir quais os factos que são considerados relevantes para influenciar a cotação da acção, proceder-se-á à recolha e análise documental dos relatórios de gestão e prestação de contas da sociedade em causa e os factos relevantes expressos na imprensa especializada. Analisar-se-ão os resultados obtidos pela equipa profissional de futebol e a respectiva classificação de uma forma absoluta e relativa face ao objectivo proposto, com o intuito de aferir se existe uma relação positiva, negativa, nula ou indiferença dos dados obtidos face às cotações de mercado.

Para proceder a uma caracterização exaustiva do sector, dever-se-á abordar a problemática do risco associado ao negócio em todas as suas vertentes, e, especificamente, na obtenção de resultados desportivos. Para além desse ponto, não deverá ser desprezada a existência de um património que é substancialmente constituído por capital humano, adquirido a outras sociedades ou proveniente da sua própria actividade de formação.

Para esse efeito recorreremos ao software GNU Regression, Econometric and Time-series Library (GRET), na sua versão 1.8.2. e respectivo manual elaborado por Cottrell e Lucchetti (2008), com o intuito de proceder ao tratamento estatístico das variáveis descritas.

A sociedade em análise para o estudo pretendido, a Sporting SAD, tem dez anos de existência. Verificou-se que durante a década analisada, foram obtidas classificações díspares, desde maus a excelentes resultados desportivos, nomeadamente dois títulos de

campeão nacional e alguns troféus conquistados<sup>4</sup>, bem como maus a excelentes resultados económico-financeiros demonstrados nos seus relatórios e contas. A diversidade de situações foi assim uma característica do período em análise, o que é conveniente para a análise empírica.

## **1.6. ORGANIZAÇÃO DA DISSERTAÇÃO**

A dissertação encontra-se organizada em seis grandes temas.

Numa primeira fase, iremos abordar o conceito de contabilidade, seus objectivos e apresentar qual a contabilidade mais adequada ao sector das sociedades desportivas.

Numa segunda fase, relataremos a questão da avaliação de uma empresa e as análises que poderiam ser feitas, para além dos indicadores mais importantes.

Numa terceira fase, enquadraremos o mercado accionista, não esquecendo a questão da eficiência do mercado, e o papel do investidor no mesmo mercado, com a razão e a emotividade a influenciar a sua tomada de decisão.

Numa quarta fase, o próprio desenvolvimento do trabalho de investigação. Proceder-se-á a um enquadramento legal das sociedades desportivas, conferindo e explanando as normas fundamentais que as regulam. Serão também identificados os estudos já existentes neste sector de actividade, ou seja, as descrições do estado actual da investigação considerada actual e relevante, com particular incidência sobre os estudos provenientes de SAD inglesas. Esta fase será completada com a análise da sociedade desportiva Sporting SAD, sociedade escolhida como objecto de estudo desta dissertação, ao longo da sua primeira década. Esta revisão surge para apoiar a teorização apresentada, os objectivos propostos e as questões ou as hipóteses empíricas formuladas.

Numa quinta fase, evidenciaremos a metodologia adoptada, o universo considerado e os resultados obtidos do estudo.

Numa sexta e última fase, finalizaremos com as conclusões do estudo, bem como as limitações e as possíveis futuras linhas de investigação.

---

<sup>4</sup> Ao longo do período em análise, a Sporting SAD obteve: dois primeiros lugares, dois segundos lugares, quatro terceiros lugares e dois quartos lugares. Para além disso duas Taças de Portugal e duas Supertaças “Cândido de Oliveira”.

## 2. CONTEXTO

### 2.1. OBJECTIVOS DA CONTABILIDADE

A contabilidade desenvolveu-se em 1494 por intermédio de um frade franciscano de seu nome, Luca Pacioli e que publicou em Veneza, uma enciclopédia matemática intitulada “*Summa de Arithmetica, Geometria, Proportioni et Proportionilita*” com o subtítulo das contas e da escrituração “*Tractatus XI Particularis de Computis et Scripturis*”, com a alusão de que a escritura das contas era feita pelo método das partidas dobradas.

Muitos autores consideram a contabilidade como uma ciência porque controla a actividade da empresa e indica a posição económico financeira, outros consideram uma técnica porque regista os factos patrimoniais, analisa, avalia e prevê os factos futuros (Costa & Paulino, 1999), mas pode-se definir contabilidade como sendo:

A disciplina ou a técnica cujo objecto consiste no estudo e na representação da movimentação dos valores do património e das operações de gestão com vista a apreciar em cada momento, as situações e os resultados decorrentes das referidas movimentações (Ferreira, 2005, p.12).

A contabilidade é um sistema de informação para a tomada de decisão, visto que a contabilidade “valoriza os recursos postos à disposição da empresa, as obrigações contraídas e os meios utilizados na obtenção desses recursos, bem como os direitos assumidos e os meios obtidos na transmissão dos bens e dos serviços produzidos” (Costa & Alves, 2005, p.37).

A informação que a empresa deve prestar deverá ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita e compreensível aos utentes, e apresentadas em demonstrações financeiras que reflectam uma imagem verdadeira e apropriada da posição financeira e dos resultados das operações da empresa<sup>5</sup>.

O conhecimento dos factos passados é extremamente importante para conhecer o presente e planear o futuro. Daqui se depreende que a contabilidade tem por objectivo facilitar a tomada de decisão, controlo das operações previstas, para proceder a uma avaliação do desempenho e um planeamento. Compete à contabilidade a preparação das

---

<sup>5</sup> Artigo 7º do Código dos Valores Mobiliários em conjunto com o ponto 3.2 do POC.

demonstrações financeiras para que estas estejam à disposição atempadamente dos accionistas/investidores interessados (Costa & Alves, 2005).

A contabilidade não deixa de ser “um processo de identificar, medir e comunicar informação económica para permitir juízos e decisões fundamentadas aos utilizadores da informação” (Almeida, 2000).

## **2.2. CONTABILIDADE DE UMA SAD**

O artigo 20º da Lei de Bases do Sistema Desportivo determina que os clubes e as sociedades desportivas que participem em competições de natureza profissional devem obrigatoriamente possuir contabilidade organizada segundo as normas do Plano Oficial de Contabilidade (POC) com a adaptação de regulamentação adequada. O artigo 44º do Decreto-Lei n.º 67/97 de 3 de Abril informa que enquanto não for aprovado um plano de contabilidade específico para o sector de actividade, os clubes desportivos estão sujeitos às regras aplicáveis às sociedades anónimas.

Inicialmente, as sociedades desportivas baseavam-se no POC<sup>6</sup> e a partir de Janeiro de 2005<sup>7</sup>, as sociedades, que estavam cotadas em bolsa de qualquer Estado membro da União Europeia, passaram a elaborar as suas contas consolidadas em conformidade com as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), ou as chamadas International Financial Reporting Standads (IFRS). Se a empresa assim o entender, também poderá apresentar as suas contas individuais.

As sociedades desportivas, tal como as sociedades anónimas, necessitam de ter um órgão de fiscalização, de forma a fornecer uma credibilidade às demonstrações financeiras. Para além disso, ainda estão sujeitas a uma revisão/auditoria às contas da sociedade. Compete, assim, aos auditores expressar uma opinião independente e profissional, assente no exame que executaram às demonstrações financeiras da empresa.

---

<sup>6</sup> Decreto-Lei n.º 410/89 de 21 de Novembro e alterado e editado pelos Decreto-Lei n.º 238/91 de 2 de Julho, Decreto-Lei n.º 29/93 de 12 de Fevereiro, Decreto-Lei n.º 127/95 de 1 de Junho, Decreto-Lei n.º 44/99 de 12 de Fevereiro, Decreto-Lei n.º 79/2003 de 23 de Abril, Decreto-Lei n.º 88/2004 de 20 de Abril e Decreto-Lei n.º 35/2005 de 17 de Fevereiro.

<sup>7</sup> Decreto-Lei n.º 35/2005 de 17 de Fevereiro, pela transposição da directriz n.º 2003/51/CE da União Europeia, alterando as Directivas n.ºs 78/660/CEE, 83/349/CEE e 91/674/CEE.

O objectivo de uma auditoria das demonstrações financeiras segundo a International Standard on Auditing (ISA) 1 da International Federation of Accountants (IFAC):

É habilitar um auditor a expressar uma opinião sobre tais demonstrações financeiras. A opinião do auditor ajuda a dar credibilidade às demonstrações financeiras. Contudo, o utente não deve assumir que a opinião do auditor é uma garantia quanto à viabilidade futura da entidade nem uma opinião quanto à eficiência e eficácia com que o órgão de gestão conduziu os negócios da entidade (ISA 1 da IFAC).

Os auditores, sendo pagos pelas empresas que fiscalizam, estão principalmente ao serviço dos investidores, visto que, são estes agentes que necessitam das opiniões e pareceres dos auditores. A certificação legal de contas pode ser de seis tipos: sem reserva, com ênfase, com opinião com reservas, com enfade e opinião com reservas, com escusa de opinião e com opinião adversa.

Apesar da realização de uma análise criteriosa às contas da sociedade, a auditoria tem como base uma amostragem e por esse facto, não é totalmente fidedigna.

Desta forma existe um risco latente que resulta de três componentes<sup>8</sup>:

- risco inerente, que se caracteriza pelo risco da actividade, do negócio e representa os erros susceptíveis de surgirem nas demonstrações financeiras;
- risco de controlo, mede a capacidade do acontecimento não ser detectado pelo sistema de controlo instalado pela sociedade, representando os erros não detectados pelos controlos;
- risco de detecção, reflecte o risco do auditor em não verificar o facto, representando erros não detectados pelo auditor (Costa, 2000).

O risco da auditoria provém do produto das três componentes.

A rubrica com maior dificuldade de valorização e capaz de distorcer as demonstrações financeiras das sociedades desportivas é aquela que aborda os recursos humanos.

O direito desportivo sobre os jogadores profissionais será um activo para a sociedade ou simplesmente um custo? O POC em conformidade com as NIC, indicam que se trata de

---

<sup>8</sup> ISA 400 – Risco de auditoria.

um activo, e como se consegue verificar no balanço da Sporting SAD um activo com um peso enorme na estrutura da empresa. É talvez o activo mais difícil de ser mensurado visto que “o seu custo histórico” não é seguramente o melhor critério para o valorizar, veja-se quanto poderia ser valorizado no balanço um jogador de 18 anos, proveniente das camadas jovens, ou seja, com direito desportivo formado internamente, quando em seguida, o seu passe é vendido por 15M€.

Os jogadores de futebol são elementos imprescindíveis à realização dos espectáculos desportivos porque sem jogadores adequados, não existem equipas. Os seus direitos ainda originam outras fontes de rendimentos como por exemplo o *merchadising* ou o direito à imagem. Os activos corpóreos (academia, estádio) tomam um valor irrisório face ao que se “encontra lá dentro” (jogadores com contrato profissional ou com contrato de formação), o que se depreende que os principais activos de uma sociedade desportiva são os seus recursos humanos.

Como o POC e as Directrizes Contabilísticas não definem activo, recorrendo às NIC, activo<sup>10</sup> “é um recurso controlado pela empresa como resultado de acontecimentos passados e do qual se espera que fluam para a empresa benefícios económicos futuros.”

Os direitos desportivos dos jogadores devem obedecer às seguintes condições para serem considerados activos intangíveis, identificáveis, controlo sobre o recurso e existência de benefícios económicos futuros. Estes activos devem ser valorizados inicialmente pelo seu custo. Desta forma os contratos dos jogadores sendo identificáveis, controlados pela sociedade e com benefícios económicos futuros expectáveis são considerados activos intangíveis e amortizados durante o período do contrato. Caso o contrato seja de um jogador da formação e por se encontrar numa “fase de pesquisa”, poderá não originar benefícios económicos futuros e desta forma, é considerado como um gasto. De referir ainda que o activo intangível relativo aos direitos desportivos sobre o jogador deverá variar em função da forma física, o que resulta de uma certa volatilidade, isto é, caso o atleta sofra de uma grave lesão, o activo deverá ser reavaliado e registada a respectiva imparidade (Eduardo Silva, 2004).

Os benefícios económicos futuros podem ser identificados, quer na contribuição dos atletas para o bom desempenho colectivo e em resultado dessa prática, um aumento dos

---

<sup>9</sup> A 11 de Agosto de 2003, o Manchester United adquiriu o passe de Cristiano Ronaldo à Sporting SAD.

<sup>10</sup> Alínea a) do parágrafo 49 da EC do IASB (1989).

proveitos ao nível de bilheteira, televisão, publicidade<sup>11</sup>, merchadizing, quer na alienação dos direitos desportivos sobre os jogadores antes do termo do contrato, ou na compensação por formação<sup>12</sup> (Cruz, 2006).

Da análise realizada à Sporting SAD, o autor pôde concluir que “existe relação positiva entre os serviços prestados pelos jogadores e os benefícios que revertem para a sociedade” (Cruz, 2006, p.31).

Figura I – Sucesso Desportivo vs Equilíbrio financeiro



Fonte: Relatório e Contas da Benfica SAD 2005, p.25

Como demonstra a figura I, o sucesso desportivo, por intermédio do incremento de receitas, leva ao equilíbrio financeiro, dando origem a uma capacidade de investimento, conduzindo novamente ao sucesso desportivo.

Mas, como as receitas não conseguem acompanhar os custos, devido essencialmente ao défice estrutural que caracteriza este sector, não resta outra alternativa às sociedades desportivas senão investirem na sua formação<sup>13</sup>, na medida em que os seus encargos são baixos, face aos benefício que poderão advir no futuro.

<sup>11</sup> O Real Madrid criou a *sociedad Mixta*, para gerir todos os direitos de imagem, ficando com 50% de tudo o que os seus jogadores ganham fora do campo. (vide Revista Mais Valia, Fevereiro de 2004, p.42)

<sup>12</sup> Artigo 20º (compensação por Formação) do Regulamento Relativo ao Estatuto e Transferências de Jogadores e Anexo 5 (Mecanismo de Solidariedade). Existe um mecanismo de solidariedade aos clubes formadores. O clube comprador é obrigado a reter 5% do valor da transferência a distribuir aos clubes onde o jogador actuou entre os 12 e os 23 anos com os primeiros quatro anos a contribuírem 0,25% por ano (dos 12 aos 15) e os restantes a contribuírem 0,5% por ano. Vide [http://www.sjpf.pt/upload/files/regulamento\\_internacional\\_transferencias.pdf](http://www.sjpf.pt/upload/files/regulamento_internacional_transferencias.pdf). Pesquisado em 9 de Dezembro de 2008.

<sup>13</sup> A Academia Sporting/Puma (designado inicialmente por centro de formação e estágio) em Alcochete foi inaugurada a 21 de Junho de 2002 com um investimento total de 17,5M€ os seus encargos anuais são

## 2.3. ANÁLISE TÉCNICA E FUNDAMENTAL COMO MÉTODO DE ANÁLISE DE UMA EMPRESA

Brealey e Myers (1998) referem que existem dois tipos de analistas de investimento que potenciam a aleatoriedade do mercado de capitais: os analistas fundamentais e os analistas técnicos. Os fundamentalistas estudam o negócio da empresa e tentam descortinar quais as suas rentabilidades. Ao invés, os técnicos estudam a evolução passada dos preços e a procura de ciclos recorrentes.

Pinho e Tavares (2005) vão de encontro aos autores anteriores, visto que vêem a análise técnica como examinadora da oferta e procura, satisfazendo para isso a análise histórica dos preços de mercado, recorrendo a gráficos, identificando tendências, e descurando a informação financeira. Por detrás desta análise encontra-se o princípio da repetição, isto é, tenta-se conhecer os padrões de comportamento e esperar que eles se confirmem e condicionem tendências futuras. A análise fundamental, para os referidos autores, considera que é mais importante o valor teórico da acção, menosprezando de certa forma, o seu preço de mercado. As informações sobre a empresa, mercados internacionais e tendências económicas são alguns indicadores que é útil avaliar na cotação de uma acção. As duas análises são complementares, visto que, a primeira estuda o comportamento geral do mercado, e a segunda determina o preço teórico da acção.

Os profissionais que defendem a análise técnica “aprecebem-se de que os preços não se movem de forma aleatória; pelo contrário, movem-se em padrões repetitivos e identificáveis” (Peixoto, 2000, p.11). O mesmo autor refere ainda que esta análise se baseia essencialmente em factores ou comportamentos psicológicos.

A análise fundamental estuda as variáveis económicas, políticas e sociais, e tenta identificar de que modo estas variáveis podem influenciar as expectativas futuras, visto que as mesmas fazem alterar de uma forma significativa o movimento dos preços, comparando o preço teórico do título com o preço de mercado. A análise técnica baseia-se em gráficos que reflectem o comportamento passado dos preços das acções. Nesta análise a interação entre a oferta e a procura toma uma importância preponderante, na

---

de 2M€ tendo já gerado uma venda considerável de um jogador *made-in-academia* (Nani) por 25,5M€ (30 de Maio de 2007).

medida em que, representa os factores que originam a formação do preço (Peixoto, 2000).

Peixoto (2000) ainda referiu que a análise técnica se baseia em três pressupostos:

- tudo se reflecte nos preços de mercado, por esse facto, é imprescindível apenas o estudo dos movimentos dos preços estimulados por alterações de expectativas, não sendo importante o conhecimento dos factores que causaram essa movimentação;
- os preços movem-se em tendências e as tendências persistem, e compete ao analista detectar da sua tendência e identificar o sinal de inversão;
- o comportamento do mercado repete-se, e como o mercado depende em larga escala das expectativas dos investidores, e situações semelhantes, os mesmos tendem a eleger comportamentos semelhantes e desta forma originam um modelo que se baseia numa repetição permanente de comportamentos.

Para Elder (2006) a análise fundamental é muito importante para os investidores de longo prazo. A análise técnica é fundamental em mercados velozes porque procuram tendências, zonas de suporte e resistência e padrões repetitivos, ou seja, assenta em métodos computadorizados, mas não descuram a psicologia da multidão que nunca é objectiva, é na verdade a psicologia social aplicada ao mercado accionista.

A análise da empresa consubstancia-se em duas abordagens a nível patrimonial e de rendimento, sendo a primeira mais voltada para o passado e a segunda para o futuro (Pinho & Tavares, 2005). Os autores referiram ainda que uma abordagem de rendimento poderia ser mensurada através de três principais modelos de abordagem ou indicadores fundamentais:

- o valor actual dos dividendos, representa o valor actual dos *cash-flows* futuros;
- o modelo dos fluxos de tesouraria actualizados ou *discounted cash flows*, que devem ser actualizados à taxa de desconto e que incorpore o risco do activo em causa;
- e o *Economic Value Added*, que permite calcular o verdadeiro valor económico do lucro gerado, considerando para o seu cálculo e de uma forma pertinente, a diferença do resultado da empresa pelo custo do capital.

Zimmer e Putman (citado por Tavares, 2002) referiram que o sucesso no mercado financeiro depende de três grandezas: trabalho e estudo (80%), intuição (15%) e sorte (5%).

## 2.4. MARKET TO BOOK

Fama e French (citado por Colot & Samain, 2005) descobriram, em 1992, através de estudos estatísticos, a existência de duas variáveis que estão na origem dos rendimentos bolsistas: a relação entre o valor contabilístico e o valor de mercado e a dimensão da empresa expressa na capitalização bolsista. No primeiro caso, a variável relaciona o *market value* com o *book value* (*market-to-book*) e reflecte que quanto mais baixo for este rácio, maior será o rendimento esperado para a acção. No segundo caso, a variável explicita que quanto maior for a capitalização bolsista, mais baixo é o rendimento esperado para uma acção.

Ao estudo realizado por aqueles investigadores, dever-se-á acrescentar ainda, outros factores explicativos que são os denominados “factores relevantes”. Uma acção com um elevado grau de risco tenderá a ter um *market-to-book* mais baixo, do que outra com menor risco com o *book value* idêntico.

Os mesmos investigadores Fama e French (citado por Damodaran, 2007) observaram entre 1962 e 1990 as acções que acumulativamente apresentavam menores valores de mercado e menores *market-to-book*, obtiveram de uma forma corrente retornos maiores do que as empresas com maiores valores de mercado e maiores *market-to-book*.

O indicador “*market-to-book* mede a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor registado na contabilidade” (Pedro, 2006, p.51). O mesmo autor refere que para o calculo do rácio, não se deve incluir as *golden shares*, porque o seu preço não é definido pelo mercado.

- o valor de mercado = Número de acções \* Preço de cada acção em bolsa.
- o valor contabilístico = Activo líquido – Passivo ± Reservas ocultas.

Os autores Colot e Samain (2005) comprovam o seu calculo da seguinte forma, o valor em bolsa provém do capital próprio valorizado em bolsa e da perspectiva de

crescimento dos lucros por cada acção. O valor contabilístico retira-se do capital próprio do balanço por cada acção.

O conceito de reserva oculta provém de activos ou passivos mal registados no balanço, devendo, desta forma, serem corrigidos (Pedro, 2006). O autor revela exemplos: sobreavaliação de dívidas; subavaliação de dívidas de terceiros; omissão de registo de bens activos; sobreavaliações das amortizações e reintegrações e das provisões e ajustamentos; subavaliação no registo do valor de bens activos. É fácil verificar que as reservas ocultas distorcem a análise da empresa, e seria mais vantajoso, proceder a uma auditoria para recalcular as massas gerais. Preocupações essas que impossibilitavam de proceder a qualquer análise.

Com os aspectos atrás mencionados, verificamos que a contabilidade é imperfeita, visto que, alguns activos imateriais podem ter uma importância extrema na obtenção do lucro como referem Colot e Samain (2005) e não fazerem parte, ou não estarem devidamente valorizados em balanço, ocasionam, desta forma, uma desvirtualização do indicador. Para referir como exemplo, deve-se mensurar o valor justo de uma marca com grande notoriedade e aplicá-lo no balanço numa rubrica do activo.

Aquele rácio, segundo Pedro (2006), reflecte uma comparação entre duas grandezas, por um lado, o mercado e por outro, a contabilidade. Caso o rácio seja superior a 1, o valor de mercado é superior ao valor contabilístico, o mercado considera que existe um valor intangível para além do *book value*, e dessa forma, “O mercado avalia positivamente a empresa e tem expectativas que justificam a oferta de um valor acima do que a empresa tem registado na contabilidade” (Pedro, 2006, p.53). Ao invés, caso seja inferior à unidade, o contrário acontece. A raridade ocorre quando o rácio admite o valor de 1, neste caso, o valor de mercado é igual ao valor contabilístico. No mercado português de 1991 até 2004, o valor global do rácio foi quase sempre superior a 1, para as empresas cotadas na Euronext Lisboa<sup>14</sup>.

Quando o indicador *market-to-book* evidenciar um resultado extremo, deve-se ter cuidado com a sua leitura, Colot e Samain (2005) referem que se o mesmo indicador for muito baixo, existe uma grande probabilidade de o título apresentar um grande risco ou estar subavaliado, podendo ter influência no desenrolar da actividade. Pelo contrário, se

---

<sup>14</sup> Os anos de 1991, 1992, 1995 e 1996 reflectiram um *market-to-book* inferior a 1. Todos os restantes anos, o valor foi superior a unidade.

for muito alto, o título não só pode encontrar-se sobreavaliado como também pode apresentar um baixo risco.

Segundo Bradley (citado por Pedro, 2006) o mesmo acontece no mercado americano visto que reflecte uma tendência próxima da Euronext Lisboa, com um alargamento considerável do indicador.

Mas podem existir dúvidas substanciais, por um lado, o mercado pode não estar a valorizar adequadamente as acções devido à desigualdade de informação entre os intervenientes e à própria ineficiência do mercado, e por outro, a existência de reservas ocultas relevantes que possa distorcer o indicador ao nível do activo tangível ou do activo intangível. Activo este que está a ganhar uma grande ponderância na contabilidade de uma empresa, mas de difícil mensuração (Pedro, 2006). Veja-se o caso de uma sociedade desportiva, para compreender o problema, qual será o justo valor de um activo muito específico, que é o passe de um profissional de futebol?

Colot e Samain (2005) referem que as duas grandezas são diferentes visto que o *market value* incorpora não só os resultados como os dividendos futuros. A diferença representa o valor actualizado das perspectivas de crescimento dos lucros e resulta numa relação positiva entre o número de investidores que acreditem que a sociedade realize lucros elevados no futuro e o próprio indicador. Os investidores demonstram um pessimismo face a lucros futuros quando o mesmo indicador for inferior a um, se bem que o optimismo e o pessimismo não se comprova apenas na existência ou não de lucros futuros, mas a congregação de vários factores podem explicar tal comportamento.

Pedro (2006) justifica esta intangibilidade com o potencial de conhecimento organizacional que criará riqueza, ou o chamado “capital conhecimento.”

## **2.5. MERCADO ACCIONISTA**

### **2.5.1 A SUA HISTÓRIA**

Levinson (2005) definiu acções (*equities*) como sendo quotas que representam a propriedade de parte de capital de um negócio ou de uma empresa. Esta definição provém da época medieval, e ganhou um estado de grande maturidade, por altura do renascimento. Estas primeiras sociedades eram “empreendimentos temporários constituídos para fins específicos, como por exemplo, o financiamento de uma

expedição de um navio, sendo dissolvidas assim que o objectivo era realizado” (Levinson, 2005, p.181). O mesmo autor referiu que a primeira sociedade deverá ter nascido na Holanda em 1602<sup>15</sup> e que emitiu certificados de acções, negociadas em Amsterdão durante cerca de duzentos anos.

As acções terão aparecido em Inglaterra no séc. XVI com o principal objectivo de poder financiar a *Muscovy Company*, e reduzir o risco da empresa nas viagens que teria de realizar. Mais tarde, os títulos foram transacionados nas tabernas de negócios da Rua Threadneedle, seguindo-se a sede da *London Stock Exchange* (Matos, 2007).

Levinson (2005) referiu que a transacção de acções se deu com grande frequência na época da Revolução Industrial, devido à necessidade de angariar elevados montantes de capital para construir fábricas e canais.

Como refere Peixoto (2004), Charles Dow publicou um artigo<sup>16</sup> que relatou como instrumento de determinação de tendência de mercado, o primeiro índice sobre acções. Três anos mais tarde foram constituídos dois índices: *Dow Jones Industrial Average* (doze acções do sector industrial) e *Dow Jones Railroad Average* (vinte acções do sector dos caminhos-de-ferro). Dow teve como principal objectivo determinar a direcção global do mercado com o intuito de obter um modelo de previsão para o comportamento futuro.

A bolsa de acções e obrigações nacional foi fundada em 1837 no Torreão da Praça do Comércio. A inauguração da Bolsa do Porto deu-se cerca de sessenta anos mais tarde, e em 1901, surgiu o primeiro Regulamento da Bolsa de Valores de Lisboa, que esteve em vigor até 1974. As nacionalizações começaram em Maio de 1975, e o programa das privatizações iniciou em 1989 e tinha como principal objectivo um encaixe considerável de uma grande verba, para além do desenvolvimento de um certo capitalismo popular<sup>17</sup>, que levaria muitas pessoas naquela época a investirem as suas economias na bolsa (Matos, 2007).

O mesmo autor caracteriza o mercado português como sendo avançado, mas de segunda linha, porque conserva algumas características tais como: limitada dimensão; baixa

---

<sup>15</sup> *Dutch East India Company*.

<sup>16</sup> Artigo publicado no *Wall Street Journal*, a 3 de Julho de 1884.

<sup>17</sup> É um fenómeno de difusão da bolsa que possibilitou o ingresso de amplas camadas da população à condição de accionistas. (Rico, 2001)

capitalização bolsista; estreiteza de mercado; e a necessidade de melhorar a informação pública sobre o mercado pelas empresas.

Convém ainda referir que a entidade à qual compete regular e supervisionar o funcionamento do mercado mobiliário, bem como a actividade das entidades que intervêm nele, é a CMVM<sup>18</sup>. Os seus objectivos passam por: proteger a parte mais fraca que normalmente são os investidores; aumentar o bom funcionamento e a eficácia do mercado; fiscalizar as informações divulgadas aos investidores e actuar na prevenção e na coibição de actos ilegais. A sua missão é contribuir para “assegurar a protecção dos investidores, promovendo a eficiência, a equidade, a segurança e a transparência do mercado de valores mobiliários, de modo a facilitar o investimento produtivo e contribuir para o desenvolvimento sustentável da economia nacional”<sup>19</sup>.

Desde Setembro de 2002 que é possível transaccionar na *Euronext Lisbon*. Esta permitiu adquirir uma maior liquidez, protagonismo a nível internacional e entrada num sistema de negociação mais desenvolvido (Miguel Silva, 2007).

O segundo mercado destina-se a empresas de média e pequena dimensão e com uma situação económico-financeira sólida, sendo o grau de exigência da admissão bem inferior ao mercado de cotações oficiais. O mercado sem cotação inclui as empresas que não reúnem as condições do anterior mercado, mas que têm premissão pelos seus estatutos e legislação a operarem em bolsa.

## 2.5.2 ALGUMAS CONSIDERAÇÕES

A informação é o bem mais precioso no mercado de acções. É a informação que irá de uma forma normal, poder valorizar o preço do título, na medida em que se trata de um bem escasso e poderoso para o investidor na sua tomada de decisão.

---

<sup>18</sup> A CMVM foi criada pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91 de 10 de Abril, sendo uma pessoa colectiva de direito público, com autonomia administrativa e financeira e de património próprio, sujeita a tutela do Ministro das Finanças.

<sup>19</sup> Vide <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/091642F4-CE4B-41E2-936E-0AD31EB297FC.htm>. Pesquisado em 8 de Março de 2008

Os mercados financeiros são mercados em que se transacciona, antes de tudo, informação. A celeridade com que a informação está disponível, a divulgação que lhe é dada e a sua qualidade condicionam decisivamente o desenvolvimento do mercado<sup>20</sup> (Costa & Alves, 2005, p.38).

O mercado bolsista é onde se define o preço das acções de uma empresa. Alguns autores chegam a afirmar que a bolsa sabe mais sobre a empresa cotada do que os seus próprios gestores. De acordo com as leis da oferta e da procura, os intervenientes (investidores, institucionais, empresas e particulares que intervêm como compradores e vendedores) reagem quando estão na posse de informação relevante, se há expectativas positivas relativamente a um bem (uma acção) assim estão dispostos a pagar mais por ele; quando se perspectiva a situação contrária os investidores interessados oferecem, naturalmente, menos. Os intervenientes acabam, assim, por integrar no valor da acção, de forma permanente, toda a informação de que dispõem. “O mercado reflecte a soma total do que todos os participantes sabem, pensam ou sentem sobre uma acção” (Elder, 2006, p.12).

O jogo que idealiza um investimento na bolsa é considerado de soma positiva. Esta característica provém da existência de ganhos a quem investir, desde que a carteira seja eficientemente diversificada, com um período significativo de tempo. O tempo acaba por ser fundamental, visto que as empresas tendem a aumentar o seu valor devido ao constante crescimento económico, ou seja, não é mais do que investir na economia. O aumento do seu valor provoca uma valorização no seu título em mercado. Podemos afirmar que existe uma correlação positiva entre o mercado accionista e o crescimento económico (Matos, 2007).

O poder que a informação foi ilustrado num estudo elaborado por Ball e Brown, em 1968 (citado por Ruivo, 2003). Estes autores observaram as empresas cotadas na bolsa de Nova Iorque e concluíram que o mercado antecipa entre 85 e 90% dos resultados anuais publicados devido à existência de demonstrações financeiras intermédias e de fontes de informação alternativas.

De uma forma muito sucinta, podem indicar-se três grandes áreas responsáveis pela definição de um “preço justo”: a lei da oferta e da procura; a situação actual da

---

<sup>20</sup> Retirado do manifesto publicado em Outubro de 1993 pela Associação Portuguesa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais.

sociedade, quer a nível contabilístico, quer a nível intangível; e a expectativa do comportamento do título no futuro.

Os principais indicadores chave para escolher uma acção são (Moreira & Sousa, 2004):

- *Dividend Yield* (rácio do dividendo da acção sobre a cotação da empresa – é a taxa de rentabilidade do dividendo);
- *Price Earning Ratio* (divisão da cotação pelo lucro por acção);
- *Market-to-Book* (rácio da cotação da acção sobre o seu valor contabilístico por acção);
- *Price Cash-Flow* (divisão da cotação da acção pelo *cash-flow* por acção).

Os mesmos autores referem que a cotação varia em função da lei da oferta e da procura, aplicada à acção, sendo esta influenciada pela opinião dos intervenientes sobre a empresa em causa (factores internos), e por elementos de natureza social, política e económica que se encontram fora do domínio da empresa (factores externos).

Os factores atrás relatados podem resumir-se:

- aos factores internos, o lucro esperado, *cash-flow* e novos investimentos benéficos para o futuro;
- aos factores externos, taxas de juro, taxas de câmbio e crescimento económico, as outras bolsas e influências específicas.

Uma cotação reflecte a lei da oferta e da procura, que dependem da informação, expectativa e estado de espírito do investidor *per se* e de uma forma agregada (Matos, 2007).

Levinson (2005) adverte que, em teoria, a cotação de cada acção deveria coincidir com o valor líquido corrente da participação nos lucros futuros da empresa, mas identifica vários factores que podem inverter essa teoria:

- proveitos, excluindo juros, impostos, depreciação e amortização;
- fluxo de caixa, visto que representa se a empresa detém dinheiro suficiente para fazer face às despesas correntes;

- dividendos;
- valor dos activos;
- recomendações dos analistas;
- inclusão ou não no índice de referencia;
- taxas de juro;
- rendibilidade das obrigações;
- notícias sobre factos económicos;
- modas;
- *stock splits*.

O *Market-to-Book* permite avaliar de uma forma abreviada se as cotações das acções estão sobre (indicador superior a 1) ou sub avaliadas (inferior a 1), face ao valor real do património líquido da mesma (Pinho & Tavares, 2005).

O comportamento das bolsas é medido através de índices<sup>21</sup>, sendo este um indicador importante de comparação, funcionando como um barómetro do mercado. Este indicador reflete em média, as cotações das acções e suas tendências (Moreira & Sousa, 2004). O índice nacional de referência utilizado é o PSI-20, que engloba os vinte títulos mais representativos da Bolsa de Lisboa, sendo os mais transaccionados nos últimos 6 meses, com ponderação de acordo com a importância relativa e algumas regras específicas de ponderação máxima. O índice internacional de referência utilizado é o “Dow Jones Stoxx Football Index<sup>22</sup>”, que inclui 27 sociedades desportivas da União Europeia e Turquia, constituído a 31 de Dezembro de 1991, como consta no anexo I (pág.99).

Como referiu Peixoto (2004), o grande impulsionador dos índices foi Dow com a sua teoria que assenta em seis princípios:

---

<sup>21</sup> “Os índices são números ou percentagens que ilustram a evolução de um determinado mercado ou de um determinado segmento de mercado” (CMVM, s.d., p.42).

<sup>22</sup> Vide [http://www.stoxx.com/download/indices/rulebooks/djstoxx\\_indexguide.pdf](http://www.stoxx.com/download/indices/rulebooks/djstoxx_indexguide.pdf) . Pesquisado em 7 de Fevereiro de 2007.

- os índices descontam tudo, visto que toda a informação, seja ela de natureza económica, social, política, psicológica ou de outra forma, irá infligir uma alteração nos preços dos índices, por intermédio da procura e da oferta;
- os índices devem confirmar-se mutuamente ou seja, a sua variação deve estar em sintonia;
- o mercado evolui segundo três tendências, as tendências primárias (duração mínima de 18 meses), secundárias (duração de três semanas a vários meses e são as chamadas correcções das tendências primárias) e terciárias (duração entre algumas horas e três semanas, não tendo assim relevância para um investidor de longo prazo);
- as tendências primárias têm três fases para cada movimento, seja ele em alta ou baixa;
- o volume deve confirmar a tendência, na medida em que, tanto numa tendência de alta como numa tendência de baixa, o volume deverá sempre aumentar;
- a tendência prevalece até que existam sinais de que a inversão ocorreu, ou seja, o sinal de inversão é o indicativo que o movimento de preços vai tomar uma tendência diferente daquela que existia.

“Uma tendência de alta é definida por máximos e mínimos cada vez maiores, enquanto uma tendência de baixa se caracteriza por máximos e mínimos cada vez menores” (Peixoto, 2004, p.22).

O mesmo autor caracteriza as fases para movimentos em alta e para movimentos em baixa. As três fases para os movimentos em alta dividem-se em:

- fase da acumulação, representa o início do movimento, com a entrada de poucos investidores, actuando numa altura em que o mercado ainda não incorporou todos os dados, ligeiros aumentos dos preços resultado de alguma informação, mas ainda é negativo o sentimento do público;
- fase alta sensível, os investidores começam a entrar no mercado, resultando também no aumento do volume de transações e originando num grande potencial de ganho;

- fase da euforia, a informação encontra-se incorporada no preço e o seu movimento crescente deve-se não só devido a procura elevada, como também ao clima positivo que se formou.

As três fases para os movimentos em baixa, dividem-se em:

- fase da distribuição, devido aos preços se encontrarem sobrevalorizados em relação ao seu valor intrínseco, certos investidores têm a percepção do término da subida e vendem as suas posições, detecta-se também a existência de lucros reduzidos mantendo o volume de transacções elevado;
- fase do pânico, reflecte uma urgência exorbitante em vender o mais rápido possível, originando desta forma quedas muito acentuadas dos preços dos títulos;
- fase das vendas desencorajadas, todos querem sair do mercado devido à divulgação de más notícias até chegar ao ponto em que o preço já inclui o pior cenário.

Segundo Levinson (2005), a avaliação do mercado provém de duas grandes áreas: avaliação de preços; e avaliação de riscos. No primeiro caso, refere que nenhum índice ou média é capaz de oferecer uma análise perfeita do mercado, porque não existe um método estatístico para criar um índice que seja verdadeiramente fiel à tendência do mercado, e por outro lado, o índice depende das acções nele incluídas, sendo também passível de uma selecção tendenciosa. No segundo caso, o risco é calculado pela volatilidade, sendo esta o desvio-padrão das variações percentuais diárias de um determinado índice durante um ano.

Deve-se também destacar a existência de padrões temporais no mercado bolsista, segundo French (citado por Gama, 2000), os retornos no mercado norte-americano são anormalmente baixos na segunda-feira e anormalmente altos à sexta-feira. O efeito de segunda-feira justifica-se pelo efeito do fim de semana. Para Ariem (citado por Gama, 2000), o retorno diário em acções na sessão anterior ao feriado é mais elevado que as sessões seguintes.

No estudo elaborado por Ruivo (2003) sobre o impacto da divulgação dos resultados contabilísticos na cotação de uma acção, uma das primeiras conclusões que se retira é que na generalidade dos títulos, o impacto semanal é superior ao impacto diário. As empresas com maiores transacções em bolsa foram as que apresentaram um menor impacto na divulgação dos resultados, que resulta da maior atenção que os investidores dispensam devido à mesma já se encontrar incorporada no título.

Bolten e Weigand (citado por Tavares, 2002) consideram que existe uma relação entre o mercado de acções e os ciclos económicos. As suas fases são:

- uma primeira fase que começa com a recuperação do ciclo económico, é caracterizada pela existência de expectativas de crescimento económico, para além dos possíveis resultados positivos das empresas e da existência de taxas de juro baixas conducentes à subida acentuada das cotações das acções.
- na segunda fase depara-se com a continuação do crescimento da economia, a subida das taxas de juro e uma pressão inflacionista determinam que a cotação das acções continuem a sua tendência, mas com menos intensidade.
- na terceira fase a expansão económica contínua, a subida das taxas de juro, a procura do capital a chegar ao seu limite e o amortecimento da taxa de crescimento dos resultados por parte das empresas resultam no aumento das cotações das acções, podendo estas atingir o seu ponto mais elevado.
- na quarta e última fase as piores expectativas económicas e a diminuição dos resultados por parte das empresas têm um efeito negativo na cotação.

Bolten e Weigand (citado por Tavares, 2002) reafirmam que a interacção entre as mutações de expectativas de resultados por parte das empresas e as taxas de juro determinam de uma forma marcada a cotação dos preços das acções.

A teoria do mercado coerente defendida por Vaga (citado por Matos, 2007) reflecte que o grupo tende a quebrar uma opinião individual já definida, ainda que certa. Para além disso, a sensibilidade dos investidores e a análise racional sobre a economia vão ser decisivos na determinação da tendência do mercado. O mercado coerente aparecerá quando se concertam o sentimento dos investidores com os indícios latentes na economia.

Uma das preocupações demonstradas pelo presidente da CMVM (Carlos Tavares) no relatório anual de 2007 (face a um estudo de 2006 numa amostra de 15149 famílias), refere-se ao perfil do investidor português a nível de: escolaridade, cerca de 30% tem uma formação inferior ou igual à quarta classe e 24% possui um curso médio ou superior; profissão, cerca de 33% estão inactivos, sobretudo reformados, 10% são trabalhadores não qualificados; no que se refere à permanência, cerca de 25% encontram-se na bolsa à menos de três anos, cerca de 60% admite conservar o activo pelo menos três anos; em relação à informação, cerca de 20% encontram-se permanentemente informados, sendo recorrente que as principais fontes de informação são o próprio gestor de conta e a internet; e no que diz respeito ao financiamento, cerca de 28% recorre ao crédito para aquisição dos títulos<sup>23</sup>.

Face aos números anteriormente referidos, a CMVM concluiu que “estas percentagens encerram alguma preocupação [...] se os investidores particulares [...] reconhecem possuir conhecimentos insuficientes [...], não é imediatamente perceptível porque investem em produtos de maior complexidade.”<sup>24</sup>

Este estudo demonstra o nível de literacia financeira no mercado bolsista português, verificando-se que este ainda necessita de sofrer uma pequena revolução para poder funcionar de uma forma mais eficiente.

### **2.5.3 A EFICIÊNCIA DO MERCADO**

A informação segundo CMVM (s.d.) tem um papel fundamental na formação das cotações, visto que anuncia lucros superiores aos esperados, haverá mais investidores a pretenderem adquirir essas acções e também investidores que estejam dispostos a alienar as suas acções devido às mais-valias da sua venda. Com o aparecimento da internet, o investidor terá de redobrar a sua atenção à informação disponível uma vez que a mesma circula com uma grande rapidez, podendo de uma forma célere ser incorporada na cotação do título.

O mercado de valores mobiliários é eficiente quando a informação é “amplamente acessível e barata para os investidores, e que todos os dados relevantes e susceptíveis de

---

<sup>23</sup> Vide jornal Diário de Notícias de 14 de Julho de 2008, p.35.

<sup>24</sup> Vide [http://dn.sapo.pt/2008/07/14/economia/cmvm\\_preocupada\\_ignorancia\\_investido.html](http://dn.sapo.pt/2008/07/14/economia/cmvm_preocupada_ignorancia_investido.html) .  
Pesquisado em 18 de Julho de 2008.

averiguação são reflectidos nos preços dos valores mobiliários.” (Brealey & Myers, 1998, p.323).

O mesmo autor reafirma que o conceito apareceu de uma descoberta fortuita e Maurice Kendall tentou estudar o comportamento dos preços das acções e das mercadorias, procurando, sem encontrar, a existência de ciclos regulares dos preços. Estes pareciam seguir um *passeio aleatório* (as sucessivas mudanças de valor são independentes).

Segundo Matos (2007),

Se os investidores forem racionais, os custos de transacção se revelarem insignificantes, se a informação sair barata, completa, exacta e acessível a todos os intervenientes, e estes tiverem idênticas expectativas e objectivos temporais semelhantes, então, o mercado será perfeitamente eficiente e as cotações futuras flutuarão de modo aleatório, à medida que novos fluxos de informação atinjam o mercado, reflectindo imediatamente, com grande acuidade, o valor real ou intrínseco das acções (p.89).

Esta teoria, segundo Levinson (2005), explica porque razão os investidores não conseguem realizar mais valias com base na divulgação das informações públicas, visto que o efeito das mesmas se reflectir imediatamente na cotação do título. O mesmo autor refere ainda que existem sempre anomalias no mercado e assim, um investidor mais atento poderá aproveitar um *gap* do mesmo.

Por detrás do conceito de mercado eficiente encontra-se um outro conceito que se identifica como o do verdadeiro valor de uma acção. Segundo Brealey e Myers (1998), este conceito aproxima-se ao de mercado eficiente, como sendo, para aquele momento, o preço de equilíbrio que reúne toda a informação disponível para os investidores. Se a todo o momento, o preço de uma acção reflectir tudo o que previsível, as variações do preço, ou seja, o passeio aleatório, deve reproduzir o imprevisível.

Dois autores definem mercado eficiente de outra forma. Fama (citado por Brealey & Myers, 1998) utilizou como base, a diferença entre o preço efectivo e o esperado pelos potenciais investidores com a sua disposição, um conjunto de informações. A eficiencia calculava-se no valor esperado dessa diferença que teria de ser zero. De outra forma, Rubinstein (citado por Brealey & Myers, 1998) coloca o ênfase, se toda a gente revelasse o que soubesse, estaríamos na presença de um mercado eficiente, se os preços não sofressem qualquer alteração.

Roberts (citado por Brealey & Myers, 1998) definiu três níveis de eficiência de mercado: fraca, semiforte e forte. Um mercado com eficiência fraca caracteriza-se como sendo aquele em que a cotação do título reflecte toda a informação contida no registo dos preços passados, ou seja, uma reduzida quantidade de informação é incorporada no preço da acção. Um mercado de eficiência semiforte, para além de admitir as características do conceito anterior, ainda inclui toda a informação publicada, nomeadamente anúncios e previsões de lucros e dividendos. Informação que é fácil e rapidamente incorporada na cotação, acrescentado ainda Patell e Wolfson (citado por Brealey & Myers, 1998) que a mesma é incorporada entre cinco a dez minutos após o anúncio. Um mercado com eficiência forte define-se como o aglomerar das características do anterior, acrescentando ainda toda a informação proveniente de uma análise exaustiva e permanente da empresa no seu todo e à economia, seja ela informação oficial (pública) ou oficiosa (privada).

Se o mercado for eficiente de uma forma intermédia, a divulgação dos resultados da empresa leva a que estes sejam facilmente incorporados no preço da acção. Segundo Ball e Brown (citado por Ruivo, 2003), o mercado costuma antecipar as alterações dos resultados antes da sua publicação, visto que a informação dada já tinha sido antecipada para a imprensa antes de ser disponibilizada. Neste tipo de mercado, as análises fundamentais são dispensáveis para a tomada de decisão.

O nível extremo de eficiência, Fama (citado por Ruivo, 2003) refere que vai depender da confirmação de duas condições prévias: a inexistência de custos de transacção, e a gratuitidade da informação; e a interpretação da informação disponível por parte dos agentes económicos. Os intervenientes vão sobrevalorizar ou subvalorizar a informação de forma a banir rendimentos anormais e o intervalo de tempo que medeia os vários ajustes do preço à nova informação é desconhecido e completamente variável.

O destaque maior nos mercados eficientes verifica-se na cotação do título, visto que “os preços dos valores mobiliários reflectem a informação disponível e esse investimento resume-se a um jogo limpo” (Brealey & Myers, 1998, p. 331). Os preços, segundo o mesmo autor, têm de variar para demonstrarem o seu justo valor.

Brealey & Myers (1998) refere que existem seis lições, muito práticas, a retirar sobre a eficiência do mercado:

- primeira lição, os mercados não têm memória;

- segunda lição, confie nos preços do mercado;
- terceira lição, ler nas entrelinhas;
- quarta lição, não há ilusões financeiras;
- quinta lição, faça-você-mesmo;
- sexta lição, depois de ver uma acção, estão vistas todas.

A primeira lição a retirar é que “a sequência das variações passadas dos preços não contém qualquer informação sobre as variações futuras” (Brealey & Myers, 1998, p.336). A segunda lição indica-nos que os preços agregam todas as informações disponíveis e assim, devem ser entendidos. A terceira lição relata que a leitura nas entrelinhas poderá ser-nos muito útil para o futuro, visto que a informação se encontra reflectida no preço. A quarta lição revela que “os investidores não são nada românticos no que diz respeito aos fluxos de tesouraria da empresa e à parcela desses fluxos a que têm direito” (Brealey & Myers, 1998, p.340). A quinta lição informa que os investidores não necessitam de outros para realizarem os seus próprios investimentos. A sexta e última lição diz-nos que um investidor não adquire uma acção pela sua qualidade, mas pela possibilidade de rentabilidade face ao risco inerente.

O mercado é considerado eficiente “se nenhum investidor puder obter, de forma sistemática, uma rentabilidade (ajustada ao risco) superior à dos outros investidores”. (Ruivo, 2003, p.79). “Quem tem a maior informação não consegue bater o mercado, então é porque os intervenientes, globalmente considerados, utilizam racional, rápida e eficazmente a informação mais recente, a todos acessível.” (Matos, 2007, p.135).

Num ambiente de incerteza, a quantidade excessiva de informação pode não provocar um melhoramento na tomada de decisão, mas as mutações devem ser analisadas de uma forma ponderada para decidir de uma forma adequada e rápida (Matos, 2007).

Especialmente nas épocas especulativas com uma ponderação enorme no que há-de vir, é de aceitar que o mercado “desconta todos os factores ponderáveis, presentes e futuros.” (Matos, 2007, p.84).

Num mercado eficiente, torna-se difícil obter uma rentabilidade anormal de um título, sendo esta obtida pela diferença entre a rentabilidade efectiva e a rentabilidade

esperada. O investidor não consegue ganhar ao mercado usando uma estratégia comum de investimento, prejudicando assim os analistas de carteiras (Damodaran, 2007).

Para o mesmo autor, testar a eficiência do mercado é verificar se uma estratégia de investimento consegue obter um retorno superior ao próprio mercado. Este autor refere várias técnicas para aferir a eficiência do mercado, entre as quais se destacam dois índices: índice de Sharpe, sendo calculado pelo quociente entre o retorno médio da estratégia e o desvio-padrão dos retornos da estratégia; e índice de Treynor, quociente da diferença entre o retorno da estratégia e a taxa sem risco pelo Beta.

Para atestar a eficiência do mercado, podemos realizar um estudo do evento com o intuito de analisar as reações e os retornos excedentes em datas próximas à difusão do mesmo. Para isso, podemos identificar quatro passos essenciais (Damodaran, 2007):

- a data do anúncio do evento deve ser claramente reconhecida;
- verificação dos retornos em torno do anúncio do evento<sup>25</sup>;
- os retornos em análise são posteriormente adaptados para o desempenho do mercado e o risco de atingir os retornos excedentes<sup>26</sup>;
- calcula-se a média dos retornos excedentes utilizando o t de Student<sup>27</sup>.

O mercado torna-se mais eficiente em períodos de acalmia e menos eficiente em períodos de tendências de subida ou de descida das cotações. No primeiro caso, os investidores privilegiam mais a cabeça, no segundo caso empregam mais a emoção. Quanto mais instável estiver o mercado, mais fortes serão as emoções dos investidores, criando oportunidades de negócio para os investidores mais disciplinados, mais racionais e mais ponderados (Elder, 2006).

O conceito de ineficiência, segundo Peneda (citado por Ruivo, 2003), resulta numa lentidão de resposta dos preços, para além de uma errada interpretação do mercado face à informação divulgada, originando desta forma, ganhos consideráveis dos investidores que aproveitam este *gap* no mercado.

---

<sup>25</sup> Quanto mais imprecisa for a data, mais longa deverá ser a amplitude dos retornos a estudar.

<sup>26</sup> Retorno excedente = retorno da empresa – (taxa sem risco + Beta \* retorno do mercado).

<sup>27</sup> T de Student para retorno excedente = retorno excedente médio / erro-padrão.

Ruivo (2003) numerou as cinco principais anomalias encontradas em trabalhos de investigação que contrariaram o conceito de eficiência do mercado. As ineficiências encontram-se:

- no ajuste dos preços perante o anúncio de resultados, não sendo tão célere como se poderia supor, provavelmente devido ao facto do mercado não valorizar tanto essa informação;
- no ajuste face a prognósticos e anúncios de dividendos;
- na actuação dos analistas e intermediários;
- no efeito tamanho da empresa ou capitalização bolsista;
- noutras ineficiências.

Todos estes tópicos lembram que os investidores podem obter rendibilidades anormais.

Os investidores e os operadores são seres humanos racionais, sempre a procurarem vencer o mercado, por intermédio de métodos de investimento que levem à maximização dos ganhos ou minimização das perdas (Elder, 2006).

Para o mercado accionista português, segundo Soares (1997) num estudo realizado de Março de 1977 a Abril de 1994, verificou-se a existência de grandes indícios de ineficiência do mercado accionista português, bem como o excesso de volatilidade das taxas de rendimento médias diárias do índice estudado, devendo-se essencialmente à existência de dependência linear e uma excessiva dependência não linear. Gama (2000) corroborou com o autor anterior com um estudo realizado no mercado accionista português de 1989 a 1996. O mercado naquele período não foi um “passeio aleatório”, a dependência linear detectada pelo teste aos rácios de variância e a ausência de aleatoriedade, levaram o autor a concluir tal situação.

## **2.6. ACTUAÇÃO E PERSPECTIVA DO ACCIONISTA**

### **2.6.1 EMOTIVIDADE DO ACCIONISTA**

Porque é que existem muitas pessoas que tomam más decisões de investimento quando têm sucesso noutras áreas mais complexas? Para além do investimento racional que

deve ser utilizado na decisão, vai aparecer uma outra variável com um elevado nível de atrito que é a parte emotiva do investidor.

A emoção do accionista pode levar a investimentos precipitados. Compete ao accionista ponderar os seus investimentos, em vez de se levar pela emoção, podendo esta ser-lhe prejudicial e não ser totalmente controlável pelo investidor. Corroborando dessa opinião, Frank (citado em Elster, 1998) referiu que o investidor não tem controlo total sobre as suas emoções.

As emoções podem originar factores positivos porque ajudam a fazer escolhas, quando a racionalidade por si só, é insuficiente. Segundo Elster (1998), as emoções melhoram a tomada de decisões em dois aspectos fundamentais: as emoções ajudam-nos a evitar a protelação da decisão e por outro lado, em alguns casos, a emoção pode na realidade ajudar a tomar a melhor decisão. Em ambos os casos verifica-se que as decisões tomadas, tendo em conta a emoção e a razão, são mais equilibradas, dando origem a uma decisão mais acertada do que esta ser baseada somente na razão. O mesmo autor refere que as emoções solucionam um problema que provêm das próprias decisões, e é extremamente importante aliar a emoção à racionalidade.

“Os mercados como a bolsa são realidades humanas e sociais e, por isso, movem-se por uma lógica (de) razão e emoção” (Matos, 2007, p.71). O mesmo autor refere que o estabelecimento de uma tendência atende à razão do investidor e que a sua extensão temporal vai ser afectada por uma forte emoção.

No ponto de vista da teoria económica, Elster (1998) adverte que a questão mais interessante em relação às emoções, é a sua interacção com outras motivações. As emoções podem combinar com as motivações, mas os problemas podem surgir da relação entre as emoções e as motivações imparciais.

O mesmo autor ainda refere que é necessário compreender como as emoções podem influenciar o comportamento, temos de saber se uma determinada disposição emocional poderá originar um comportamento positivo, ou pelo contrário, um comportamento negativo.

A teoria do comportamento financeiro indica-nos que as decisões de investimento são influenciadas por factores irracionais ou emocionais, como o medo, a ambição e a culpa, dessa forma, o próprio mercado pode beneficiar das más decisões dos investidores,

devido às irregularidades dos preços em resultado da inclusão de emoções na tomada de decisão (BCP, 2007).

A tomada de decisão pode não ser baseada sempre em decisões lógicas e racionais e existir uma sobreposição das emoções. Os investidores experientes podem recolher uma mais-valia considerável proveniente de outros investidores que privilegiam decisões emocionais (BCP, 2007).

Elster (1998) referiu que a temática da emoção abrange uma panóplia de estudos, no entanto torna-se extremamente difícil abarcar todas as variáveis relacionadas com este tópico, deste modo, torna-se fundamental excluir alguns temas que podem ser igualmente importantes.

Em primeira instância deve-se tentar compreender como é que as emoções influenciam o comportamento, para em seguida compreender como é que as emoções evoluem. Um indivíduo que não consegue controlar a sua irritabilidade tem um impacto negativo em relação ao efeito que provoca nos outros, tendo dificuldade em ter um grande número de interacções positivas, visto que necessitam de aprender a lidar com as suas emoções (Elster, 1998).

O papel das emoções não pode ser reduzido a uma modelação dos parâmetros das recompensas a uma escolha racional, pois parece provável que estas afectem igualmente a capacidade de fazer escolhas racionais dentro desses parâmetros. Este duplo papel das emoções, irá modelar as escolhas e as recompensas (Elster, 1998).

Vejamos os factores comportamentais utilizados pelos investidores (BCP, 2007):

- *herding*, este comportamento caracteriza-se pela atitude do investidor em “seguir a multidão”, sem realizar um estudo prévio, dando origem a “bolhas de mercado” como por exemplo o *boom* das dot.com dos finais dos anos 90;
- aversão à perda, visto que os investidores não conseguem assumir a aposta falhada, têm dificuldade em vender o título, tendem então a conservá-lo; pelo contrário, quando realizam ganhos, tendem a ter uma atitude mais relaxada face ao risco vendendo o mesmo demasiado cedo;
- *mental accounting*, o investidor tende a esquecer outros sectores que não estão na “moda”, mas que poderão fornecer rentabilidades consideráveis;

- excesso de confiança, a confiança na informação fornecidas pelos analistas de mercado pode originar dissabores quanto aos seus investimentos;
- *anchorage*, reflete a preocupação do investidor em valorizar os dados históricos face aos dados mais recentes.

Colot e Samain (2005) referem que o potencial accionista deverá controlar os seus impulsos e a sua ganância, na medida em que a ânsia de investir muitas vezes resulta numa perda. O ganho em apostas anteriores pode levar a um desnecessário excesso de confiança para seleccionar as futuras opções, não ficando mal uma certa humildade necessária que se traduz na realização dos seus investimentos de uma forma ponderada. Por outro lado, a aversão à perda acaba por incitar erros na gestão e alterações na estratégia. Os mesmos autores referem que para evitar ser-se vítima das emoções, os investidores devem seguir um método mais rigoroso a três níveis:

- princípios na selecção de uma acção, com a utilização de uma grelha de análise e classificação de títulos;
- passar à acção, ou seja, avançar de forma prudente e progressiva;
- aumento do risco, quando o investidor estiver numa fase mais avançada, saber controlar as emoções e com um conhecimento mais aprofundado do mercado bolsista.

A emoção poderá prejudicar o investidor na medida em que se este for vencedor, orgulha-se das suas posições e pode não detectar sinais de venda. Um investidor derrotado torna-se excessivamente cauteloso e reage tardiamente ao sucedido. Segundo Elder (2006, p.7) “O plano original de compra pode ter sido inteligente, mas a sua implementação criou uma tempestade emocional”.

O nível de ganância aumenta quando o investidor ouve histórias de investidores que estão a ganhar muito dinheiro na bolsa; quando espera um rápido retorno; e quando teve em investimento semelhante, uma experiência positiva anterior. O nível de medo aumenta quando os investimentos desvalorizam, quando a comunicação social começa a fornecer uma imagem negativa da empresa que foi investida e quando o investidor teve uma experiência negativa com produtos da mesma empresa. Desta forma, para se obter

um sucesso nesta arte do investimento, o investidor terá de ter um baixo nível de reacção emocional durante o período de grande agitação dos mercados; não ter ilusão que controla o mercado e acredita no acaso; e não sofrer de excesso de confiança<sup>28</sup>.

Segundo Tom Stevenson<sup>29</sup>, as emoções são representadas por uma montanha russa que refletem um entusiasmo e euforia, quando o mercado se encontra em alta e ao invés, num curto espaço de tempo, reflectir um desânimo e uma depressão, quando o mercado inverte o sentido. Quando o investidor se encontra eufórico, o activo financeiro encontra-se no seu risco máximo. Logo que a curva demonstre uma tendência de descida e o medo se intensifica, o investidor redefine o seu posicionamento para longo prazo até atingir o ponto mínimo que coincide com o desânimo total. Nesta altura, o investidor encontra-se no ponto máximo de oportunidade e deverá dessa forma investir enquanto os outros investidores sucumbem ao pânico.

Desde 1996 que Brian Knutson estuda o cérebro de um investidor e concluiu que o químico dopamina (regula os movimentos e foca a atenção) tem um papel decisório na questão da emoção de um investidor, na medida em que, quando existe a possibilidade de ganho, o químico assentua os circuitos emocionais na parte frontal do cérebro, existindo um período de acalmia quando se concretiza o ganho. A possibilidade do ganho desenvolve um mecanismo prejudicial no cérebro visto que privilegia o montante do ganho em vez da probabilidade de ele ocorrer. O ganho surpreendente ou inesperado também produz dopamina em excesso e que leva à necessidade de repetir a mesma sensação<sup>30</sup>.

O comportamento irracional e emotivo envolvido num sentimento de humor dos investidores pode ter um impacto no preço da acção. O estudo foi desenvolvido por Boido e Fasano (2007) sendo realizado na indústria do futebol devido às grandes variações que podem ocorrer como por exemplo, risos e lágrimas, êxtase e dor e assim, com capacidade para mudar o humor do investidor e posteriormente interferir no preço. Será que os resultados têm impacto no humor do investidor para justificar uma reacção nos preços? Os autores demonstram que existe uma relação entre o humor proveniente dos resultados e o preço das cotações dos títulos.

---

<sup>28</sup> Vide revista Carteira de Abril de 2006, pp.54-55.

<sup>29</sup> Vide Jornal de Negócios de 20 de Abril de 2009, suplemento Investidor Privado, p.14.

<sup>30</sup> Estudo publicado na revista Neuron de Setembro de 2005, vide revista Carteira de Abril de 2006, p.54.

Os movimentos dos preços provêm essencialmente das forças humanas, das suas relações com sentimentos e expectativas diversas e que actuando em grupos, criam por vezes uma irracionalidade latente, conduzindo os investidores a adoptarem características humanas inseridas em atitudes comportamentais, tais como a emoção, entusiasmo, desejo, ganância e medo. Um investidor activo evidencia inúmeras sensações com a movimentação dos preços dos títulos investidos, por um lado sentirá prazer, conforto e autoconfiança sempre que o preço evolui favoravelmente, e por outro lado, sentirá frustração, incerteza, medo e desespero quando o preço evolui de forma contrária. Esta prática leva a que possamos referir que existe de uma forma intangível, uma psicologia do mercado que deve ser analisada (Peixoto, 2000).

Com uma grande influência na componente emotiva, o mercado financeiro encontra-se repleto de crenças, mais ou menos confiáveis, capazes de influenciar a tomada de decisões dos investidores. Alguns mitos que podemos enumerar são:<sup>31</sup>

- efeito janeiro;
- comprar em baixa e vender em alta;
- o PER indica se as acções estão caras ou baratas;
- o mercado de acções é um clube exclusivo;
- as acções são uma arma contra a inflação;
- previsões são chave de sucesso;
- sell in May and go away;
- para grandes retornos, grandes riscos;
- tudo o que sobe, tem de descer;
- as pessoas novas podem suportar elevados riscos.

---

<sup>31</sup> Vide jornal Semanário Económico de 16 de Fevereiro de 2007, suplemento Dinheiro & Management, pp.4-5.

## 2.6.2 OUTROS COMPORTAMENTOS DOS ACCIONISTAS

Pensamos que compete ao accionista apoderar-se de toda a informação que considere relevante e que possa influenciar a sua cotação para proceder a uma análise exaustiva da acção.

O investidor deve seleccionar a informação mais apropriada para realizar a sua análise. Um investidor minoritário é um observador externo à sociedade e a informação sobre a mesma é mínima, como referem Colot e Samain (2005). Para além disso, a informação oficial que se resume ao relatório e contas é difícil de ser confirmada, mostrando-se assim imperfeita, visto que pode não reflectir uma imagem fiel e verdadeira da sociedade, para além de faltarem alguns elementos qualitativos, por exemplo quais são os riscos. E ainda existe a possibilidade dos auditores não serem totalmente imparciais pois mantêm uma relação muito próxima com a administração e assim podem demonstrar complacência nos seus pareceres. Os mesmos autores sugerem que o investidor faça a sua própria análise, seguindo três fases: aplicar os critérios quantitativos de rendimento, especialmente o *market-to-book* e a capitalização bolsista; verificar se a sociedade apresenta algum factor negativo prejudicial a evolução da acção, por exemplo rendimentos decepcionantes, muito cara, endividamento muito elevado, processos judiciais, entre outros; e apreciar os vários elementos da empresa, como por exemplo a sua estratégia, os últimos resultados, o respeito pelos trabalhadores, entre outros.

Como foi referido no ponto anterior (2.6), os investidores actuam para além de uma forma racional, numa outra forma mais emotiva. Assim, é necessário estudar o comportamento dos investidores quando estes se encontram no mercado. Neste sentido, apareceram duas teorias que tentam explicar as atitudes e os comportamentos dos investidores: teoria das multidões e a teoria da opinião contrária (Peixoto, 2000).

A teoria das multidões baseia-se em actuações, vontades e comportamentos distintos quando as pessoas se encontram inseridas em grupos, face às mesmas atitudes quando agem isoladamente, ou seja, o conhecimento enquanto se relacionam as três grandes entidades: o indivíduo, a multidão e o mercado. O indivíduo procura insistentemente os seus objectivos pessoais, envolvendo uma postura emocional e/ou racional, mas não pode descurar que se encontra inserido numa multidão que influencia os preços em movimentos coordenados. Detecta-se aqui um efeito de sinergia visto que a multidão

não representa a simples soma das vontades dos vários agentes no mercado, apresentando desta forma, vontade e objectivos próprios, mas com um propósito comum às duas entidades que é a maximização do lucro, comprando barato e vendendo caro. O mercado resulta do conjunto de todas as multidões.

O comportamento de cada indivíduo não é previsível. Mas como cada indivíduo pertence a uma multidão, o mercado, como conjunto de multidões, torna-se previsível [...] depois de formada uma expectativa em relação ao mercado, cada indivíduo integra-se numa multidão e torna-se um participante activo, na medida em que assume uma posição de acordo com essa mesma expectativa (Peixoto, 2000, p. 30).

Numa multidão, as emoções demonstram uma maior força que a razão, tendo alguma dificuldade em distinguir o facto objectivo da vertente subjectiva do mesmo (Matos, 2007).

A teoria da opinião contrária, segundo Peixoto (2000), diz-nos que quando existe consenso<sup>32</sup> acerca da movimentação dos preços, estes tendem a mudar o seu sentido<sup>33</sup>. Se a maioria tem uma opinião consensual, a melhor actuação seria no sentido contrário ou seja, comprar quando a maioria pensa vender e vender quando a maioria pensa comprar.

Deve-se ter um certo cuidado porque jogar no momento errado, entrando quando se deveria sair ou sair quando se deveria entrar é o grande dilema do investidor. Desta forma, o jogo resume-se essencialmente a uma forte importância no sentido de oportunidade na tomada da decisão. Compete ao investidor verificar o que está a passar, analisando os que os demais estão a fazer (Matos, 2007).

A notícia difundida pelos meios de comunicação tem uma enorme influência na mudança das expectativas dos investidores. Presbo e Klein (citado por Peixoto, 2000) concluíram que o índice Dow Jones Industrial Average (DJIA) era influenciado em 70% pela notícia. Foram elaborados diversos estudos para determinar e ponderar diferentes tipos de notícias. No estudo em causa seria determinar se a venda do passe do melhor jogador poderia ou não ser relevante para a inversão da tendência da acção.

---

<sup>32</sup> Consenso nas expectativas dos investidores, nos comportamentos dos agentes e na influência das notícias.

<sup>33</sup> Razão pela qual se justifica, em parte, as perdas de alguns pequenos investidores, que não compreendem esta teoria.

A regra de antecipação explica qual a razão da notícia otimista originar uma indiferença ou até mesmo uma queda na cotação e factos negativos poderem originar subidas na cotação. Por detrás deste comportamento encontra-se o facto que os “eventos já tinham influenciado os preços, apesar de aparente imobilidade destes.” (Matos, 2007, p.85).

Uma das técnicas mais utilizadas que tem como base a teoria da opinião contrária provém de um ditado de Wall Street “compre com o rumor e venda com os factos”. Quando existe a publicação dos factos, os mesmos já podem encontrar-se incorporados no preço e se existiu uma subida acentuada, a descida é o movimento mais natural até atingir o nível do próprio facto. Desta forma, a notícia, mesmo que seja positiva, é uma oportunidade para realizar uma venda. O exemplo desta teoria verificou-se pelo menos em dois momentos na Sporting SAD. A sociedade desportiva atingiu o ponto máximo de €8,15 no dia 15 de Maio de 2000, um dia após o conhecimento da notícia da conquista do título nacional de futebol depois de vários anos sem o conseguir vencer. No início desse mês, a sua cotação era de €5,64 para fechar o mesmo mês a €5,23. O surgimento da notícia resultou numa tendência de descida das acções da Sporting SAD, com excepção do *day after* da notícia. Outra justificação para o sucedido prende-se com a “quebra da expectativa”, ou seja, depois de se extinguir a expectativa da vitória na competição, no momento  $n+1$ , o mercado não conseguiu discernir uma outra expectativa que possibilitasse a continuidade da tendência de subida. O mesmo aconteceu duas épocas mais tarde, quando a equipa de futebol profissional do Sporting assegurou o título nacional a 28 de Abril de 2002, no dia seguinte a cotação da acção desceu 25% dos €7,07 para os €5,27.

O investidor terá de comprar acções quando a sua leitura indicar uma tendência de subida e vender quando começar a perder gás. Para além da disciplina, tolerância ao risco e facilidade com números, o caminho para ser bem sucedido terá de se basear nos três M (Elder, 2006):

- *mind*, desenvolver regras psicológicas para tornar o investidor frio, calmo e controlado;
- *method*, processo de análise de preços e desenvolvimento de uma árvore de decisões;
- *money*, comprometer apenas uma parte do seu capital.

Segundo o mesmo autor, o investidor deve verificar o passado do título ou do sector para reagir com rapidez. Os mercados são constituídos por muitos investidores que perdem algum dinheiro para alguns que saem vencedores desta batalha, para isso compete analisar o comportamento das massas, para tendência alta, deve-se comprar; para multidão menos optimista, recomenda-se vender; se a multidão parecer confusa, aconselha-se a não investir no mercado accionista.

## 2.7. FUTEBOL

Qualquer clube tem como objectivo de início de época uma classificação honrosa consoante os recursos detidos, sejam eles humanos, materiais ou financeiros, os clubes definem a sua estratégia segundo vários níveis que, no caso português (Super Liga Portuguesa) poderá passar por: conquistar o título ou títulos, sejam eles nacionais ou internacionais; competir para alcançar um lugar no ano desportivo seguinte numa competição internacional, com clubes de outras nações; permanecer no meio de uma classificação; ou simplesmente “fugir” aos lugares que originam a despromoção classificativa.

A transformação dos clubes em empresas origina que as novas sociedades tenham de minimizar os vários riscos do sector. O não ganhar a nível desportivo, visto que existiu um desequilíbrio face aos outros clubes ou sociedades, terá de ser controlado pela sociedade. A incerteza deve ser controlada pela minimização do risco, desenvolvendo uma regular fonte de financiamento.

No relatório anual da Deloitte de 2005/2006, 94% do total das receitas de todas as equipas analisadas foi consumida pelos salários dos jogadores profissionais<sup>34</sup>, desta forma, parece confirmar-se que o campeonato português não gera, por si só, receitas (bilheteira, publicidade, transmissões televisivas, venda de *merchandising* e quotizações) capazes de poder equilibrar os encargos das sociedades, e nem a entrada milionária na liga dos campeões consegue inverter esta tendência. Não resta outra alternativa às sociedades, com vista à prossecução do equilíbrio financeiro, senão alienarem os seus activos mais valiosos, os passes dos jogadores profissionais de futebol, com o intuito de realizarem “mais-valias das vendas de jogadores, uma rubrica

---

<sup>34</sup> Vide jornal A Bola de 23 de Junho de 2007, p.23.

vital para o equilíbrio dos maiores orçamentos” (Ernesto Silva, 2006, p.60). A venda dos passes dos jogadores de futebol pode ter um peso médio de um quarto do total das receitas de uma sociedade desportiva, como menciona o quadro da tipificação dos proveitos de uma sociedade desportiva de topo. O equilíbrio é necessário devido à descompensação entre os fluxos financeiros de saída e os fluxos financeiros de entrada, dado que os primeiros são superiores aos segundos.

Para antecipar e minimizar o efeito da bilheteira e atenuar os efeitos de possíveis maus resultados desportivos por parte da equipa profissional, as sociedades têm apostado na venda de bilhetes de época, pratica corrente há pelo menos dez anos na Europa. Com o aparecimento dos novos estádios, lançou-se de uma forma massiva essa modalidade que assegura uma receita garantida, independentemente do desempenho desportivo do clube. A Sporting SAD subiu à média, por ano, de 10000 bilhetes de época vendidos no anterior estádio para 31277 no novo recinto. Nas cinco épocas do novo estádio foram comercializadas para cima de 156000 *gameboxes* ou lugares de época, sendo o record batido na época 2006/07 com 34129 *gameboxes*<sup>35</sup>.

Figura II – Receitas de uma Sociedades Desportiva



Fonte: Ernesto Silva, Políticas Financeiras do Sistema Desportivo (2005)

A figura anterior indica um exemplo da distribuição das receitas de uma sociedade desportiva que pretende conquistar o campeonato nacional, destacando-se uma percentagem considerada (25%) de mais-valias provenientes da venda dos passes dos jogadores profissionais.

---

<sup>35</sup> *Gameboxes* por época: 2003/04 – 31204; 2004/05 – 29475; 2005/06 – 29268; 2006/07 – 34129; 2007/08 – 32288. Ingressos vendidos por jogo por época: 2003/04 – 39085; 2004/05 – 35576; 2005/06 – 37568; 2006/07 – 40683; 2007/08 – 43798. Vide <http://www.centenariosporting.com/index.php?content=2059>. Pesquisado em 7 de Agosto de 2008 e jornal Record de 7 de Agosto de 2008, p.20.

José Roquette referiu num debate no Porto, sobre o tema “Economia e Futebol”, no dia 12 de Novembro de 1998, que “os clubes de futebol devem ser dirigidos com base na racionalidade económica em vez da paixão que até aqui caracterizava o panorama desportivo nacional.”<sup>36</sup>

Segundo Couceiro (2000), o gestor desportivo não se pode esquecer que está num sector de mão-de-obra intensiva e não de capital intensivo, o mercado é muito específico e deve ser compreendido e o objecto da sociedade é o futebol. Contudo, o êxito dos clubes / sociedades no curto prazo está dependente do jogo ou da competição, factor este altamente aleatório para ser controlado. Segundo o mesmo autor, o projecto de futuro passa por acordos com canais de televisão e numa segunda fase, acordos com patrocinadores, não descurando a formação de jogadores e nas posteriores alienações dos passes com vista ao equilíbrio financeiro. Os passes dos jogadores são por vezes, a única riqueza e o único activo que poderá ser rentabilizado.

O próprio futebol também é um fenómeno social, segundo Marivoet (2000), fala-se de paixão e também doença, mas o que ocorre é uma relação entre adeptos e a sua respectiva equipa, com vista à vitória, é pretender ser melhor do que o outro. O não conseguir vencer leva a apelar à vitória no próximo jogo, criando um clima de *expectativa rolante*, o “agora é que vai ser” cria um clima viciante entre adeptos. A paixão vai criar duas variáveis bem distintas que são a razão e a emoção, por um lado, a razão diz-nos para não assobiar os jogadores da nossa equipa, mas a emoção poderá comandar um comportamento contrário. Ao adepto, os três quadrantes são fundamentais: emoção, entretenimento e competitividade.

Os clubes desportivos têm demonstrado uma dificuldade enorme em libertarem meios financeiros imprescindíveis à sua auto-subsistência. Segundo Ernesto Silva (2006), o financiamento do futebol de alta competição tornou-se intolerável para o clube tradicional, visto que se denota uma crescente pressão da massa adepta para a obtenção de vitórias desportivas, para além da necessidade de justificar os elevados investimentos. Segundo o mesmo autor, as fontes de financiamento têm de ser diversificadas, quer ao nível das verbas provenientes dos contratos do direitos televisivos, sponsorização, rentabilização dos activos desportivos e recurso ao mercado de capitais. Pode-se então verificar que o desporto profissional tenderá no futuro a fomentar outras indústrias.

---

<sup>36</sup> Vide jornal Sporting de 17 de Novembro de 1998, p.2.

As sociedades desportivas deverão adquirir sólidos princípios de gestão financeira que pode passar pelo licenciamento na UEFA, um grande controlo dos custos salariais, fomentar a transparência entre os intervenientes neste sector de actividade e afastar pessoas inadequadas ou inconvenientes do envolvimento dos clubes/sociedades. O tecto salarial representa um mecanismo que se destina a fomentar o aspecto competitivo entre as equipas, com o objectivo de reduzir a possibilidade dos clubes mais ricos adquirirem os melhores talentos, desvirtuando assim a própria incerteza do jogo (Arnaut, 2006).

Terá de existir uma maior atenção das instituições que têm a incumbência de controlar o “lado negro do sector”, em resultado dos escândalos sobejamente conhecidos, que se resumem às acções criminais em redor da actividade de jogos combinados, fraude, branqueamento de capitais e aos problemas relacionados com a socialização dos adeptos (Arnaut, 2006).

## **2.8. SOCIEDADES ANÓNIMAS DESPORTIVAS**

As dificuldades financeiras dos clubes que se notaram num crescente endividamento, as dívidas à administração fiscal ao nível das contribuições e impostos, o despesismo generalizado devido a uma gestão amadora dos dirigentes desportivos, aliado aos elevados valores orçamentais e as suspeitas ligações entre os clubes participantes e os organismos desportivos, passíveis de colocar em causa a verdade desportiva, impõem a implementação de um novo modelo, de equilíbrio orçamental e rigor contabilístico, responsabilização e transparência desportiva (Candeias, 2000).

Segundo Renneboog e Vanbrabant (2000) as principais razões da transformação dos clubes em sociedades desportivas são: necessidade de financiamento adicional para atrair melhores jogadores; expansão dos recintos desportivos e desenvolvimentos das suas camadas jovens.

A passagem dos clubes a sociedades desportivas provém de uma imposição legislativa do governo que foi efectuada devido, essencialmente, a questões de endividamento público dos clubes desportivos e dívidas fiscais. Era no fundo um mundo à parte com alguma promiscuidade das autoridades. Para fazer face a este descontrolo financeiro e marginalidade, surgiu a ideia da criação de uma sociedade desportiva que visaria a classificação das competências profissionais, bem como proporcionar uma

racionalização empresarial na gestão das sociedades aliada à possibilidade de recorrer a meios financeiros de diferentes áreas para as competições profissionais, como referiu Meirim (citado por Cardoso, 2004).

Com a publicação do Decreto-Lei n.º 67/97, de 3 de Abril, foi estabelecido o Regime Jurídico das Sociedades Desportivas (RJSD). Como é referido no preâmbulo deste diploma, a Lei de Bases do Sistema Desportivo (lei n.º 1/90 de 13 de Janeiro), com redacção dada pela Lei n.º 19/96 de 25 de Junho, estabeleceu, por seu turno, que os clubes desportivos<sup>37</sup> profissionais poderiam optar por assumir o estatuto de Sociedade Desportiva<sup>38</sup> ou manter o seu actual estatuto de pessoa colectiva sem fins lucrativos. Verifica-se deste modo que a criação da sociedade foi considerada como facultativa, mas os clubes das primeiras e segundas ligas que não optaram pela sua criação ficaram sujeitos a um regime especial de gestão, muito agravado em relação à tradicional gestão de tipo associativo. Este diploma legal impôs também que o clube-mãe poderia deter um mínimo de 15% do capital da SAD e um máximo de 40%, ficando o restante em *free-float* no mercado secundário da bolsa de valores. Destaca-se ainda que as autarquias locais poderão ter 50% do capital.

As sociedades podem resultar da transformação de um clube desportivo, personalização jurídica das equipas (prática mais utilizada em Portugal, visto que as actividades dos clubes não se restringem a uma única modalidade desportiva profissional) ou da sua criação de raiz, mas os clubes devem ter a sua situação tributária regularizada. A opção tomada pela Sporting SAD foi a personalização da equipa de futebol profissional.

A constituição da SAD tem natureza irreversível ao contrário do ordenamento francês, onde na data da constituição da sociedade, se decide a data da sua cessação.

Os procedimentos da conversão do clube em SAD resumem-se em três fases (Cardoso, 2004):

---

<sup>37</sup> Pessoas colectivas de direito privado que tenham como escopo o fomento e a prática directa de actividades desportivas, como refere o art. N.º 20º da Lei n.º 19/96 de 25 de Junho.

<sup>38</sup> Pessoa colectiva de direito privado constituída sob a forma de Sociedade Anónima cujo objecto é a participação numa modalidade, em competições desportivas de carácter profissional, na promoção e organização de espectáculos desportivos e no fomento ou desenvolvimento das actividades relacionadas com a modalidade, como menciona o art. 2º do diploma.

- fase inicial que engloba o acordo de transformação<sup>39</sup> e a definição da comissão promotora;
- a fase intermédia com a fixação do capital mínimo, preparação processual e estatutos sociais e
- a fase final com a formalização da lista de subscritores, a realização da escritura pública e o registo da SAD no registo comercial.

Segundo o artigo 7º do Decreto-Lei n.º 67/97 de 3 de Abril, o capital social mínimo permitido por lei é de 200.000.000\$00 (€97.595,79) para as sociedades que participem na 1ª Divisão e metade desse valor para as sociedades que participem na 2ª Divisão de Honra, podendo este ser realizado em espécie por intermédio por exemplo dos passes dos jogadores profissionais, como admite o artigo 31º do mesmo decreto-lei. O número 1 do artigo 9º do mesmo diploma adverte que o capital deverá ser reforçado após cinco anos da data da constituição ao montante de 30% da média orçamental da sociedade nos primeiros quatro anos, impondo assim alguma contenção de encargos visto que irão ser reflectidos no capital social. O artigo 12º do mesmo diploma prevê a existência de dois tipos de acções: categoria A que se destinam a ser subscritas apenas pelo clube fundador e confere um conjunto de direitos especiais<sup>40</sup>, as restantes da categoria B. O período de diferimento do capital social mínimo, ao contrário da lei geral que é cinco anos, no caso específico é dois anos. Esse capital constitui ainda garante de pagamento aos credores, visto que não é possível distribuir dividendos enquanto a situação líquida da sociedade for inferior à soma do capital social e das reservas legais.

A imposição do aumento de capital na proporção do valor médio dos orçamentos da sociedade durante um período de cinco anos torna as acções como um investimento menos rentável, visto que os encargos se vão reflectir no capital social, diminuindo o valor do dividendo.

---

<sup>39</sup> Segundo o Decreto-Lei n.º 67/97 de 3 de Abril, com entrada em vigor a 1 de Agosto de 1997, deveriam os clubes na época seguinte optar entre dois regimes: sociedades desportivas ou clube desportivo sujeito a regime especial de gestão.

<sup>40</sup> Conferem direito de veto no caso de deliberações que tenham por objecto a fusão, cisão, transformação ou dissolução da sociedade e alteração dos estatutos, aumento e redução de capital social, poder de designação pelo menos um membro do órgão de administração da sociedade que dispõe de direito de veto quanto as matérias atrás referidas.

Os direitos dos accionistas estão consagrados excepto no que concerne à repartição e percepção de dividendos e à transmissão de posições sociais (por exemplo do direito de voto ou do direito a informação).

Os administradores estão proibidos de exercer, numa outra SAD, uma actividade no ano seguinte àquele que foram destituídos. Quanto às dívidas fiscais, quando o património da SAD se revele insuficiente para o pagamento do imposto em dívida, os administradores são subsidiariamente e solidariamente responsáveis pelo pagamento da dívida, salvo quando provarem que a insuficiência do património não é culpa sua.

A direcção do clube desportivo está ainda obrigada a prestar uma garantia bancária ou caução à liga profissional de clubes em pelo menos 10% do orçamento do departamento profissional do clube.

Grande parte destas alterações visa de uma forma directa salvaguardar a verdade desportiva.

As SAD estão sujeitas a obrigações de: prestar informações em Bolsa de Valores, a não usar informação privilegiada e a não manipular o mercado (Pereira, 2000). Esta informação resulta dos três elementos que levam à eficiência do mercado: a informação é acessível e barata para os potenciais investidores; reflecte-se instantaneamente no preço da acção; o preço reflete o seu valor verdadeiro, sendo que o preço de equilíbrio inclui toda a informação disponível; e quem adquiriu pode obter maiores lucros.

A diferença entre o processo português e inglês de constituição de sociedades para o futebol profissional reside, essencialmente, no facto de os clubes portugueses serem, regra geral, clubes multimodalidades (alguns clubes mantêm mais de vinte modalidades desportivas diferentes com diversas categorias) ao contrário dos clubes ingleses e da maioria dos clubes europeus de futebol profissional que são clubes monomodalidades.

O pioneirismo da cotação das sociedades de futebol profissional em bolsa coube mais uma vez aos ingleses, apesar de só no início da década de 90 terem reunido as condições necessárias para entrarem na bolsa de Londres. O fenómeno da cotação em bolsa abrange actualmente para além da Inglaterra e Portugal, a Turquia, Dinamarca, Itália, Holanda, Alemanha, Escócia, cotadas em bolsas díspares como: Londres (OFEX), Lisboa, Istambul, Copenhaga, Milão, Amesterdão, Frankfurt, havendo um índice que inclui 28 clubes de todas as divisões das oito nações atrás mencionadas, denominado “*Dow Jones Stoxx Football Index*”, funcionando este como barómetro bolsista do

sector. Paralelamente, existe outro índice (“*Financial Times Football Index*”) que inclui apenas os clubes britânicos.

Em reflexo do disposto atrás mencionado, os interesses das sociedades desportivas terão de ser salvaguardados quer ao nível dos resultados económico-financeiros, se possível distribuindo dividendos, quer ao nível da concepção e valorização dos próprios espectáculos desportivos.

O futebol é um negócio com características muito próprias, na medida em que, para ser bem gerido, deve permanentemente ter-se em atenção um “equilíbrio entre a racionalidade económica e a satisfação emocional dos adeptos”<sup>41</sup>.

Filipe Soares Franco referiu que:

O negócio empresarial é, normalmente, uma actividade muito racional, onde é preciso inculcar alguma emotividade para dar motivação às equipas para que possam ganhar. O negócio desportivo é muito emocional e, aí, é preciso inculcar racionalidade para lhe dar a sustentabilidade de que precisa<sup>42</sup>.

Nesta indústria a razão e o coração podem criar um clima de divergência de estratégias. As acções da categoria A que fornecem privilégios aos clubes, tranquilizam os adeptos, mas é um factor limitador do desenvolvimento deste sector, em resultado, “o comportamento das cotações em bolsa revela enorme volatilidade e baixo volume de transacções dos títulos torna-os presas fáceis de movimentos especulativos...”<sup>43</sup>

Não obstante dos factores positivos, existiram vozes discordantes. Antes do aparecimento das sociedades desportivas, Santos (2007) refere que havia pouca transparência nas contas dos clubes, que eram feitas de uma forma artesanal. A criação de um futebol mais transparente levou a um certo optimismo e tolerância face à transformação dos clubes em sociedades. Não obstante esta euforia, Farinha (citado por Santos, 2007), foi dos poucos opinadores que observou com desconfiança a chegada desta transformação. Passados oito anos do nascimento da primeira sociedade desportiva, o ex-presidente da SAD do Sporting (Dias da Cunha) invocava a dita contabilidade criativa, mesmo com a existência de mecanismos de controlo, empresas de auditoria, conselhos fiscais, e a própria CMVM. As sociedades desportivas

---

<sup>41</sup> Vide Jornal de Negócios de 25 de Junho de 2007, p.3.

<sup>42</sup> Vide Jornal de Negócios de 28 de Abril de 2008, p.14.

<sup>43</sup> Vide Jornal de Negócios de 25 de Junho de 2007, p.3

“chegaram num momento de profunda descaracterização do futebol. A perda de identidade, os efeitos da aplicação do acórdão Bosman<sup>44</sup>, a nova Europa não podem explicar tudo (Santos, 2007, p.190). Reafirmando o descrédito deste novo regime, “A criação das SAD em Portugal [...] apenas serviu para um encaixe financeiro imediato, para suprimir as deficiências de tesouraria, com a finalidade de poder saldar as dívidas, em grande maioria fiscais” (Cardoso, 2004, p.89). Cardoso (2004) sugere a criação de uma comissão/entidade que fiscalize as sociedades desportivas. Pretende-se que as sociedades funcionem de outros moldes para que o investidor sinta interesse em investir neste sector de actividade e que possa daí obter o retorno pretendido.

Para além das vozes discordantes atrás mencionadas, fora do período de análise mas relacionado com o mesmo, um dirigente do Benfica SAD (Domingos Oliveira) e um ex-dirigente da Sporting SAD (Dias da Cunha) comungam que as respectivas sociedades deveriam ser retiradas da bolsa de valores. Para o dirigente da Benfica SAD, a sociedade não precisa de se encontrar na bolsa, para o ex-dirigente da Sporting SAD, a retirada seria o melhor caminho para acautelar uma futura Oferta Pública de Aquisição (OPA), devendo a mesma ser substituída em bolsa pela *holding*<sup>45</sup>.

O acórdão Bosman veio para além de outras coisas, criar uma enorme incerteza no *book value* de uma sociedade. O activo, que inicialmente é valorizado pelo seu preço de aquisição, no término do contrato, passa a possuir um valor nulo para a sociedade visto que o atleta ficará livre de escolher qual o clube que irá representar, sem resultar num ganho para o clube em que prestou serviço. As poupanças nas aquisições dos jogadores em resultado deste acórdão poderão, contabilisticamente, serem compensadas pelo aumento dos encargos com os seus salários em virtude dos contratos passarem a ser de longa duração.

Camilo Lourenço indicou oito sugestões (não sendo uma lista exaustiva) que deveriam ser implementadas nas sociedades desportivas<sup>46</sup>:

- princípio geral, as sociedades são empresas com os mesmos direitos e obrigações das demais em bolsa;

---

<sup>44</sup> Acórdão do Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias de 15 de Dezembro de 1995 que impossibilita o clube de exigir uma indemnização para libertar o seu praticante quando o contrato que os une chega ao seu termo.

<sup>45</sup> Vide jornal Semanário Económico de 21 de Dezembro de 2007, p.8 e jornal Diário de Notícias de 30 de Outubro de 2007, p.41, respectivamente.

<sup>46</sup> “Manual para SAD cotadas em bolsa”, Vide jornal Record de 2 de Junho de 2007, p.30.

- contenção verbal, a relação com a comunicação social terá de ser mais contida e menos facciosa;
- factos relevantes, a sociedade tem de comunicar à CMVM todos os factos com implicação directa no negócio;
- sanções, o não cumprimento das obrigações acarreta uma sanção pecuniária;
- *blackout*, deve ter-se uma política de informação coerente;
- estratégia, as estratégias devem ser divulgadas aos accionistas, sem que haja discursos contraditórios;
- dividendos, a políticas adoptadas pelas sociedades, até à data, quanto a questões de dividendos, caracterizou-se pelo esquecimento desse *pequeno rebuçado*;
- titularidade, as sociedades desportivas são dos investidores e não dos presidentes dos clubes.

Quanto à terceira sugestão, resulta da própria lei visto que segundo o número 1 do artigo 248º do Código dos Valores Mobiliários<sup>47</sup>, a sociedade tem de divulgar os factos revelantes e a sua não divulgação incorre a sociedades numa contra-ordenação muito grave como relata a alínea i do número 1 do artigo 394º do mesmo código<sup>48</sup>, realidade a que as sociedades tiveram de se adaptar. No anexo II (pág.100)<sup>49</sup> podemos exemplificar uma informação privilegiada que foi divulgada no dia 30 de Maio de 2007 pela Sporting SAD devido à cedência a título definitivo dos direitos desportivos do jogador “Nani” pelo montante de 25,5M€ A informação foi divulgada no *site* da CMVM.

Segundo Hermínio Loureiro, a melhoria das receitas nas sociedades desportivas pode advir da melhoria dos contratos televisivos, pela venda antecipada dos lugares de época, pela venda de produtos relacionados com os clubes e boas parcerias na transferência dos

---

<sup>47</sup> Artigo 248º Informação privilegiada relativa a emitentes: Ponto 1 – Os emitentes que tenham valores admitidos à negociação em mercado regulamentado ou requerido a respetiva admissão a um mercado dessa natureza divulgam imediatamente: a) Toda a informação que lhe diga directamente respeito ou aos valores mobiliários por si emitidos, que tenha carácter preciso, que não tenha sido tornada pública e que, se lhe fosse dada publicidade, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço desses valores mobiliários ou dos instrumentos subjacentes ou derivados com estes relacionados.

<sup>48</sup> Artigo 394º Formas organizadas de negociação: Ponto 1 – Constitui contra-ordenação muito grave: [...]; alínea i) A violação do regime da informação privilegiada, excepto no caso em que tal facto constitua crime.

<sup>49</sup> Vide <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR13708.pdf>. Pesquisado em 29 de Junho de 2007.

passes dos jogadores profissionais visto que se trata de um país que relaciona o seu carácter de formador com o de exportador de capital intensivo<sup>50</sup>.

Bagão Félix caracterizou as fases de subscrição de acções:

Na primeira fase das sociedades desportivas os sócios dos clubes são fundamentais, respondendo emocionalmente ao repto que lhes é feito, têm receio de que o clube fuja ao seu controlo [...], depois da fase emocional passamos para as segundas, terceiras e quartas subscrições, que são comandadas pela razão [...] fase dos accionistas institucionais, os que compram acções para obter lucros<sup>51</sup>.

O mesmo autor ainda refere que existe uma transferência de importância dos associados para os accionistas, nomeadamente na prestação de contas. Os administradores respondem aos sócios pelo seu interesse base que é a emoção, os resultados e a contratação de craques, perante os accionistas, a visão em resultados do seu investimento, terá de ser com um prazo mais alargado, perdendo-se assim o resultado da última jornada. O autor sugere ainda uma reeducação dos adeptos e dos espectadores para poderem acompanhar esta transformação.

Algumas das vantagens para a constituição de uma SAD ficaram um pouco diluídas devido aos constantes défices sistemáticos, levando ao extremo o fecho de três SAD entretanto criadas (Alverca, Sp. Farense e Académico Viseu). Alguns factores que condicionaram a gestão das SAD foram<sup>52</sup>:

- a lei Bosman que resultou no aumento dos salários dos jogadores ;
- as limitações do mercado português que não possibilita potenciar receitas ao nível de outros mercados europeus;
- dificuldade na diminuição dos custos para manter a competitividade desportiva;
- o endividamento resultante da construção dos novos estádios para o Euro 2004;
- mantendo-se a maioria dos dirigentes, as SAD conservam os mesmos vícios.

---

<sup>50</sup> Vide jornal Semanário Económico de 10 de Agosto de 2007, p.7.

<sup>51</sup> Vide jornal A Bola de 25 de Novembro de 1997, p.20.

<sup>52</sup> Vide jornal Diário de Notícias de 17 de Abril de 2006, p.2.

Outro motivo de preocupação acerca das sociedades desportivas resume-se ao facto de poderem sofrer o efeito de uma OPA. Colaço (2008) refere que, tal como as sociedades em geral, as SAD não estão desprotegidas desse facto. O mesmo autor refere que a primeira OPA foi lançada ao Estoril-Praia Futebol SAD pelo oferente José Veiga em Julho de 2004, mas as que tiveram maior destaque, ocorreram no dia 15 de Junho de 2007 contra a sociedade Benfica SAD, colocada em bolsa no dia 22 de Maio do mesmo ano, pela sociedade Metalgest Sgps do empresário Joe Berardo sobre 60% do capital da sociedade desportiva. No dia 6 de Julho do mesmo ano, a sociedade desportiva seria novamente surpreendida pela notícia de uma OPA concorrente (um grupo de chineses pretendia adquirir a Benfica SAD). Todas estas movimentações tiveram influência no preço das cotações da Benfica SAD.

## 2.9. ALGUMAS SAD EUROPEIAS

A vertente profissional dos clubes de futebol nasceu em Inglaterra no Séc. XIX como consta no quadro que se segue.

Tabela II – Fundação e Transformação em Sociedades Comerciais em Inglaterra

<b>Anos Clubes</b>	<b>Fundação</b>	<b>Transformação em sociedade comercial</b>
Manchester United	1878	1907
Tottenham	1882	1898
Arsenal	1891	1891
Liverpool	1892	1892
Chelsea	1905	1905

Fonte: Ernesto Silva, Políticas Financeiras do Sistema Desportivo (2005)

O que se depreende com o quadro atrás mencionado é que o Arsenal, enquanto sociedade inglesa, similar às nossas sociedades desportivas, existe desde 1891, passando a estar cotado mais tarde, por volta dos anos 70.

Como se verifica no quadro expresso no anexo V (pág.105)<sup>53</sup>, o primeiro clube a ser colocado em bolsa foi o Manchester United em Junho de 1991 ao preço de £385,00 e posteriormente retirado em 2005, seguindo-se o Tottenham em Outubro de 1993 e mais cinco sociedades dois anos mais tarde. Tirando o Tottenham e Arsenal, todas as sociedades que o quadro apresenta já perderam o *float price* e actualmente estão cotadas um preço mais baixo que o inicial.

Nos finais dos anos noventa, a situação de algumas potências europeias era a seguinte: a Itália era o país da Europa com mais SAD constituídas, totalizando 128 clubes devido à imposição da *Federazione Italiana Gioco Calcio*, impôs em 1996 que todas as associações que participassem nas divisões A e B, teriam de assumir a forma de sociedade anónima; em França as sociedades desportivas são maioritárias na I Divisão e englobam os principais clubes; em Espanha, por intermédio da lei 10/1990, passou-se a exigir aos clubes que apresentassem um saldo patrimonial líquido negativo, nos cinco anos últimos, a transformação em sociedade anónima; em Inglaterra, em 1998, havia 92 sociedades desportivas com 20 sociedades cotadas em bolsa; a Alemanha era a excepção à regra com a inexistência de qualquer sociedade desportiva. (Candeias, 2000)

---

<sup>53</sup> Vide [http://www.footballeconomy.com/stats/stats\\_turnover\\_09.htm](http://www.footballeconomy.com/stats/stats_turnover_09.htm) . Pesquisado em 12 de Junho de 2008.

O quadro que se segue indica o ordenamento jurídico em 2005, dos principais países europeus na matéria das sociedades desportivas, bem com na questão dos dividendos.

Tabela III – Estruturas Jurídicas das SAD Europeias

	<b>Estruturas jurídicas existentes</b>	<b>Distribuição de dividendos</b>
<b>Itália</b>	Distinção entre desporto amador e profissional (SAD) para que se possam celebrar contratos com atletas profissionais.	A distribuição está condicionada à afectação de 10% a escolas de formação.
<b>França</b>	A SAD é de constituição obrigatória sempre que se obtenham receitas e se remunerem os praticantes desportivos por montantes superiores aos fixados na lei.	Só as SAD podem distribuir dividendos.
<b>Alemanha</b>	Impera o regime associativo que obriga a gestão nos mesmos termos de uma sociedade.	---
<b>Inglaterra</b>	Distinção entre regime associativo e societário, prevendo-se neste caso as sociedades anónimas e as sociedades por quotas.	A repartição encontra-se limitada a 15% do capital social.
<b>Espanha</b>	Distinção entre SAD e clubes em regime especial de gestão. Obrigatoriedade de constituir SAD se existir saldo patrimonial negativo desde 1985/86.	É permitida desde que a reserva legal represente, pelo menos, metade das médias dos custos efectuados nos três anos anteriores.
<b>Portugal</b>	Distinção entre SAD e clubes em regime especial de gestão.	Poderá ocorrer distribuição de lucros.

Fonte: Cláudia Silva (2005, p.32). (adaptado) – Características das estruturas jurídicas europeias e das políticas de dividendos.

O país que tem demonstrado uma grande volatilidade ao nível da gestão das sociedades desportivas é a Inglaterra. Na última década, o futebol inglês vive o maior *boom* financeiro da sua história com oito clubes da Premier League a serem retirados da bolsa porque foram adquiridos por investidores estrangeiros, como consta no quadro que se segue. A facturação acumulada duplicou nos últimos cinco anos para os 1.995M€, cerca de 30% superior a liga italiana, a Bwin Liga (Portugal) é a oitava mais rica da Europa segundo a Deloitte (2005/2006) com 257M€ ficando atrás das cinco

ligas mais importantes (Inglaterra, Itália, Alemanha, Espanha, França que asseguram 53% das receitas globais a nível europeu) para além da Championship inglesa (2ª divisão) e da liga holandesa. Os jogos da Premier League são transmitidos para 208 países e prevê-se que os novos contratos televisivos irão render aos clubes ingleses 4.000M€ para o triénio 2007/2010.

Em resultado da cultura empresarial e da estrutura jurídica em vigor, as sociedades desportivas britânicas estão mais vulneráveis a “takeovers” por parte de investidores, porque não existem tantas leis proteccionistas ou de regulação do mercado<sup>54</sup>. Algumas sociedades desportivas preferiram o caminho contrário, sendo posteriormente retiradas da bolsa, destacando-se o Chelsea, Liverpool e o Manchester United, para evitarem o risco de “takeover”. Desde de 2002, tem havido uma redução do número de sociedades cotadas em bolsa. Veja-se ainda o caso dos clubes espanhóis (especialmente Barcelona e Real Madrid) bem como os clubes alemães (exceptuando o Borussia Dortmund) nem terem optado por este novo regime jurídico<sup>55</sup>.

Coloca-se naturalmente a questão aos adeptos e simpatizantes se gostariam de ver o seu clube nas mãos de magnatas. As opiniões dividem-se, mas a única certeza, com as proporções que tomou a indústria do futebol, será esta a tendência deste desporto de massas que atraí não só adeptos/sócios, como também grandes investidores.

Tabela IV – Legião Estrangeira no Futebol Inglês em 2007

<b>Clube</b>	<b>Data de aquisição</b>	<b>Valor (M€)</b>	<b>Novo patrão</b>
Fulham	Maio 1997	45	Mohamed al-Fayer (Egipto)
Chelsea	Julho 2003	208	Roman Abramovich (Rússia)
Manchester U.	Maio 2005	1170	Malcolm Glazer (EUA)
Sunderland	Julho 2006	15	Consórcio Drumaville (Irlanda)
Portsmouth	Julho 2006	48	Alexandre Gaydamak (França/Rússia)
Aston Villa	Agosto 2006	93	Randy Lerner (EUA)
West Ham U.	Novembro 2006	126	Bjorgolfur Gudmundsson, Eggert Magnusson (Islândia)
Liverpool	Fevereiro 2007	325	George Gillett Jr, Tom Hicks (EUA)

Fonte: Jornal O Jogo de 25 de Junho de 2007, p. 44.

<sup>54</sup> Vide jornal O Jogo de 9 de Abril de 2007, p.44.

<sup>55</sup> Vide jornal A Bola de 22 de Outubro de 2008, pp.24-25.

Um exemplo de sucesso com a entrada em bolsa é o FC Copenhaga, visto que estando à beira da falência, em 1997, e com a entrada de um grupo de investidores e oito meses depois da admissão à bolsa de Copenhaga, a sociedade passou a ser um caso de sucesso. O seu segredo assenta na prioridade dos objectivos económicos, “manter as finanças em ordem e tomar decisões de acordo com as regras de bom senso financeiro”<sup>56</sup>.

Num estudo elaborado por Renneboog e Vanbrabant (2000) às sociedades que se encontram inscritas na *London Stock Exchange* e na alternativa *Alternative Investment Market* (AIM), os resultados desportivos têm uma influência no rendimento anormal da acção no dia após a realização do espectáculo desportivo. A vitória é reflectida em 1% do rendimento anormal, ao invés o empate e derrota têm uma influência negativa de 0,6% e 1,4% respectivamente, agravando-se em 1% para o rendimento anormal semanal. Estes valores serão maiores caso resultem de promoções ou despromoções desportivas. Ao contrário das sociedades não desportivas que têm de publicar os seus resultados trimestrais, as sociedades desportivas dependem da informação “publicada” semana a semana, influenciando assim o preço do título. Um fraco desempenho desportivo levará à diminuição de espectadores e vendas de merchandising e diminuição de patrocínios.

A entrada em bolsa poderá, no curto prazo, não fornecer os resultados pretendidos, segundo o mesmo estudo, 2/3 das sociedades cotadas em bolsa tiveram um decréscimo no primeiro mês de colocação.

Noutro estudo elaborado por Batyrbekov (2007) em quinze sociedades desportivas<sup>57</sup> durante cinco anos (2002 a 2006) e com os pressupostos do estudo anterior, qual o impacto dos resultados no rendimento anormal da acção no dia seguinte à realização da partida. A vitória é reflectida em 1,1% do rendimento anormal e a derrota tem uma influência negativa de 0,6%, sendo as reacções mais acentuadas em jogos internacionais. Estas percentagens resultam em grande medida dos resultados inesperados, especialmente devido às grandes vitórias ou grandes derrotas.

---

<sup>56</sup> Vide jornal O Jogo de 10 de Setembro de 2006, p.52.

<sup>57</sup> Holanda, Itália, Inglaterra, Alemanha, Escócia e Japão.

## 2.10. A SPORTING S.A.D.

### 2.10.1 A SUA CONSTITUIÇÃO (1997)

Segundo Goulão (2007), o presidente na altura da constituição da sociedade, foi o mentor do “Projecto Roquette” que assentava na reorganização interna e modernização do clube e no desenvolvimento de condições para resistir, *per si*, às dificuldades inerentes do sector, através da transformação do património imobiliário inerte em activo, concebendo um sistema empresarial, modernizando os estatutos, elegendo um Conselho Directivo, regularizando as dívidas à Administração Fiscal e à Segurança Social, com a gestão do futebol profissional a ser executada por uma sociedade desportiva. Numa primeira fase, o ênfase deverá ser colocado na recuperação económica e financeira face ao êxito desportivo e quando se atingisse a estabilização, o clube estaria em condições para conquistar “três campeonatos nacionais em cinco anos”, frase anteriormente revelada à vitória de um campeonato que lhe escapava há dezassete anos.

Apesar da Sporting SAD ter sido constituída em 28 de Outubro de 1997, a partir da Assembleia do Conselho Leonino de 30 de Junho do mesmo ano, começou-se a desenvolver o seu registo definitivo. Em termos contabilísticos, a Sporting SAD começou a funcionar desde o primeiro dia de Agosto do mesmo ano, apesar de só no início do mês seguinte, se iniciar a área executiva<sup>58</sup>. O projecto para a sociedade desportiva foi pensado em meados de 1995<sup>59</sup> e aprovado em Assembleia Geral Extraordinária a 2 de Junho de 1997. A Sporting SAD teria cerca de 10.000.000\$00 com o clube a assegurar 75% através de uma holding, Sociedade Gestora de Participações Sociais (SGPS), a câmara deveria avançar com 5% e os restantes 2.000.000\$00 seriam distribuídos pelos sócios e ou público em geral<sup>60</sup>. Da mesma fonte, retira-se que o presidente José Roquette referiu “irá ser dada preferência aos pequenos subscritores, ou seja, quanto mais sócios comprarem e em menos quantidade, melhor”, esta medida visa por um lado o ensejo, por parte dos sócios, do investimento no clube do coração, e por outro a dispersão do controlo accionista.

Na Assembleia referida anteriormente, foi ainda aprovado a construção do novo estádio. As quatro torres “evocam o mar e os mastros das naus portuguesas que navegaram e

---

<sup>58</sup> Vide jornal A Bola de 5 de Setembro de 1997, p.15.

<sup>59</sup> Vide jornal A Bola de 26 de Junho de 1997, p.14.

<sup>60</sup> Vide jornal A Bola de 4 de Junho de 1997, p.10.

descobriram o mundo no passado”, como referiu Reiper (Ballast Nedam) da empresa responsável pelo projecto, tendo já erguido o novíssimo Amsterdam Arena, propriedade do Ajax de Amesterdão. No meio das tormentas que caracterizam esta indústria, o estádio simbolizava o atingir dos objectivos propostos.

O comunicado do Conselho Directivo no seu ponto 2 referia o seguinte: No prosseguimento da implantação do projecto aprovado pela Assembleia Geral do Sporting, foram ontem constituídas a: Sporting SGPS SA, Estádio José Alvalade SA, e reestruturada a já existente Sporting Sociedade de Construções e Planeamento SA. Foi igualmente assinado o projecto de contrato de sociedade Sporting Sociedade Desportiva Futebol SAD, a fim de obter o seu registo provisório e iniciar junto da CMVM, o processo tendente à abertura de subscrição pública de 20% do seu capital social.

O presidente José Roquette explicou, em Assembleia Geral a 31 de Julho de 1997, todo o processo<sup>61</sup>: “O Sporting, como accionista fundador, transfere para a sociedade desportiva uma parte importante das licenças dos jogadores do plantel, por valores extremamente reduzidos, que serão inferiores à metade do valor de mercado, e também transfere o bingo.”; A votação do Orçamento 97/98 foi adiada 120 dias porque o Sporting estava sob uma condição de sigilo por parte da CMVM que impedia de o discutir publicamente; A Assembleia da Republica votou e aprovou, nessa data, a proposta de lei que assegura neutralidade fiscal na formação da SAD, tanto do imposto SISA, como de mais-valias e de elementos notariais. Esta proposta seria transformada em lei, promulgada pelo Presidente da República e publicada em Diário da República, com esta medida, estima-se que o Sporting tenha poupado cerca de 1.000.000\$00<sup>62</sup>; a Assembleia de aprovação do orçamento ficou suspensa até à constituição da sociedade e por esse facto, utilizou-se a técnica duodecimal (gestão mensal considerando o Orçamento de 96/97, como linha de orientação).

A Sporting SAD tem com actividade principal a exploração da actividade de futebol profissional na participação em competições desportivas a nível nacional (organizado e supervisionado pelas entidades LPFP e FPF) e internacional (UEFA e FIFA). Para além da exploração da concessão do jogo do bingo, a base económica da sociedade desportiva passa pelo futebol profissional, ao nível de sete áreas fundamentais<sup>63</sup>: Participação nas competições profissionais; Venda de bilhetes, de lugares cativos e de

---

<sup>61</sup> Vide jornal Sporting de 6 de Agosto de 1997, pp.2-3.

<sup>62</sup> Vide jornal A Bola de 8 de Agosto de 1997, p.10.

<sup>63</sup> Vide jornal Sporting de 12 de Agosto de 1997, p.16.

camarotes; Publicidade e patrocínio; Venda dos direitos de transmissão dos jogos por televisão, *pay-tv*, *pay-per-view*, transferência de jogadores; Compensação do Sporting pela venda de bilhetes mais baratos aos sócios do clube; Receitas do totobola, subsídios da liga e Federação Portuguesa de Futebol; Royalties de utilização da imagem da equipa de futebol pela Sporting Comércio e Serviços.

O presidente José Roquette ainda referiu na mesma Assembleia que “independente de outro tipo de consideração de ordem mais emocional, não temos qualquer dúvida de que se trata de uma excelente operação em termos de investimento”.

Os critérios da UEFA adoptados para avaliar o activo mais difícil de ser avaliado, os passes dos jogadores de futebol, foram valorizados a 13.000.000\$00<sup>64</sup>. Para além do *goodwill* da sua equipa de futebol, o Sporting iria contribuir para a sociedade com os terrenos e a licença de exploração do bingo.

A subscrição pública do capital decorreu a 11 de Agosto de 1997 para os sócios (primeira oferta de subscrição) e a 29 do mesmo mês para o público em geral (segunda oferta de subscrição), totalizando 2.000.000\$00 de acções ao valor nominal de 1.000\$00 cada. As regras para o rateio foram definidas pelo critério de antiguidade e assim, o número possível de acções para aquisição, resultava do quádruplo do número de votos que dispunha o sócio. Por outro lado, todos os sócios que pagaram a quota extraordinária anual em Janeiro de 1996, no valor de 23.000\$00, teriam o direito a receber as acções correspondentes ao pagamento efectuado. Esta quota acabou por ser extinta em Dezembro do mesmo ano e convertida seis meses depois em acções (275.991 acções).

Não se sabe se foi fruto da participação na pré-eliminatória da Liga dos Campeões, ou da euforia do evento, a primeira oferta de subscrição que terminou em 25 de Agosto de 1997, resultou em cerca de 90% das acções subscritas (mais ou menos 10.000 sócios e 1.800.000\$00 do capital subscrito). O êxito da operação realizada em Agosto atesta-se com a procura das acções que foi superior a 4,5 milhões de acções, originando um rateio próximo dos 6%.

A data de 16 de Outubro de 1997 foi a designada para a Assembleia Constitutiva da SAD com mais de metade dos subscritores, para o universo de 13.541 accionistas. A ordem de trabalhos englobou 2 pontos: deliberar sobre a constituição da sociedade

---

<sup>64</sup> Vide jornal A Bola de 11 de Agosto de 1997, p.7.

referente ao contrato de sociedade registado na Conservatória do Registo Comercial de Lisboa sob o número 7679, e deliberar sobre as designações dos órgãos sociais: Assembleia Geral (Miguel Teles como presidente, Guilherme Carlos como vice presidente e Pedro Ribeiro como secretário), Conselho de Administração (José Roquette como presidente e Simões de Almeida e João Calixto como administradores), Fiscal único (Barroso, da Silva, Dias, Caseirão & Associados, Sociedade Revisores Oficiais de Contas (SROC), representado pelo Fontão de Carvalho). A escritura pública notarial deu-se doze dias mais tarde.

Em resumo, o processo da constituição da Sporting SAD teve quatro fases: Registo provisório do contrato da própria sociedade desportiva; OPS com início a 11 de Agosto de 1997 de 2.000.000 acções a 1.000\$00 cada; Assembleia Geral constitutiva da sociedade desportiva a 16 de Outubro de 1997; Escritura pública, constituição definitiva e final da sociedade, e ao mesmo tempo, transferência dos activos para a SAD (equipa de futebol profissional e bingo).

## 2.10.2 DE 1998 A 2000

O primeiro quadriénio que está compreendido entre a data da constituição da Sociedade Anónima Desportiva e o ano 2000 caracterizou-se pela existência de um título desportivo a 26 de Maio de 2000.

Segundo os relatórios e contas respectivos, podemos referir a nível económico-financeiro o destaque para a enorme subida da rubrica custos com o pessoal de 92,4% de 11M€ em 1998 para 21,2M€ em 2000. Em todos os anos a sociedade apresentou prejuízo contabilístico (-7,4M€, -2,5M€ e -11,4M€ em 1998, 1999 e 2000 respectivamente) que resultou numa depreciação constante do seu património de 34,9M€ para 13,5M€ apesar do *cash-flow* neste período ser sempre positivo. Os empréstimos de curto prazo também subiram mais do dobro de 14,4M€ para 33,4M€

Depois da constituição da Sporting SAD, seguiu-se o pedido de inscrição da sociedade na CMVM, aguardando posteriormente uma resposta da mesma sobre se a SAD reunia ou não as condições. O mercado contínuo não poderia ser solicitado visto que é exigida à sociedade aderente resultados positivos em três anos de actividade e desta forma, o pedido dirigiu-se à inclusão no mercado sem cotação e o mercado chamada.

A 30 de Janeiro de 1998, sucedeu algo que raramente acontece. Depois de o Conselho de Administração da BVL deliberar um parecer favorável, por unanimidade, à admissão da Sporting SAD no primeiro mercado, mas carecia da confirmação da CMVM<sup>65</sup>, que veio recusar esta medida. O interesse de admitir esta sociedade ao primeiro mercado, para além de outros factores, resultava desta sociedade estar inserida numa indústria de espectáculo e que movimentava à data cerca de 38.000.000.000\$00, ou seja, mais do dobro do PIB português<sup>66</sup>.

A CMVM aprova, no final de Abril, a admissão das acções no segundo mercado, e a sociedade desportiva fica dispensada dos requisitos legais, havendo a promessa de que no ano seguinte, as acções ascenderiam para o primeiro mercado caso existisse um comportamento meritório, ou seja, sem acentuada desvalorização, com dispersão de capital e grande movimentação de títulos<sup>67</sup>. Um mês depois o prospecto da operação ainda não fora aprovado pela CMVM, o que não aconteceu com a F.C.Porto SAD.

Depois de alguns avanços e recuos, a entrada em bolsa deu-se no ano de 1998. A sociedade desportiva passou do mercado de chamada (cotação duas ou três vezes por dia) para o mercado contínuo. Um dia antes da admissão da Sporting SAD ao segundo mercado BVL, foi admitida a F.C.Porto SAD, com as suas acções a abrirem a 1.531\$00, chegando quase a atingir os 1.700\$00, fechando a 1.599\$00 com 11.221 acções transaccionadas. Não era difícil de prever o sucesso que as 6,8 milhões de acções da Sporting SAD iriam ter. As mesmas valorizaram no primeiro dia 30,6% e foram transaccionados 130.292 títulos.

O preço das acções da Sporting SAD foi menor que a F.C.Porto SAD, mas o número de negócios e o interesse era superior visto que mais de 7% dos títulos foram transaccionados. Dos sete milhões de acções, cinco milhões por parte da participação da Sporting SGPS e 200 mil por parte de José Roquette não seriam transaccionadas no curto prazo por vontade dos detentores do capital.

Em meados de Outubro de 1998, a Sporting SAD solicitou ao seu Conselho Superior (Leonino) uma autorização, posteriormente aprovada, para contrair um empréstimo superior a 600.000.000\$00 (cerca de 3M€), dando como garantia as próprias acções.

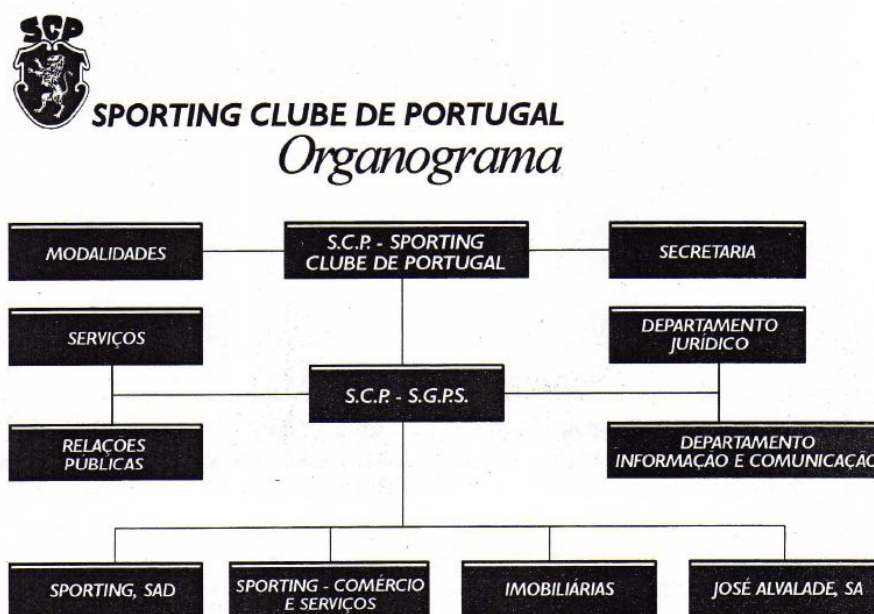
---

<sup>65</sup> A recusa da CMVM deveu-se à falta de dois requisitos (aliena c e d do número 1 do artigo 304º do Código dos Valores Mobiliários): falta de dois anos de actividade completa e não existência de pelo menos três relatórios de contas, vide jornal A Bola de 20 de Fevereiro de 1998, p.14.

<sup>66</sup> Vide jornal Sporting de 13 de Janeiro de 1998, p.2.

<sup>67</sup> Vide jornal A Bola de 24 de Abril de 1998, p.16.

Figura III – Organograma da Sporting SAD em 1998



Fonte: jornal Sporting de 11 de Dezembro de 1998, p.5.

O anterior esquema anuncia a nova estrutura orgânica do Sporting clube e grupo empresarial no final de 1998. A *holding* Sporting SGPS é a sociedade centralizadora da estrutura que têm relações com a empresa que gere o futebol profissional, a imagem, o património e as instalações desportivas do Sporting.

No primeiro ano em bolsa, denotou-se uma despreocupação da Sporting SAD na desvalorização das acções e uma aposta na modernização do futebol, quer no campo imobiliário, quer na formação, na construção do novo estádio e do centro de estágio.

Nos primeiros dois anos, raramente os resultados desportivos do Sporting e do Porto ou a venda de jogadores originaram a valorização ou a desvalorização das acções, excepto numa segunda-feira (15 de Maio de 2000) em que as acções do Sporting conheceram uma valorização de 22,5% e um máximo de €9,80 (€4,25 em 15 de Maio de 1999), numa clara e imediata reacção à conquista do título de campeão nacional do dia anterior que escapava ao clube há já 18 anos. Curiosamente, dá-se o mesmo fenómeno na bolsa de Milão com as acções da Lazio de Roma a valorizarem-se 24,6% atingindo um máximo histórico de €9,78.

José Roquette referiu no início de 2000 que:

O comportamento das acções das SAD em Portugal não têm nenhum significado, nem existe maturidade suficiente para elas apresentarem qualquer tipo de correlação, nem a curto (resultados desportivos imediatos), nem a médio (projectos para assegurar a estabilização no futuro) [...], o comportamento das acções sofre as vicissitudes de um mercado de capitais bastante anémico [...] e débil e as flutuações se dão muito mais em função disso do que em função de outros aspectos em relação aos quais ainda não há maturidade para perceber.<sup>68</sup>

### 2.10.3 DE 2001 A 2004

O segundo quadriénio que vai de 2001 até 2004, caracterizou-se pela existência de um título desportivo a 29 de Abril de 2002, uma taça de Portugal, a 13 de Maio do mesmo ano, e duas Supertaças Cândido de Oliveira, a 17 de Maio de 2001 e 19 de Agosto de 2002, bem como a inauguração do centro de estágio e formação, a 21 de Junho de 2002<sup>69</sup>, e do seu novo estádio Alvalade XXI, a 6 de Agosto de 2003.

Segundo os relatórios e contas do período em causa, podemos relatar a nível económico-financeiro o destaque para a subida da rubrica custos com o pessoal, nos dois primeiros anos, e inversão de tendência, nos dois anos seguintes, ao ponto de existir um decréscimo da conta para os 20,5M€ devido, essencialmente, à mudança da sua política salarial. Em todos os anos a sociedade continuou a apresentar prejuízo contabilístico (-21,4M€, -22,7M€, -27,3M€ e -9,2M€ de 2001 a 2004) que resultou numa depreciação constante do seu património, passando a ser negativo em 2002 e deteriorando-se até ser valorizado em -47,2M€. A rubrica *cash-flow* apresentou pela primeira vez um valor negativo (-2,1M€), em 2001, sendo agravado esse montante nos dois anos seguintes. Os empréstimos de curto prazo continuaram a sua tendência de subida de 33,4M€ para 99,7M€.

Em 30 de Julho de 2001, a Sporting SAD procedeu a um aumento de capital social em cerca de 20M€, através de entradas em espécie ou conversão de crédito do Sporting e do Sporting SGPS, não sendo mais que um perdão das dívidas que a SAD tinha com

---

<sup>68</sup> Vide jornal Sporting de 4 de Janeiro de 2000, p.5.

<sup>69</sup> A partir desta data passou a ser o local de estágio de início de época. Em 1997 foi em Lamego, em 1998 e no ano seguinte foi nas Caldas da Rainha, em 2000 e no ano seguinte foi em Rio Maior.

aqueles accionistas e o consequente reforço da posição e do poder do Sporting e da SGPS na SAD.

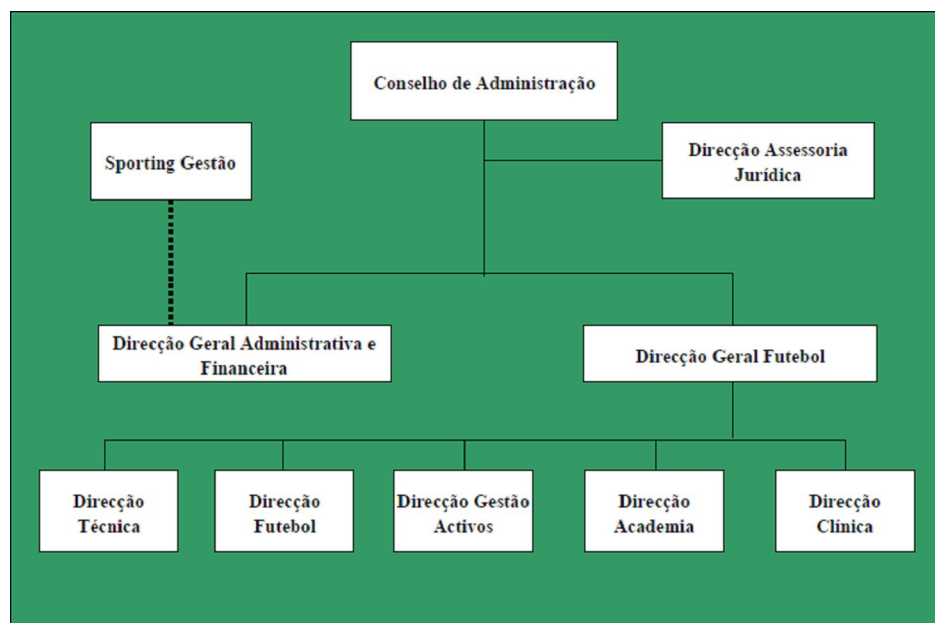
No final de 2001, e como alternativa de financiamento, a Sporting SAD associa-se a *First Football Players Fund*, lançado por *First Portuguese Group* e o BESI com oito passes de jogadores no valor de 12,4M€ Este acordo tem por objectivo minorar o risco associado à aquisição dos passes e a própria constituição de um mecanismo financeiro para a obtenção de fundos para investimentos na actividade. A sociedade cede a percentagem entre os 15% e 50% do valor da venda dos direitos desportivos dos seguintes jogadores: Beto, Niculae, Jardel, Luís Filipe, Hugo Viana, Quaresma, Custódio e Cristiano Ronaldo)<sup>70</sup>. Em 2003 o fundo teve uma valorização de 34,2%, recebendo 5,25M€ devido à venda do passe de Cristiano Ronaldo que estava valorizado no fundo em 35%.

O Sporting SAD levou a cabo durante este triénio um *Project Finance*, ou seja um processo de financiamento com o objectivo de aperfeiçoar as suas estruturas. Segundo Mota, Nunes e Ferreira (2004) este projecto define-se como sendo uma forma independente de financiamento e organização de projectos de investimento em que os activos são afastados das restantes actividades da empresa e os credores têm direito apenas aos *cash-flows* afectos ao projecto. No caso específico da Sporting SAD, o relatório e contas de 2002/03 na sua nota número 54, informa que existiu a intervenção da sociedade na construção do complexo Alvalade XXI em duas fases: no período da construção, com a cedência dos direitos de transmissão televisiva até 2007/08, obrigando a sociedade Novo Estádio José Alvalade SA (NEJA) a reembolsar a SAD pelo capital cedido através das receitas provenientes da venda de camarotes e *business seats* a empresas; na fase da exploração foi celebrado um contrato com a NEJA, sucedendo um pagamento, pela utilização do novo estádio, de uma renda anual no valor de 5M€ facultando como garantia do referido contrato, a cativação das receitas de bilheteira e quotização até ao pagamento integral da renda. O projecto vai exigir que a sociedade desportiva seja dirigida dentro de parâmetros rígidos e rigorosos, acarretando penalizações caso não sejam cumpridos.

---

<sup>70</sup> Vide jornal A Bola de 22 de Dezembro de 2001, p.14.

Figura IV – Organograma da Sporting SAD em 2002



Fonte: Relatório e contas 2001/2002.

Na figura atrás indicada verifica-se o novo organograma da Sporting SAD, em vigor a partir de 2002.

No início de Março de 2002, começou a última fase de comercialização dos lugares especiais com 3000 já vendidos, permitindo até a altura um encaixe de 7,5M€

Um dos pontos mais altos deste período, para além da inauguração do novo estádio Alvalade XXI, foi a inauguração da Academia Sporting/Puma com um investimento total de 17,5M€ suportado por capitais próprios no valor de 11,5M€ e o restante por capitais alheios. Para isso, foi feito um *leasing* a 17 anos. Os 2M€ de encargos anuais nesta “fábrica de talentos”, dos quais 749m€ resultam da renda que a Sporting SAD paga ao Sporting clube, e o restante provém de despesas correntes<sup>71</sup>, são insignificantes face às possibilidades de “serem produzidos” novos craques de futebol. O Sporting já deu mostras de ser um clube que tem uma preocupação acrescida com a prospecção de novos talentos. A Academia/Puma funciona como uma escola de formação desportiva, humana e cultural onde se ensina os três níveis do saber (saber, saber fazer e saber ser). Uma sociedade desportiva com recursos financeiros limitados, é na formação que se angariam os grandes talentos, sendo a Academia “uma mina onde os diamantes são lapidados até serem transformados em estrelas”.

<sup>71</sup> Despesas respeitantes às rubricas de: água, electricidade, despesas com o pessoal (excepto as despesas com a equipa profissional), contratos com fornecedores de manutenção das instalações. Vide jornal A Bola de 21 de Junho de 2007, pp.5-6.

No final de Agosto de 2002 a sociedade contraiu um empréstimo obrigacionista no valor de 12,5M€ com o intuito de reforçar os capitais próprios. A sociedade encontra-se tecnicamente falida devido, essencialmente, aos resultados negativos da sua equipa profissional, bem como a não contabilização dos atletas provenientes da sua formação. Devido ao acréscimo na rubrica de custos com o pessoal, no ano seguinte a sociedade propôs a alguns jogadores uma redução no seu salário, medida que já foi tomada em Itália na Juventus e na Lazio.

No final de Maio de 2003, é lançada a *Gamebox* que tem como objectivo garantir pelo menos 30.000 espectadores no novo estádio. Os lugares cativos passaram com esta medida de 8.000 para 32.000.

A venda de Cristiano Ronaldo bem como Quaresma provocou uma valorização significativa da cotação das acções (cerca de 33,3%), movimento contrário tiveram as acções no rescaldo da conquista do título com uma desvalorização de 25,5% devido à existência de mais-valias, para isso transaccionaram-se 306.954 títulos.

O analista Pedro Duarte da corretora Lj Carregosa referiu que:

As contas são um critério de avaliação do comportamento em bolsa, junto com as expectativas desportivas e a valorização de activos, mas nem sempre os gestores podem seguir o interesse estratégico. Com a paixão do futebol e a pressão dos adeptos, é difícil gerir não arriscando ter contas desequilibradas.<sup>72</sup>

Foram precisos 6,5 anos para que a Sporting SAD apresentasse lucro ou riqueza nas suas contas semestrais (1 de Agosto de 2003 a 31 de Janeiro de 2004) no valor de 161m€. A política de rigor financeiro começa a notar-se, a mesma deve-se à cedência de direitos desportivos dos jogadores visto que a actividade continua deficitária.

A administração da sociedade propõe, na Assembleia Geral de 28 de Junho de 2004, a redução de capital de 54,89M€ para 22M€ através da redução do valor das acções para 2€ cada, com o capital social a tomar o novo valor de 2/5 face ao anterior.

---

<sup>72</sup> Vide jornal Record de 10 de Outubro de 2003, p.12.

No final de 2004, Dias da Cunha teve uma anotação curiosa:

Os dinheiros sujos não servem para corromper árbitros, antes para coisas que colocam em causa a leal concorrência entre clubes. Dinheiros sujos têm a ver com transacções em que a quantia que sai de um clube não é a que entra nos cofres de outro, com os pagamentos que não são contabilizados pela totalidade, com os que são feitos em *offshore* e porque fogem ao *fisco*, prejudicam a todos nós. Essa é uma realidade do futebol português.<sup>73</sup>

A época referente ao exercício 2003/04 teve apenas onze meses (1 de Agosto a 30 de Junho) para se proceder ao acerto das dadas respeitantes à época desportiva que por norma costuma estar compreendida de 1 de Julho a 30 de Junho do ano seguinte, sendo datas mais reais e benéficas no contexto da actividade desportiva. Por esse facto, torna-se impossível a comparabilidade destes exercícios económicos devido à sua base (em meses) não ser a mesma.

### 2.10.4 DE 2005 A 2007

O triénio que vai do meio da década (2005) até 2007, caracterizou-se pela inexistência de um título desportivo, com uma taça de Portugal conquistadas a 28 de Maio de 2007 e uma final europeia (taça UEFA) perdida a 19 de Maio de 2005 em pleno estádio Alvalade XXI.

Segundo os relatórios e contas dos anos em causa, podemos aferir a nível económico-financeiro o destaque para a existência de lucro em todos os anos (54,7M€ 0,3M€ e 14,5M€ para 2005, 2006 e 2007 respectivamente), no primeiro ano devido à venda da totalidade da sociedade DE – Desporto e Espectáculo SA e nos anos seguintes por a rubrica resultados operacionais ter apresentado um valor positivo (pela primeira vez em 2006), resultando um acréscimo no valor do património da sociedade. O *cash-flow* também tomou sempre valores positivos no mesmo período. A rubrica custos com o pessoal permaneceu sensivelmente com o mesmo valor inicial do período, não obstante a descida em 2006 e correspondente subida no ano seguinte. Os empréstimos de curto prazo desceram de 99,7M€ para 13,6M€

---

<sup>73</sup> Vide jornal A Bola de 15 de Dezembro de 2004, p.7.

No início de 2005, com a conquista da liderança do campeonato, as acções tiveram uma valorização para os 2,75€, sendo a cotação mais elevada desde que se procedeu à redução do capital. Em Fevereiro e depois de terem subido 8,7% na véspera, a cotação das acções ressentiu-se com o empate frente ao V.Setúbal e desceram 5%.

A 28 de Março de 2005, a Sporting SAD procedeu a um aumento de capital no valor de 20M€ visando equilibrar os capitais próprios e transformá-los em valores positivos devido ao artigo 35º do Código das Sociedades Comerciais<sup>74</sup>.

A 12 de Maio de 2005, a sociedade encaixou um empréstimo obrigacionista no valor de 18M€ com o intuito de reforçar colmatar o sucessivo *deficit* de exploração e melhorar a tesouraria da sociedade.

Na semana da perda da final europeia e do campeonato nacional no estádio do Benfica, a Sporting SAD desvalorizou 11M€

Segundo o relatório e contas do primeiro semestre 2004/05, a partir de 4 de Abril do mesmo ano, extinguiu-se o Segundo Mercado e sete sociedades, entre elas a Sporting SAD, foram transferidas para o Mercado Regulamentado *Eurolist by Euronext Lisbon*, e a sociedade desportiva, classificada no compartimento “C”. Esta alteração resultou a obrigação da sociedade em prestar contas aos accionistas e à CMVM numa base trimestral.

Com a admissão à Euronext ([www.euronext.com](http://www.euronext.com)), a Sporting SAD ficou classificada da seguinte forma: indústria 5000 consumer service; Super sector 5700 travel and leisure; Sector 5750 travel and leisure; Sub-sector 5755 recreational service. Código Euronext e o código ISIN PTSCP0AM0001, e código central SCP AM. A acção pertence ao compartimento “C” designado por *small caps*.

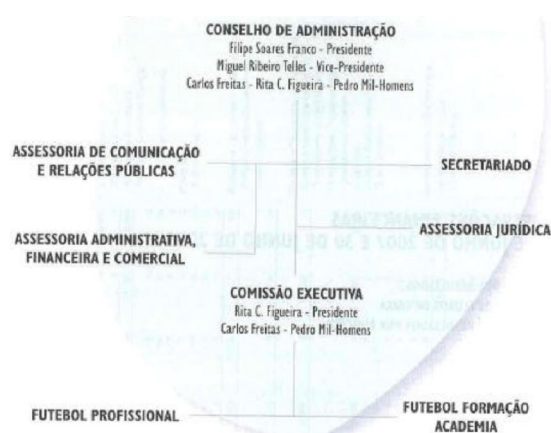
Por contrato celebrado em finais de Março de 2005, a Sporting SAD alienou os 100% que detinha da sociedade DE – Desporto e Espectáculo SA à sociedade Sporting Comércio e Serviços SA por 65M€ e desta forma o capital que era negativo no último dia de 2004 em 52,5M€, a 30 de Junho do ano seguinte passou a ser 33,9M€

---

<sup>74</sup> Artigo 35.º Perda de metade do capital: Ponto 1- Os membros da administração que, pelas contas do exercício, verificarem estar perdida metade do capital social, devem [...] propor aos sócios uma ou mais das seguintes medidas: a dissolução da sociedade; a redução do capital social; a realização de entradas em dinheiro que mantenham pelo menos em dois terços a cobertura do capital social; a adopção de medidas concretas tendentes a manter pelo menos em dois terços a cobertura do capital social. Ponto 2- Considera-se estar perdida metade do capital social quando o capital próprio constante do balanço do exercício for inferior a metade do capital social.

O *Project Finance* com a banca prevê uma redução de 8M€ de custos e um aumento de 2M€ de proveitos em quatro épocas desportivas (libertação de 10M€ de *cash-flow* adicional), a auto-suficiência das modalidades ditas amadoras, a maximização da exploração comercial e assegurar uma equipa competitiva ao nível nacional e internacional, com rigor nas contratações e na formação. Passa ainda por ceder o edifício sede e o Alvaláxia a um fundo de investimento com opção de compra a 10/12 anos, melhorar a relação com os sócios e reforçar a cultura Sporting.<sup>75</sup>

Figura V – Organograma da Sporting SAD em 2007



Fonte: Relatório e contas 2006/2007

A figura atrás mencionada reflecte o novo organograma da Sporting SAD em 2007. A reestruturação da sociedade terminou com a extinção dos cargos de secretário-geral e director geral.

Os encargos com juros são consideráveis como mencionou o membro do conselho fiscal José Ricciardi: “O Sporting tem uma segunda equipa, de juros. Pagamos 13M€ de juros no ano passado. A equipa de futebol não custa muito mais que isso. É preciso reduzir o passivo bancário.”<sup>76</sup>

Com o presidente Filipe Soares Franco, o Sporting SAD mudou as suas prioridades, passando pela redução do seu passivo, que era de 270M€ e consequentemente a redução das quantias exorbitantes de juros que asfixia a gestão. Dessa forma definiu três medidas: alienação de património não desportivo, venda por quase 51M€ do edifício sede, Alvaláxia, clínica CUF, Health Clube e secretaria a um consórcio SILCOGE e

<sup>75</sup> Vide jornal A Bola de 4 de Agosto de 2005, p.7.

<sup>76</sup> Vide jornal A Bola de 14 de Abril de 2006, p.14.

*Deutsche Bank Real Estate*; recebimento da verba da MDC, no valor de 40M€ da venda dos terrenos do antigo estádio à empresa holandesa que aguarda o licenciamento da Câmara de Lisboa para edificação; alteração do capital da SAD, dos 78,2% da maioria qualificada que detém do clube e SGPS a troco de 50M€

O importante para o clube, segundo Filipe Soares Franco, “é deter a maioria nas assembleias-gerais e não a maioria simples no capital.”<sup>77</sup> Perdendo a maioria do capital, o Sporting continua a ter uma palavra importante a dizer por via das suas ações de categoria que detém. Actualmente o clube controla a SAD pelos 16,3% do direito de voto e 61,9% por intermédio da SGPS.

## 2.10.5 CONSIDERAÇÕES GERAIS

Embora existindo alguns anos de descontrolo a nível das suas contas, a Sporting SAD tem vindo a melhorar a sua performance ao longo dos anos. O descontrolo deve-se essencialmente à dicotomia entre o “campeonato externo desportivo”, por vezes um pouco desnivelado face aos orçamentos das equipas concorrentes, e o “campeonato interno contabilístico” que não deve ser afectado pelo primeiro, devido ao facto do mesmo tentar assegurar a solvabilidade da sociedade, para além dos interesses dos accionistas. Por vezes, as sociedades têm de adoptar os mecanismos de prevenção e resposta, face ao défice permanente em resultado das despesas serem sempre superiores às receitas.

O primeiro mecanismo ao alcance de todas as sociedades corresponde à venda de passes dos seus jogadores profissionais e a Sporting SAD tem-nos utilizado todos os anos, apesar de acarretar o empobrecimento do plantel de futebol.

Outro mecanismo utilizado pela sociedade, e que tanta polémica provocou, foi a venda do património não desportivo, revertendo o dinheiro da sua venda para o futebol profissional.

---

<sup>77</sup> Vide jornal A Bola de 9 de Fevereiro de 2007, p.17.

Tabela V – Principais Accionistas nas Sociedades Desportivas

<b>Sporting SAD</b>	<b>F.C.Porto SAD</b>	<b>Benfica SAD</b>
Sporting SGPS – 61,9%	F.C.Porto – 40%	S.L.Benfica – 40%
Sporting C.P – 16,3%	Amorim I.P – 18%	Benfica SGPS – 10,2%
Sportinveste – 10,2%	António Oliveira – 11%	Manuel Vilarinho – 12,27%
Nova Expressão – 2%	Joaquim Oliveira – 10%	Luís Filipe Vieira – 5,7%

Fonte: Jornal Expresso 19 de Maio de 1997 p.21.

Como se depreende do quadro anterior que indica os maiores accionistas em cada sociedade em Maio de 2007. Não consta de uma forma explícita no quadro anterior, mas a empresa Sportinveste (detentora de uma grande parte do canal de desporto Sport tv, na modalidade de *pay-per-view*), que tem como administradores os irmãos Joaquim Oliveira e António Oliveira, detêm participações estratégicas nas três sociedades desportivas mais importantes em Portugal.

### 3. ESTUDO

#### 3.1. METODOLOGIA

Para a prossecução do estudo pretendido, foram recolhidas todas as informações disponibilizadas, tanto pela imprensa desportiva (*jornal A Bola*), como pela imprensa generalista (jornais: *Expresso*, *Público*, *Negócios*, *Diário Económico* e *Semanário Económico*), bem como pela informação divulgada pelo regulador do mercado (CMVM). As cotações das acções e índices foram disponibilizadas pela Euronext, excepto o *Dow Jones Stoxx Football Index*, que foi recolhido no seu *site* oficial ([www.stoxx.com](http://www.stoxx.com)).

As cotações das acções totalizaram 2.414 secções em bolsa que foram relacionadas com os acontecimentos que as podem influenciar. É de referir que os factos que ocorreram no fim-de-semana (ao sábado e ao domingo), têm uma grande probabilidade de poderem influenciar a cotação da segunda-feira seguinte. Nos dias em que a bolsa não abriu, especialmente em feriados e épocas festivas, considerou-se, por intermédio de uma interpolação linear, que existiria uma cotação para esses dias, mesmo que esta seja “virtual”. Esta necessidade deriva do facto de entretanto terem ocorrido eventos nas referidas datas.

Os dados recolhidos foram posteriormente tratados e classificados para serem comparados a nível de comportamento, com as cotações das acções da Sporting SAD, com o objecto de criar um modelo explicativo do comportamento das mesmas, face às informações disponíveis, ou seja, se existe alguma correlação e qual o seu grau.

Numa primeira fase, verificamos a relação entre a Sporting SAD e as outras SAD nacionais, bem como os índices de referência nacional e desportivo.

Numa segunda fase, pretendemos criar um modelo partindo da análise às catorze variáveis financeiras, referidas no anexo IV (pág.104), semestralmente, que podem ser divididas em três áreas:

- indicadores bolsistas - *market value*, *book value* e *market-to-book*;

- principais contas do Balanço - activo fixo, activo circulante, capital próprio, passivo e resultados líquidos do exercício<sup>78</sup> e
- principais contas da Demonstração de Resultados - prestação de serviços, custos com pessoal, resultados operacionais, resultados financeiros, resultados extraordinários e *cash flow*.

Numa terceira fase, pretendemos criar um modelo partindo da análise às cento e trinta e seis variáveis não financeiras, referidas no apêndice 7.7 (pág.136) e divididas em seis vertentes:

- oitenta e três variáveis na vertente desportiva;
- vinte e quatro variáveis na vertente recursos humanos;
- dez variáveis na vertente imobilizado;
- sete variáveis na vertente prestação de contas;
- cinco variáveis na vertente sociedade e
- sete variáveis na vertente outras.

### **3.2. UNIVERSO CONSIDERADO**

Para a elaboração do estudo, foram considerados todos os dados disponíveis da Sporting SAD, quer de natureza financeira ou não, que pudessem influenciar a cotação do título, desde o dia 1 de Agosto de 1997, como se justificou no ponto 2.10.1 deste estudo, até ao último dia do mês de Julho de 2007, perfazendo assim dez anos.

Os factos utilizados só começaram a ser evidenciados e classificados após a admissão da sociedade em bolsa, que ocorreu posteriormente a 2 de Junho de 1998. Até a data de admissão, existiu uma “pré-admissão” com factos também gerados, mas que não deveriam influenciar as cotações da acção em períodos subsequentes.

Os factos que serviram de análise e conseqüentemente, foram considerados como potenciais influenciadores à cotação da acção, encontram-se referidos no ponto anterior deste estudo.

---

<sup>78</sup> Esta conta surge cumulativamente no Balanço e na Demonstração de Resultados.

### **3.3. RESULTADOS E SUA ANÁLISE**

#### **3.3.1. CORRELAÇÃO COM OUTRAS SAD NACIONAIS E ÍNDICES DE REFERÊNCIA**

Dobson e Goddard (2001) concluíram num estudo elaborado a treze clubes ingleses<sup>79</sup>, que os resultados dos clubes no campeonato, têm um grande impacto nas respectivas acções, no dia seguinte ao evento.

Duque e Ferreira (2005) realizaram um estudo até Julho de 2003, sobre duas sociedades desportivas (Sporting SAD e F.C.Porto SAD) e concluíram que existe uma correlação positiva entre o desempenho desportivo do clube e a cotação das acções e que o seu impacto se encontra relacionado com a aproximação do fim da temporada desportiva. Segundo os mesmos autores, as acções da Sporting SAD reagiram positivamente às vitórias e negativamente aos empates e derrotas da equipa profissional e por curiosidade, as acções do F.C.Porto SAD não reagem significativamente às vitórias e derrotas e reagem negativamente aos empates. Quando uma equipa ganha um campeonato (na amostra aconteceu duas vezes para cada sociedade), a média das rentabilidades das cotações das acções no ano bolsista é positiva e quando perde, acontece o efeito contrário. O ganhar depende muito do resultado do adversário directo e quantas jornadas ainda faltam para completar o campeonato, dessa forma, “uma empresa cotada em bolsa depende do resultado em dois estádios simultaneamente”<sup>80</sup>. As cotações das duas sociedades estudadas pelos autores anteriores encontram-se na figura VI.

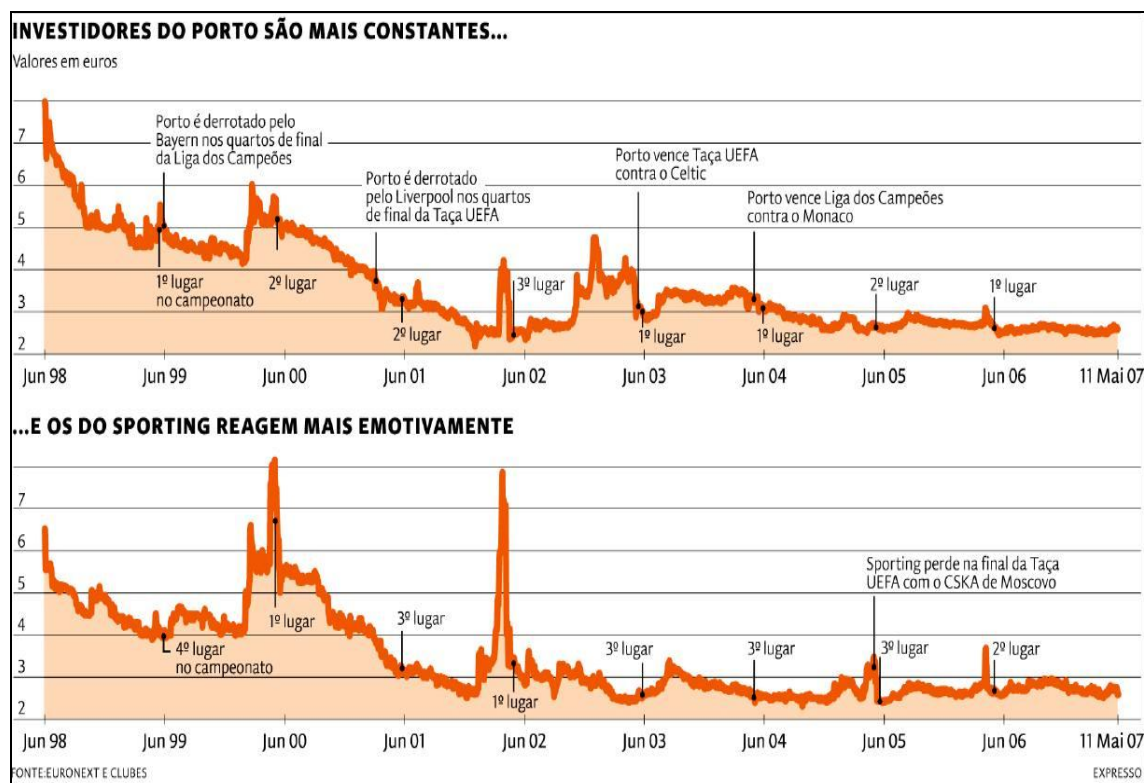
Numa primeira análise consegue-se verificar uma maior emotividade demonstrada pelos accionistas da Sporting SAD face aos accionistas da F.C.Porto SAD.

---

<sup>79</sup> Aston Villa, Chelsea, Leeds Utd, Manchester Utd, Newcastle Utd, Tottenham, Birmigham, Bolton, Charlton, QPR, Sheff Utd, Southampton, Sunderland.

<sup>80</sup> Vide jornal Semanário Económico de 3 de Junho de 2005, p.45.

Figura VI – Evolução das Cotações da Sporting SAD vs F.C.Porto SAD



Fonte: Jornal Expresso 19 de Maio de 1997

A figura VI reflecte a tendência da cotação da Sporting SAD, podendo-se identificar facilmente os vários “picos” que coincidiram com momentos positivos para a sociedade.

Os primeiros lugares, nas épocas 1999/2000 e 2001/02, estão perfeitamente reconhecidos, para além da presença na final da taça UEFA em 2005 e, no ano seguinte, a boa campanha na liga portuguesa que culminou com a classificação de vice-campeão, ainda assim, ficando muito perto da conquista do título de campeão nacional, diferenciando apenas um ponto do primeiro classificado.

O passado da Sporting SAD indica-nos que os sucessos da equipa profissional de futebol podem ser determinantes para o incremento da cotação das acções, por possibilitar a entrada de capital nas sociedades, apesar de existir um movimento sucessivo de descida.

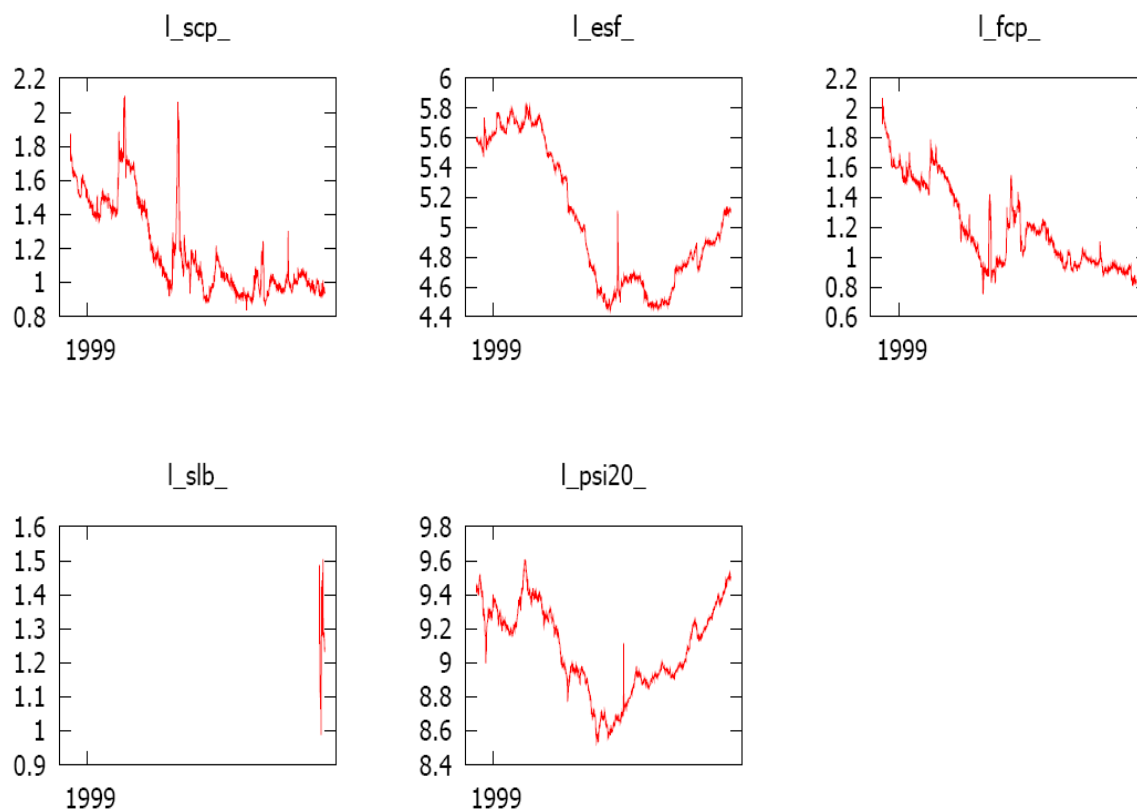
Este gráfico mostra a forte emotividade traduzida pelas performances da equipa profissional, ao contrário do F.C.Porto SAD, que se caracteriza por uma atitude constante, mostrando um certo controlo emotivo em relação às conquistas da sua equipa profissional. As várias conquistas a nível desportivo e excelentes alienações dos passes

dos seus jogadores profissionais são motivos mais que suficientes para que a tendência da cotação das acções da F.C.Porto SAD não tomasse este rumo.

Estas sociedades têm uma complexidade acrescida face às outras sociedades cotadas em bolsa, para além do fraco volume de transacções, o seu resultado depende menos da ciência e muito mais da sorte devido à sua característica fundamental que é a forte paixão clubista, havendo, desta forma, poucos investidores institucionais que detêm acções por interesses estratégicos, como se depreende no quadro que se segue. A emotividade influencia as acções perfilando-as como investimentos de curto prazo devido à quase ausência de racionalidade financeira e à falta de liquidez.

Numa análise mais cuidada, tentamos verificar a correlação das acções da Sporting SAD com as acções do F.C.Porto, Benfica, PSI-20 (índice de referência português) e *Dow Jones Stoxx Football Index* (índice de referência de sociedades desportivas). Para isso utilizou-se as cotações das acções e índices de referências em logaritmos.

Figura VII – Evolução das SAD e Índices de Referências de 2.Jun.98 a 31.Jul.07



Com a imagem anteriormente referida, conseguimos identificar as variáveis de uma forma gráfica e as possíveis correlações entre as mesmas. As relações da Sporting SAD com cada uma delas *per si*, apresentando-se de uma forma gráfica com a respectiva equação (por exemplo: scp e fcp em logaritmos pode ser expresso na equação  $Y = 0,158 + 0,876X$ ), encontram-se expressas no anexo III (pág.101), podendo ser conferida a posição da mancha escura face à recta que representa a Sporting SAD, isto é, se se encontra ou não afastada da mesma.

No anexo III (pág.101) ainda se encontra a representação gráfica da relação com o F.C.Porto SAD por intermédio da diferença dos logaritmos, que neste caso irá privilegiar as taxas de variação em vez das tendências nos seus logaritmos.

Numa primeira fase analisamos o modelo constituído pelas variáveis independentes F.C.Porto SAD e os dois índices de referência visto que têm o mesmo número de observações (2391) e só depois se incluiu a variável independente Benfica SAD, com apenas 51 observações, pelo facto de ter sido admitida em bolsa apenas em Maio de 2007.

Tabela VI – Dados Obtidos das Variáveis Porto, ESF e PSI20

Variáveis utilizadas	Variável excluída	Erro padrão dos resíduos	BIC	Rácio-t / Estrelas	Modelo (apêndice)
l_fcp, l_esf e l_psi	----	0,1154	-3513,38	$\beta l\_fcp = 34,98^{***}$ $\beta l\_esf = 25,87^{***}$ $\beta l\_psi20 = -0,61$	7.1.1 (pág.107)
l_fcp e l_esf	l_psi20	0,1154	<b>-3520,78</b>	$\beta l\_fcp = 37,15^{***}$ $\beta l\_esf = 37,09^{***}$	7.1.2 (pág.108)
l_fcp e l_psi20	l_esf	0,1311	-2911,35	$\beta l\_fcp = 65,77^{***}$ $\beta l\_psi20 = 23^{***}$	7.1.3 (pág.108)
l_esf e l_psi20	l_fcp	0,1419	-2531,94	$\beta l\_esf = 59,18^{***}$ $\beta l\_psi20 = -10,19^{***}$	7.1.4 (pág.109)

Nota: 3\* é quando o n.s. é inferior a 1%; 2\* é quando o n.s. se encontra entre 1% e 5%; 1\* é quando o n.s. se encontra entre 5% e 10%.

Da análise do quadro anterior em conjunto com o apêndice 7.1 (pág.102), verificamos que devemos seguir a sugestão de afastar a variável PSI20 uma vez que em conjunto com as restantes variáveis, apresenta um Nível de Significância (n.s.) superior a 10%. O modelo com mais informação é aquele que detém o menor valor do critério de informação do Schwarz (*Bayesiano Information Criteria*, BIC), sendo aquele que não

contempla o PSI20, o modelo com o menor valor obtido. Por outro lado, o valor negativo do coeficiente da mesma variável, que representa os níveis de probabilidade ou significância, reforça a conclusão dado que o comportamento geral do mercado não tem um peso que possa influenciar o comportamento dos investidores da Sporting SAD.

Os modelos apresentados anteriormente apresentam dois tipos de problemas: por um lado, a presença de autocorrelação dos erros; e por outro, de processo ARCH (Autoregressive Conditional Heteroscedasticity).

Também aplicámos o teste CUSUM (Cottrell & Lucchetti, 2008) que se baseia no teste Harvey-Collier, um teste à estabilidade de parâmetros, visto que não sabemos se o modelo é válido para o período em observação. O modelo é considerado instável quando excluí a hipótese nula. A nível de informação que se pode retirar dos vários modelos, daremos preferência ao que demonstre como característica a sua estabilidade, face ao instável.

Dessa forma, depois de aplicar o teste CUSUM às quatro situações descritas na tabela VI, verificámos que o modelo sem a variável independente PSI20, é aquele que apresenta ser o único modelo estável, visto que o valor p é superior a 1% (0,566748), como indica o apêndice 7.1.2 (pág.108), ao contrário dos demais por estes apresentarem um valor p inferior a 1%.

Quando se incluí a variável independente Benfica SAD, como se verifica no apêndice 7.1.9 (pág.112), as 51 observações demonstram uma conclusão bem diferente na medida em que é indicada uma nova sugestão, neste caso será a exclusão da variável F.C.Porto SAD, porque demonstra um n.s. de 11,7%, sendo esta uma variável anteriormente necessária e essencial para a elaboração do modelo.

Tabela VII – Dados Obtidos das Variáveis Porto, ESF, PSI20 e Benfica

Variáveis utilizadas	Variável excluída	Erro padrão dos resíduos	BIC	Rácio-t / Estrelas	Modelo (apêndice)
l_fcp, l_esf, l_psi e l_slb	----	0,0147	-271,49	$\beta$ l_fcp = 1,60 $\beta$ l_esf = 2,44** $\beta$ l_psi20 = 1,72* $\beta$ l_slb = 2,02**	7.1.5 (pág.110)
l_esf, l_psi e l_slb	l_fcp	0,0149	-272,67	$\beta$ l_esf = 2,74*** $\beta$ l_psi20 = 1,94 $\beta$ l_slb = 3,65***	7.1.6 (pág.110)
l_esf e l_slb	l_fcp e l_psi20	0,0150	<b>-275,08</b>	$\beta$ l_esf = 3,94*** $\beta$ l_slb = 5,24***	7.1.7 (pág.111)

Nota: 3\* é quando o n.s. é inferior a 1%; 2\* é quando o n.s. se encontra entre 1% e 5%; 1\* é quando o n.s. se encontra entre 5% e 10%.

No quadro anterior verifica-se que a variável Benfica SAD veio prejudicar o modelo visto que o novo valor do BIC passou a ser -271, bem afastado do anterior valor sem esta variável (-3513). Tomamos como melhor modelo aquele que apresentar o indicador mais baixo, conclui-se que a variável Benfica SAD deverá ser afastada porque não apresenta qualquer acréscimo no seu valor. Para a construção do quadro, depois de utilizar as quatro variáveis independentes, excluiu-se a variável F.C.Porto SAD, numa primeira fase, e a variável PSI20, numa segunda fase, porque não demonstraram ser significativas.

Quanto ao teste CUSUM, o primeiro modelo que inclui as quatro variáveis independentes, apresenta-se como estável devido ao seu valor de p ser superior a 1% (0,176955). Ao retirarmos a variável F.C.Porto, ficamos com um modelo instável a 5%, apresentando um valor de  $p = 0,0378377$ . Ao retirarmos a variável PSI20 do anterior, ficamos agora com um modelo estável a 5%, apresentando um valor de  $p = 0,0901551$ .

Excluída a variável Benfica SAD, há a necessidade de confirmar os resultados obtidos por intermédio da primeira diferença das variáveis que proporciona um “modelo mais robusto”, devido à inércia dos valores das variáveis dos modelos.

Como se verifica no apêndice 7.1.8 (pág.112), o n.s. das variáveis é inferior a 5%, quer a F.C.Porto SAD, quer o índice de referência do futebol, excepto o índice nacional que apresenta 37,8%, o que veio fortalecer a conclusão atrás mencionada. Para além disso, este modelo apresenta um BIC de -10774,3. O afastamento da variável PSI20 confirma a opinião anteriormente definida, permanecendo o indicador Bayesian Information Criteria

(BIC) no mesmo patamar e o n.s. das variáveis abaixo de 5%, como se pode ver no apêndice 7.1.9 (pág.112).

Lembramos que um modelo estático é representado da forma:  $Y(t) = c + bX(t)$ .

Um modelo dinâmico é representado da forma  $Y(t) = c + bX(t) + cY(t-1)$  para nível 1 de defasamento.

Não esquecer que a fórmula para uma equação dinâmica é

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 * X_t + \beta_2 * Z_t + \alpha * Y_{(t-1)},$$

que no longo prazo toma a forma

$$Y = \beta_0/\alpha + \beta_1/\alpha * X + \beta_2/\alpha * Z$$

Devo em seguida confirmar se os modelos dinâmicos apresentam as mesmas conclusões do anterior modelo estático. Para isso irei utilizar o defasamento de nível 1 da variável dependente.

Como se verifica no apêndice 7.1.10 (pág.113) que inclui um defasamento da variável dependente, a variável a excluir continua a ser a mesma (PSI20) para um BIC com o valor mais baixo de -10655,8. Apesar de piorarem todas as variáveis ao nível do n.s., situação normal após a inclusão de um defasamento, as mesmas variáveis, bem como a variável defasada apresentam um valor inferior a 10%.

Quanto aos volumes de transacções, e depois de criar um vol\_a com os valores normais e um vol\_b com os valores corrigidos, substituindo as observações sem transacções para observações de valor “não atribuído”, verificamos que os valores apresentados são sensivelmente os mesmos. Desde modo, dever-se-á realizar um defasamento de nível 1 para a variável dependente e numa segunda fase para as variáveis independentes. No primeiro caso, detectamos que o vol\_b foi omitido devido à colinearidade da variável, bem como a admissão das variáveis devido ao seu n.s. ser inferior a 5%.

### 3.3.2. DETERMINAÇÃO DE UM MODELO DE ANÁLISE ÀS VARIÁVEIS FINANCEIRAS

Para analisar as contas das demonstrações financeiras, em vez de utilizar os logaritmos, devemos empregar os valores absolutos, visto que nos dados admitidos para análise, encontramos valores negativos.

Depois de retirar os valores das demonstrações financeiras anuais, como consta no anexo VI (pág.106) e semestrais<sup>81</sup>, totalizando 18 observações, obtivemos os dados que constam no anexo IV (pág.104).

As catorze variáveis que serviram de análise e as respectivas correlações face a cotação da acção são: *market value* ou o valor de cotação; *book value* ou o valor contabilístico (53,5%); *market-to-book* (31,9%); activo fixo (35,1%); activo circulante (-60,6%); capital próprio (24,8); passivo (-62,9%); prestação de serviços (-50,6%); custos com o pessoal (-12,6); resultados operacionais (-39,9); resultados financeiros (75,9); resultados extraordinários (3,4%); resultados líquidos do exercício (-23,3%) e *cash-flow* (-18,4%).

Das percentagens mencionadas, numa primeira fase destacamos a correlação positiva dos resultados financeiros face à cotação da acção e a correlação negativa do passivo da empresa face à mesma variável dependente.

Obtivemos o modelo que consta no apêndice 7.3.1 (pág.115) e verificamos que nenhuma variável apresenta n.s. inferior a 10%, para além do n.s. da estatística F não ser inferior a 0,05.

Para determinar qual o melhor modelo, usamos um método que consiste em afastar, uma de cada vez, as variáveis com um maior n.s. como se confirma no apêndice 7.4 (pág.117).

Com a aplicação sucessiva do programa, obtivemos o seguinte modelo em que o respectivo *output* se encontra no modelo 7.3.2 (pág.116):

$$Mv_ = 7,24547 + 0,434352 (bv) - 0,000190344 (ac_f) - 0,000183266 (ac_c) + 0,000100248 (c_pro) + 0,000116532 (pass) + 0,0000568187 (c_pess) + \epsilon$$

---

<sup>81</sup> Para a recolha dos dados, foram retidos de todos os relatórios e contas anuais e semestrais, excepto o semestral da época 1998/99.

Partindo de uma situação inicial constituída por catorze variáveis financeiras, divididas em três grandes áreas: indicadores bolsistas, contas do Balanço e contas da Demonstração de Resultados.

A vertente que demonstrou menos capacidade para influenciar a cotação das acções é aquela que inclui as Demonstrações de Resultados, visto que de um conjunto de seis contas (prestação de serviços, custos com pessoal, resultados operacionais, resultados financeiros, resultados extraordinários e *cash flow*), a conta custos com o pessoal é a única com influência, mesmo que seja diminuta.

A vertente indicadores bolsistas também teve um comportamento equivalente à anterior (restando apenas uma variável), com a variável *book value* a adoptar um papel principal face às demais variáveis, uma vez que, é aquela que influi mais com o comportamento das acções da Sporting SAD.

Com um número considerável de variáveis preponderantes, evidenciando um comportamento contrário às anteriores vertentes, as contas analisadas por este estudo referente ao Balanço demonstraram ser todas importantes, excepto a conta resultados líquidos do exercício. Apesar da sua influência não ser relevante, por o resultado da sua interferência ser diminuto, podemos destacar a influência positiva das contas que se localizam no lado direito da demonstração financeira (capital próprio e passivo), ou seja, um aumento tanto da situação líquida ou património, como das dívidas a pagar a terceiros, resulta num incremento da cotação das acções, contrapondo com a influência simétrica numa proporcionalidade superior, das contas do lado esquerdo do Balanço (activo fixo e activo circulante), correspondentes aos bens e direitos detidos pela sociedade desportiva.

A variável *book value* demonstra uma relação positiva de cerca de 43% face à variável dependente (*market book*) que não é acompanhada pelas contas do Balanço. O valor demonstrado “nos livros ou registos contabilísticos” acarrectam *per si*, um acréscimo relevante no preço do título.

Destacamos os baixos coeficientes das variáveis independentes excepto para a variável *bv*, e ainda o coeficiente, bem como os valores das variáveis independentes, activo fixo e activo circulante. Todas as variáveis expressas no modelo apresentam um n.s. inferior a 10%.

### **3.3.3. DETERMINAÇÃO DE UM MODELO DE ANÁLISE ÀS VARIÁVEIS NÃO FINANCEIRAS**

As variáveis que contemplam a análise das variáveis não financeiras, totalizando 136 variáveis, encontram-se divididas em seis vertentes como estão discriminadas no apêndice 7.7 (pág.136): desportiva, recursos humanos, imobilizado, prestação de contas, sociedade e outros.

Para determinar o modelo ideal que englobe as variáveis determinantes na cotação da acção, iremos recorrer ao método adoptado no capítulo anterior que se baseia na exclusão da variável com o n.s. mais elevado, sendo a variável dependente, neste caso, o logaritmo da cotação da Sporting SAD. Como existe um número considerável de variáveis, verificámos ser necessário rejeitar as três piores, que apresentem os maiores n.s., por cada movimento efectuado, até ficarem aquelas que satisfaçam a condição de apresentarem valores de n.s. inferiores a 10%.

Os movimentos propostos resultaram no seguinte quadro resumo:

Tabela VIII – Análise por Vertente e Respectivas Variáveis

<b>Vertentes</b>	<b>Número de Variáveis</b>	<b>Resultados de uma primeira análise (apêndice)</b>	<b>Resultado final da análise (apêndice)</b>	<b>Número de Variáveis com n.s. &lt; 10%</b>	<b>Respectivas Variáveis com n.s. &lt; 10%</b>
Desportiva	83	7.5.1 (pág.118)	7.5.2 (pág.120)	6	5_e; B_d; tu_v; 4_cl; 6_cl; 12_1
Recursos Humanos	24	7.5.3 (pág.121)	7.5.4 (pág.122)	5	Cj_3; cj_4; ve_1; ve_2; eta_1
Imobilizado	10	7.5.5 (pág.122)	7.5.6 (pág.123)	2	Ie_1; eo_1
Prestação de Contas	7	7.5.7 (pág.124)	7.5.8 (pág.124)	1	Pc_4
Sociedade	5	7.5.9 (pág.125)	7.5.10 (pág.125)	2	Ag_1; eg_2
Outras	7	7.5.11 (pág.126)	7.5.12 (pág.126)	2	Cg_1; pg_1

A análise foi feita em várias fases:

- primeira, analisámos a vertente desportiva (83 variáveis independentes) e obtivemos os resultados que se encontram em apêndice 7.5.1 (pág.118). Em relação à exclusão das variáveis, utilizamos o método anterior, destacando-se seis variáveis com o n.s. inferior a 10% como vem expresso no apêndice 7.6 (pag.130).
- segunda, analisámos a vertente dos recursos humanos (24 variáveis) e alcançámos os resultados que se encontram em apêndice 7.5.3 (pág.121). A exclusão das variáveis seguiu a regra utilizada nas fases anteriores. O resultado

final vem exposto no apêndice 7.5.4 (pág.122), restando cinco variáveis com o n.s. inferior a 10%.

- terceira, analisámos a vertente imobilizado (10 variáveis) e obtivemos os resultados que se encontram em apêndice 7.5.5 (pág.122). O resultado final encontra-se exposto no apêndice 7.5.6 (pág.123), sobressaindo duas variáveis com o n.s. inferior a 10%.
- quarta, analisámos a vertente prestação de contas (7 variáveis) e alcançámos os resultados que se encontram em apêndice 7.5.7 (pág.124). O resultado final vem exposto em 7.5.8 (pág.124) e demonstra a contribuição com uma variável visto que apresenta como resultado final, um n.s. inferior a 10%.
- quinta, analisámos a vertente sociedade (5 variáveis) e obtivemos os resultados que se encontram em apêndice 7.5.9 (pág.125). O resultado final vem atestado no apêndice 7.5.10 (pág.125), sobressaindo duas variáveis com o n.s. inferior a 10%.
- sexta, analisámos outras variáveis que por qualquer razão, não foram incluídas em vertentes anteriores (7 variáveis) e obtivemos os resultados que se encontram em apêndice 7.5.11 (pág.126). Os resultados vêm expressos no apêndice 7.5.12 (pág.126), sobressaindo também duas variáveis com o n.s. inferior a 10%.

Na vertente desportiva, e num total de 83 variáveis, apenas 7,2% demonstraram n.s. inferior a 10%, o que evidencia uma quantidade considerável de variáveis sem relevância na construção do modelo da Sporting SAD.

Depois de retidas todas as variáveis consideradas relevantes de cada vertente, iremos englobá-las num único modelo. O primeiro resultado vem exposto no apêndice 7.5.13 (pág.127), sendo que os dados que permitem construir o modelo com as variáveis em causa, se encontram discriminados no apêndice 7.5.14 (pág.128).

Desta forma, e em resultado da aplicação sucessiva das estimações, o modelo obtido no apêndice atrás mencionado, apresenta duas variáveis, que por coincidência

apresentaram um valor p, que se encontra muito próximo do limite<sup>82</sup>. A acrescentar este dado, as variáveis ainda ostentam sinais contrários ao lógico ou ao esperado, uma vez que, por exemplo, seria esperada a valorização da cotação das acções da Sporting SAD quando a equipa de futebol profissional conquista uma vitória, num jogo disputado na competição da taça UEFA.

Em resultado desta situação, nós retirámos as duas variáveis e, assim, resultou num novo modelo, que vem expresso no apêndice 7.5.15 (pág.129), distinto do anterior apenas nas duas variáveis afastadas, visto que as demais apresentaram os coeficientes com o mesmo sinal e valores semelhantes.

$$L_{scp} = 1,161 + 0,273 (5_e) - 0,151 (b_d) - 0,152 (4_{cl}) + 0,245 (6_{cl}) + 0,474 (12_1) + 0,351 (cj_4) - 0,078 (ve_1) + 0,176 (ve_2) + 0,15 (eta_1) + 0,329 (ie_1) + 0,554 (eo_1) + 0,369 (eg_2) - 0,21 (pg_1) + \varepsilon$$

A partir deste modelo verificámos que a variável respeitante à vertente prestação de contas acabou por ser afastada na última fase, demonstrando que não é relevante ou condicionante para a determinação da cotação de acção.

Verificámos que o coeficiente se apresenta positivo na influência da cotação das acções, das seguintes variáveis, quando:

- 5\_e – existe um empate do Sporting contra uma equipa que se encontra em 17º ou 18º lugar na classificação do campeonato nacional;
- 6\_cl – o Sporting se encontra em primeiro lugar;
- 12\_1 – o Sporting vence o campeonato nacional;
- cj\_4 – o Sporting adquire um jogador entre 3 a 5M€;
- ve\_2 – o Sporting empresta um jogador, recebendo uma quantia inferior a 1M€;
- eta\_1 – existe a entrada de equipa técnica e apoio;
- ie\_1 – existe a construção ou melhoramento do estádio de futebol;

---

<sup>82</sup> A variável tu\_v com o valor p = 0,0905 e a variável cg\_1 com o valor p = 0,0877. Ambas apresentam coeficientes negativos, o que não é lógico, e por isso as retiramos.

- eo\_1 – existe a construção de outros equipamentos;
- eg\_2 – é anunciado eleições gerais antecipadas.

Pelo contrário, com um coeficiente negativo, quando:

- b\_d – o Sporting perde contra uma equipa que se encontra entre no segundo grupo<sup>83</sup>;
- 4\_cl – o Sporting encontra-se entre o 13º e o 16º lugar na classificação do campeonato nacional;
- ve\_1 – o Sporting empresta um jogador a custo zero;
- pg\_1 – existe um problema geral não discriminado.

O modelo veio corroborar que o resultado da equipa profissional de futebol é um factor preponderante na definição da tendência da cotação, onde se detectam algumas variáveis que exprimem essa informação. As variáveis independentes, como sendo, aquela que identifica a vitória na competição (12\_1), a permanência no primeiro lugar da tabela classificativa (6\_cl), encontram-se no lote daquelas que demonstram uma enorme influência positiva na cotação da acção. A expectativa da entrada de uma nova equipa técnica e de apoio (eta\_1), bem como a construção e melhoramento do estádio Alvalade XXI (ie\_1), de outros equipamentos (eo\_1), a venda (cj\_4) e o empréstimo (ve\_2) de um jogador que tenham contrapartidas financeiras, reflectem a mesma tendência das anteriores variáveis.

A perda de uma partida de futebol com um adversário que se encontra entre o 5º e o 8º classificado (b\_d), a classificação da equipa profissional compreendida entre o 13º e o 16º lugar (4\_cl), o não atingir o objectivo proposta pela conquista do campeonato (13\_1), o empréstimo dos jogadores do Sporting a outras equipas a custo zero (ve\_1) e a existência de problemas gerais não discriminados (pg\_1) contribuem inversamente para a tendência da cotação da acção, acarretando uma deterioração na cotação da acção.

---

<sup>83</sup> Vide apêndice 7.8 (pág.142).

## 4. SUMÁRIO E CONCLUSÃO

### 4.1. CONCLUSÃO

Esta investigação centrou-se na análise e identificação das variáveis que poderiam influenciar a cotação de uma acção de uma sociedade desportiva.

A revisão bibliográfica foi realizada nas áreas que abordam o tema em análise, nomeadamente, o mercado de capitais, a actuação do accionista, o sector desportivo e em particular o futebol na sua vertente empresarial.

A recolha das cotações das acções das sociedades anónimas desportivas e dos índices de referência foi inicialmente efectuada a partir dos *sites* de informação financeira ([www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), [www.euronext.com](http://www.euronext.com), [finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com), [www.investidorglobal.com](http://www.investidorglobal.com) e [www.stoxx.com](http://www.stoxx.com)) e posteriormente confirmadas pela *Euronext Lisbon*.

A recolha dos dados diários foi realizada na Hemeroteca, com a leitura de todos os jornais diários (jornal “A Bola”) desde o início de 1997 até ao início de 2008, com cerca de 4000 jornais lidos.

Posteriormente procedemos à leitura de todos os relatórios e contas anuais e semestrais, apresentados pela Sporting SAD disponíveis no *site* oficial do clube e no *site* da CMVM, desde 1997/98 até 2006/07.

Em seguida, procedemos à elaboração dos capítulos apropriados para concretizar este estudo. Os mesmos versam sobre os assuntos ou temas relacionados com o estudo em questão.

Apesar do mercado accionista em Portugal não ser eficiente, os resultados da pesquisa demonstram uma certa correlação entre a Sporting SAD e a outra sociedade desportiva abordada e analisada de uma forma individual (F.C.Porto SAD) bem como o índice representativo do sector desportivo, revelando pelo contrário, um certo afastamento da Benfica SAD e do índice de referência nacional.

A sociedade desportiva também evidência uma certa dependência dos resultados desportivos dado que, se forem positivos, a conquista de títulos e as classificações meritórias, verificamos que as acções tenderão a subir. Por outro lado, caso a equipa

profissional de futebol não consiga conquistar o título ou que demonstre fraca performance desportiva, as acções tenderão a decrescer.

Na primeira década de existência da Sporting SAD, os accionistas revelaram reagir de forma algo semelhante aos accionistas do F.C.Porto SAD. A emotividade também está patente nas tendências de subida e descida acentuada das acções que coincidem com a expectativa ou obtenção de títulos ganhos pela equipa profissional.

O comportamento do título da sociedade Sporting SAD mostrou que enquanto o facto não se efectiva, ou seja, enquanto os títulos desportivos de 1999/2000 e 2001/02 não foram conquistados, apesar da sua proximidade temporal, existiu um acréscimo acentuado na cotação das acções, que posteriormente tomou uma tendência contrária após a obtenção do título.

A justificação para esse comportamento deveu-se essencialmente a dois factores, por um lado à realização de mais-valias por parte dos investidores e por outro, à inexistência nesse preciso momento de qualquer expectativa associada à sociedade, visto que a expectativa se esgotou com a ocorrência do facto. Outro ponto identificado na evolução provém da quase perfeita campanha na taça UEFA em 2004/05 que resultou na perda do título numa final realizada no estádio Alvalade XXI.

Das variáveis analisadas, verificámos uma correlação não muito acentuada, mas com algum peso, em duas variáveis específicas. Quando a equipa de futebol profissional se encontrava na primeira posição da liga (312 ocorrências), existiu uma correlação positiva em cerca de 24% ou seja, o topo da classificação resultou num incremento das cotações das acções da sociedade desportiva. Ao invés, as últimas posições na liga (da 13<sup>a</sup> à 16<sup>a</sup>), fazem reverter numa correlação negativa em cerca de 15%.

O primeiro lugar é claramente considerado um factor positivo, verificado em relação à evolução da cotação da acção. Todavia, a correlação negativa da equipa profissional de futebol se encontrar nas últimas posições tem origem não só na realização das mais-valias resultantes das vendas das acções, pelo facto da equipa profissional ter descido na tabela classificativa, como também por uma certa falta de confiança na recuperação da sua classificação. A conquista da liga apresenta uma valorização positiva em cerca de 47% ou seja, superior à permanência na primeira posição visto que representa uma confirmação da expectativa entretanto criada.

As cotações do F.C.Porto SAD (84,1%) e do índice de referência do futebol *Dow Jones Stoxx Football Index* (83,7%) demonstram uma correlação muito elevada face à Sporting SAD. As cotações da Benfica SAD (49%) e do índice de referência nacional PSI20 (58%) não demonstram uma correlação acentuada apesar da mesma ser positiva. Pior resultado apresenta a correlação das acções da sociedade com o seu volume de transações (24,2%). Estas conclusões foram confirmadas nos modelos dos mínimos quadrados (OLS), com a utilização dos logaritmos das variáveis e suas primeiras diferenças.

Da análise de dados, retira-se que a Sporting SAD acompanha a F.C.Porto SAD e o índice desportivo e não acompanha da mesma forma o índice nacional e a Benfica SAD, demonstrando que o mercado bolsista desportivo é um mercado particular face ao mercado geral, não seguindo a tendência de outros sectores nacionais. A Benfica SAD demonstra uma correlação baixa devido ao número reduzido de observações (51 observações) e à enorme volatilidade demonstrada por esta sociedade desportiva face às demais sociedades.

Apesar do índice PSI20 ser um meio importante de referência nacional, as cotações da Sporting SAD não evidenciam uma relevante correlação, dado que: por um lado, não se encontra qualquer sociedade desportiva representada no índice; e por outro, mesmo sem qualquer representação, a fraca correlação demonstra que o sector da Sporting SAD vive “à parte” da tendência dos demais sectores de actividades. Os factos considerados relevantes (desportivos e outros), o período bem delineado da época desportiva e a data da publicação da prestação das contas das sociedades desportivas, por se realizarem em contra-ciclo, não coincidem com os momentos das demais sociedades cotadas em bolsa.

Do modelo obtido em resultado das 136 variáveis seleccionadas, verificámos que algumas variáveis específicas de um desempenho positivo da equipa profissional, tais como a permanência no primeiro lugar, a conquista do título, não só não foram excluídas do modelo, como ainda apresentam um coeficiente positivo que reflete uma influência ascendente do título.

A construção do novo estádio e a aquisição de um jogador da equipa profissional de futebol por um valor superior a 3M€ e inferior a 5M€, bem como o empréstimo de um atleta a uma terceira equipa, com recebimento de uma verba, demonstram uma influência positiva na cotação das acções, devido ao seu coeficiente positivo.

Duas variáveis relevante que podemos encontrar no modelo final, demonstrando efeito negativo no mesmo, são: a não conquista do título e a má classificação da equipa profissional de futebol.

A emoção poderá também ser detectada pela influência do título em “função subjectiva” dos resultados da equipa de futebol, em contraste com a objectividade das suas demonstrações financeiras e respectivos resultados. A reacção do accionista, face à performance da equipa de futebol e sua perspectiva futura, à venda de jogadores e à informação da existência de eleições antecipadas comprovam uma maior emotividade latente na tomada de decisão, contrapondo com os resultados financeiros apresentados pela sociedade desportiva.

Podemos também concluir que a existência de um clima emocional favorável ao futuro, favorecerá também a Sporting SAD.

Em resultado destes factos, os accionistas da Sporting SAD demonstram uma particular atenção no desempenho da equipa profissional, penalizando a acção quando a equipa não evidencia um bom desempenho desportivo. A acção tende a valorizar quando a expectativa de permanência na primeira posição e a conquista do título se concretizam.

Na análise ao modelo das variáveis financeiras, verificámos que a variável *book value* é a mais importante a ter em conta, na influência, neste caso positiva, da cotação da acção da Sporting SAD, uma vez que apresenta um maior coeficiente. As demais variáveis que apresentaram um n.s. inferior a 10%, ostentam uma fraca influência no comportamento do título.

## **4.2. LIMITAÇÕES DESTA INVESTIGAÇÃO**

A primeira limitação encontrada resume-se à impossibilidade de poder obter e identificar todos os dados que poderiam influenciar a cotação de uma acção.

Tratando-se de uma empresa cotada em bolsa, a informação fornecida encontra-se limitada face ao exigido pelo mecanismo regulador, podendo os dados omitidos serem muito importantes para a elaboração do estudo pretendido.

Esta investigação abarca uma grande quantidade de variáveis, devido às quais surgem algumas dificuldades nomeadamente quando se procede à realização do estudo, visto

que não existe outra investigação que possa funcionar como apoio, para além de uma associada capacidade de poder de síntese, necessária em estudos deste género, com a percepção de que algo ainda poderia ser mencionado.

Reafirma-se a abrangência do tema que poderia ter várias linhas de orientação possíveis e que poderia ou não dar origem a resultados análogos.

### **4.3. FUTURAS LINHAS DE INVESTIGAÇÃO**

Os primeiros dez anos das sociedades desportivas em Portugal mostram-nos que a indústria ligada ao desporto-rei ainda não está num estado de grande maturidade. Deste modo, as conclusões deste trabalho podem servir como base de trabalhos de investigação desta nova indústria, criando um leque enorme de estudos mais abrangentes.

As investigações poderão abranger uma comparação da primeira década com as principais sociedades desportivas, dos principais países europeus, nomeadamente a liga espanhola, a liga italiana, a liga alemã, a liga francesa e a liga inglesa, para além da liga portuguesa.

O que poderia ser feito neste sector de actividade para que a mercado accionista das sociedades desportivas funcionasse de uma forma eficiente, isto é, que sejam englobados quase ou até mesmo todas as informações na cotação da acção.

Por outro lado, o estudo poderia ser uma excelente base de partida para a sua continuação, nomeadamente a análise das primeiras duas décadas ou a comparação de duas décadas.

Com a entrada tardia em bolsa da Benfica SAD, a sua comparação foi realizada somente em 51 observações, quantidade que o investigador considera insuficiente para tirar algumas conclusões. Desta forma, seria interessante como investigação futura, um estudo “a três” (Sporting SAD, F.C.Porto SAD e Benfica SAD) com um número considerável de observações.

Este estudo também poderia contribuir como base em estudos realizados noutras sociedades de outras modalidades desportivas que estejam cotadas em bolsa, ou noutras sociedades que se encontrem inseridas no sector desportivo.

Vamos desenvolver a componente empírica destes modelos de forma a termos em conta a volatilidade da cotação das acções. Apenas estudamos a média sem a inclusão deste importante componente. Assim, devemos aplicar modelos ARCH e GARCH no estudo das cotações da Sporting SAD. Uma maior atenção deve ser dada à dinamização dos modelos.

## 5. **BIBLIOGRAFIA**

Almeida, J. J. (2000). *Auditoria Previsional e Estratégia*. Lisboa: Vislis.

Arnaut, J. L. (Outubro de 2006). *Independent European Sport Review 2006*. Obtido em Janeiro de 2007, de independentfootballreview.com:

[http://www.independentfootballreview.com/doc/Full\\_Report\\_EN.pdf](http://www.independentfootballreview.com/doc/Full_Report_EN.pdf)

Batyrbekov, K. (15 de Março de 2007). *Soccer Stocks: Market Reaction to Game Results of Professional Soccer Franchises*. Obtido em 8 de Maio de 2007, de Harvard Computer Society: <http://www.hcs.harvard.edu/thesis/repo/21/2/Batyrbekov-FinalTHESIS2007.pdf>

BCP, M. (16 de Abril de 2007). *Newsletter de Investimentos*. Obtido em 3 de Agosto de 2008, de millenniumbcp:

[http://www.millenniumbcp.pt/multimedia/archive/00394/Newsletter\\_Invest\\_1\\_394512a.pdf](http://www.millenniumbcp.pt/multimedia/archive/00394/Newsletter_Invest_1_394512a.pdf)

Boido, C., & Fasano, A. (Dezembro de 2007). Football and Mood in Italian Stock Exchange. *The Icfai Journal of Behavioral Finance*, IV, pp. 32-50.

Brealey, R., & Myers, S. (1998). O Financiamento da Empresa e as Seis Lições sobre a Eficiência do Mercado. In *Princípios de Finanças Empresariais* (5ª ed., pp. 323-352). Alfragide: McGraw-Hill.

Candeias, R. (2000). *Personalização de Equipa e Transformação de Clube em SAD, Contributo para um Estudo das Sociedades Desportivas*. Coimbra: Coimbra Editora.

Cardoso, F. A. (2004). *Transformação dos Clubes em Sociedades Anónimas Desportivas*. Viseu: Edições IPAM.

CMVM. (s.d.). *Guia do Investidor*. Obtido em 10 de Maio de 2007, de CMVM: [http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/6CCEA730-D420-47A9-8454-E7218C4D9D21/2507/brochura\\_cmvm2.pdf](http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/6CCEA730-D420-47A9-8454-E7218C4D9D21/2507/brochura_cmvm2.pdf)

Colaço, A. (2008). *As OPAS nas Sociedades Anónimas Desportivas*. Lisboa: Áreas Editora.

Colot, V., & Samain, P. (2005). *Investir em Acções*. (P. Catarino, & R. Ribeiro, Trads.) Lisboa: Deco Proteste.

Costa, C. B. (2000). *Auditoria Financeira, Teoria e Prática* (7ª ed.). Lisboa: Editora Rei dos Livros.

Costa, C. B., & Alves, G. C. (2005). *Contabilidade Financeira* (5ª ed.). Lisboa: Publisher Team.

Costa, M. F., & Paulino, J. V. (1999). *Noções Fundamentais de Contabilidade*. Mem Martins: Edições Cetop.

- Cottrell, A., & Luccheti, R. (Dezembro de 2008). *Guía de Instrucciones - Gnu Regression, Econometrics and Time-series*. Obtido de <http://gretl.sourceforge.net/>:  
<http://gretl.ecn.wfu.edu/pub/gretl/manual/es/gretl-ref-es.pdf>
- Couceiro, J. (2000). A Gestão Global do Risco no Futebol. In V. Faria, F. Sobral, F. Tenreiro, J. Couceiro, A. Carraça, S. Marivoet, et al., *O Negócio Emergente do Futebol Português. A Indústria do Futebol. O Marketing Desportivo* (pp. 35-38). Porto: Vida Económica, Conferforum.
- Cruz, S. (Julho de 2006). Direitos Desportivos sobre Jogadores como Activos das Organizações. *Revista Técnicos Oficiais de Contas*, pp. 24-36.
- Curto, J. (Outubro de 2002).
- Damodaran, A. (2007). *Filosofias de Investimento, Estratégias Bem-Sucedidas e os Investidores que as Fizeram Funcionar*. (C. H. Trieschmann, Trad.) Rio de Janeiro: Qualitymark Editora.
- Dobson, S., & Goddard, J. (2001). *The Economics of Football*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Duque, J., & Ferreira, N. A. (Janeiro de 2005). *Explaining Share Price Performance of Football Clubs Listed on the Euronext Lisbon*. Obtido em Julho de 2006, de [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com):  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=675633](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=675633)
- Elder, A. (2006). *Aprenda a Operar no Mercado de Ações - Um Guia Completo Para o Trading*. (A. C. Serra, Trad.) Rio de Janeiro: Elsevier Editora.
- Elster, J. (Março de 1998). Emotions and Economic Theory. *Journal of Economic Literature*, XXXVI, pp. 47 - 74.
- Faria, V. L. (2000). O Futebol do Limiar do Milénio: Um Desporto, um Negócio ou Ambas as Coisas? In V. Faria, F. Sobral, F. Tenreiro, J. Couceiro, A. Carraça, S. Marivoet, et al., *O Negócio Emergente do Futebol Português, A Indústria do Futebol, O Marketing Desportivo* (pp. 13-18). Porto: Vida Económica, Conferforum.
- Faria, V., Sobral, F., Tenreiro, F., Couceiro, J., Carraça, A., Marivoet, S., et al. (2000). *O Negócio Emergente do Futebol Português. A Indústria do Futebol. O Marketing Desportivo*. Porto: Vida Económica, Conferforum.
- Ferreira, R. F. (2005). *Contabilidade para Não Contabilistas*. Coimbra: Edições Almedina.
- Gama, P. M. (2000). A Eficiência do Mercado Accionista em Portugal. In *Estudos de Gestão de Empresas* (Vol. II, pp. 101-135). Porto: Vida Económica.
- Goulão, J. (2007). *Enciclopédia Fundamental do Sporting*. Parede: Prime Books.
- Levinson, M. (2005). *Guia dos Mercados Financeiros*. (I. Dantas, Trad.) Lisboa: Editorial Caminho.
- Marivoet, S. (2000). O Público do Futebol e a Sua Especificidade. In V. Faria, F. Sobral, F. Tenreiro, J. Couceiro, A. Carraça, S. Marivoet, et al., *O Negócio Emergente do Futebol*

- Português. *A Indústria do Futebol. O Marketing Desportivo* (pp. 47-50). Porto: Vida Económica, Conferforum.
- Matos, F. B. (2007). *Ganhar em Bolsa* (3ª ed.). Lisboa: Publicações Dom Quixote.
- Moreira, P., & Sousa, J. (2004). *Saber Investir - O Guia Prático da Poupança* (2ª ed.). Lisboa: Edideco.
- Mota, A. G., Nunes, J. P., & Ferreira, M. A. (2004). *Finanças Empresariais, Teoria e Prática*. Lisboa: Publisher Team.
- Neves, J., & Domingos, N. (2004). *A Época do Futebol, O Jogo Visto pelas Ciências Sociais*. Lisboa: Assírio & Alvim.
- Pedro, J. M. (Maio de 2006). O Rácio Market-to-Book nas Empresas Cotadas na Euronext Lisboa. *Revista da Câmara dos Técnicos Oficiais de Contas*, pp. 51 - 57.
- Peixoto, J. P. (2004). *Análise Técnica, Tendências e Formações de Preços*. Porto: Vida Económica.
- Peixoto, J. P. (2000). *Introdução à Análise Técnica*. Porto: Vida Económica.
- Pereira, M. C. (2000). As Obrigações de Informação para Sociedades Cotadas em Bolsa de Valores. In V. Faria, F. Sobral, F. Tenreiro, J. Couceiro, A. Carraça, S. Marivoet, et al., *O Negócio Emergente do Futebol Português. A Indústria do Futebol. O Marketing Desportivo* (pp. 87-93). Porto: Vida Económica, Conferforum.
- Pinho, C., & Tavares, S. (2005). *Análise Financeira e Mercados*. Lisboa: Áreas Editora.
- Renneboog, L., & Vanbrabant, P. (Fevereiro de 2000). Share Price Reactions to Sporty Performances of Soccer Clubs Listed on the London Stock Exchange and the AIM. *Tilburg University, Center for Economic Research*, pp. 1-28.
- Rico, J. R. (2001). *Dicionário da Bolsa e do Investidor Financeiro*. (I. Cabral, Ed., & M. B. Figueiredo, Trad.) Lisboa: Círculo de Leitores.
- Ruivo, J. L. (2003). *A Contabilidade e o Mercado de Capitais: Um Estudo Acerca do Impacto da Divulgação dos Resultados Contabilísticos nos Preços das Acções*. Coimbra: Universidade Aberta.
- Santos, R. (2007). O Advento das SAD. In *Estádio de Choque* (2ª ed., pp. 187-191). Lisboa: A Esfera dos Livros.
- Silva, C. P. (2005). *As Sociedades Anónimas Desportivas de Futebol: Aspectos Jurídicos, Contabilísticos e Económico-Financeiros*. Coimbra: Universidade Aberta.
- Silva, E. F. (2006). O Mundial de Futebol e as Fontes de Financiamento do Desporto. *Revista Executivo Angola*, pp. 56 - 60.
- Silva, E. F. (12 de Dezembro de 2005). *Políticas Financeiras do Sistema Desportivo*. Obtido em 8 de Janeiro de 2007, de Congresso do Desporto - Exponor: <http://congressododesporto.gov.pt/ficheiros/FerreiradaSilva.pdf>

Silva, E. S. (2004). *Normas Internacionais de Contabilidade, da Teoria à Prática*. Porto: Vida Económica.

Silva, M. G. (2007). *Bolsa - Investir e Ganhar Mais*. Algueirão, Mem-Martins: K Editora.

Soares, V. J. (1997). *A (In) Eficiência dos Mercados Bolsistas de Acções, O Estudo do Caso Português*. Porto: Vida Económica.

Sobral, F. (2000). O Estádio num Pequeno Ecrã. In V. Faria, F. Sobral, F. Tenreiro, J. Couceiro, A. Carraça, S. Marivoet, et al., *O Negócio Emergente do Futebol Português, A Indústria do Futebol, O Marketing Desportivo* (pp. 19-24). Porto: Vida Económica, Conferforum.

Tavares, F. A. (2002). *Avaliação de Acções, O Modelo do Cash-Flow*. Porto: Vida Económica.

Tenreiro, F. (2000). O Sistema do Futebol Português, Limites e Possibilidades. In V. Faria, F. Sobral, F. Tenreiro, J. Couceiro, A. Carraça, S. Marivoet, et al., *O Negócio Emergente do Futebol Português. A Indústria do Futebol. O Marketing Desportivo* (pp. 27-31). Porto: Vida Económica, Conferforum.

Vários jornais e revistas:

Jornal A Bola

Jornal de Negócios

Jornal Diário de Notícias

Jornal Diário Económico

Jornal Expresso

Jornal O Record

Jornal Público

Jornal Semanário Económico

Jornal Sporting

Revista Carteira

Revista Mais-Valia

## 6. ANEXOS

### 6.1. ANEXO I – LISTA DAS SOCIEDADES QUE COMPÕEM O DOW JONES STOXX FOOTBALL

Posição	Sociedade desportiva	País	Peso no índice
1	Fenerbahce Sportif Hizmet	Turquia	12,9486
2	Galatasaray	Turquia	12,5168
3	Borussia Dortmund	Alemanha	9,0524
4	Parken Sport &	Dinamarca	9,0391
5	Olympique Lyonnais	França	8,6023
6	Juventus	Itália	7,1158
7	Arhus Elite	Dinamarca	5,4554
8	Tottenham Hotspur	Inglaterra	5,3518
9	Trabzonspor Sportif Yatir	Turquia	4,7286
10	Brondby IF B	Dinamarca	4,4115
11	AS Roma	Itália	3,8867
12	Celtic	Escócia	2,6766
13	AFC Ajax	Holanda	2,4140
14	Aalborg Boldspilklub	Dinamarca	2,0909
15	Besiktas	Turquia	1,6980
16	Birmingham City	Inglaterra	1,1329
17	Lazio	Itália	0,9916
18	Sheffield United	Inglaterra	0,9366
19	Sport Lisboa Benfica	Portugal	0,8310
20	Sporting	Portugal	0,7258
21	Southampton Leisure HLDG	Inglaterra	0,6499
22	Silkeborg	Dinamarca	0,6446
23	Watford	Inglaterra	0,5833
24	Millwall HLDG	Inglaterra	0,5054
25	Futebol Clube Porto	Portugal	0,4169
26	AIK Football	Suécia	0,3994
27	Preston North End	Inglaterra	0,1943

## 6.2. ANEXO II – DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

**SPORTING – Sociedade Desportiva de Futebol, SAD**  
Sede Social – Estádio José Alvalade – 1600 Lisboa  
NIPC 503 994 499 – Mat. C.R.C. Lisboa n° 07679  
Capital Social – € 42 000 000  
(Sociedade aberta)

### INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

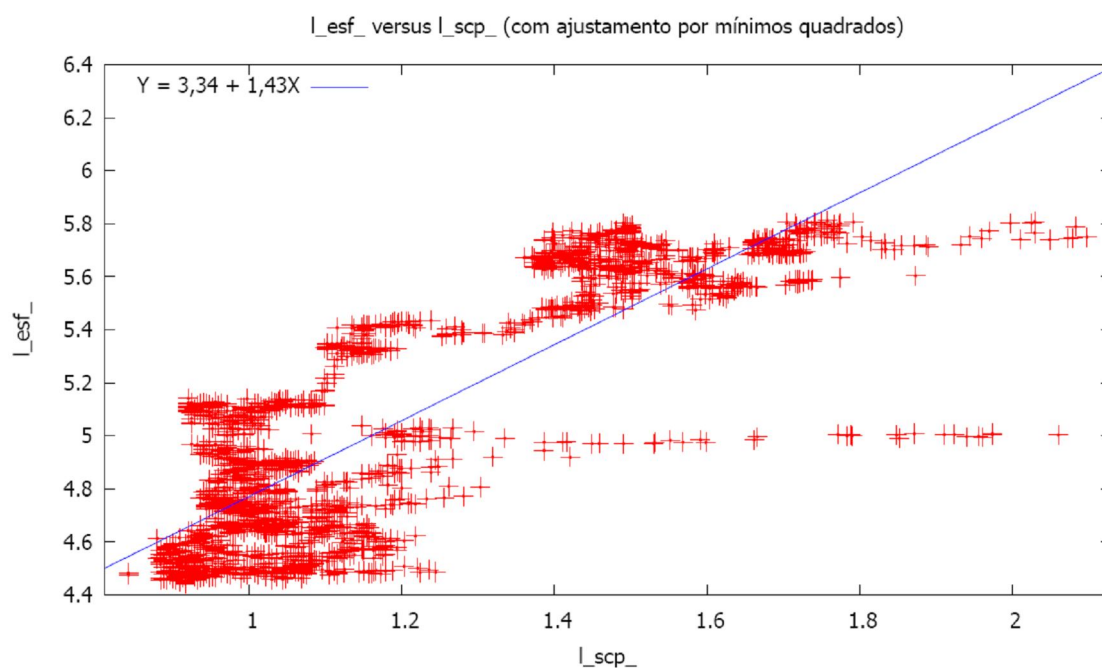
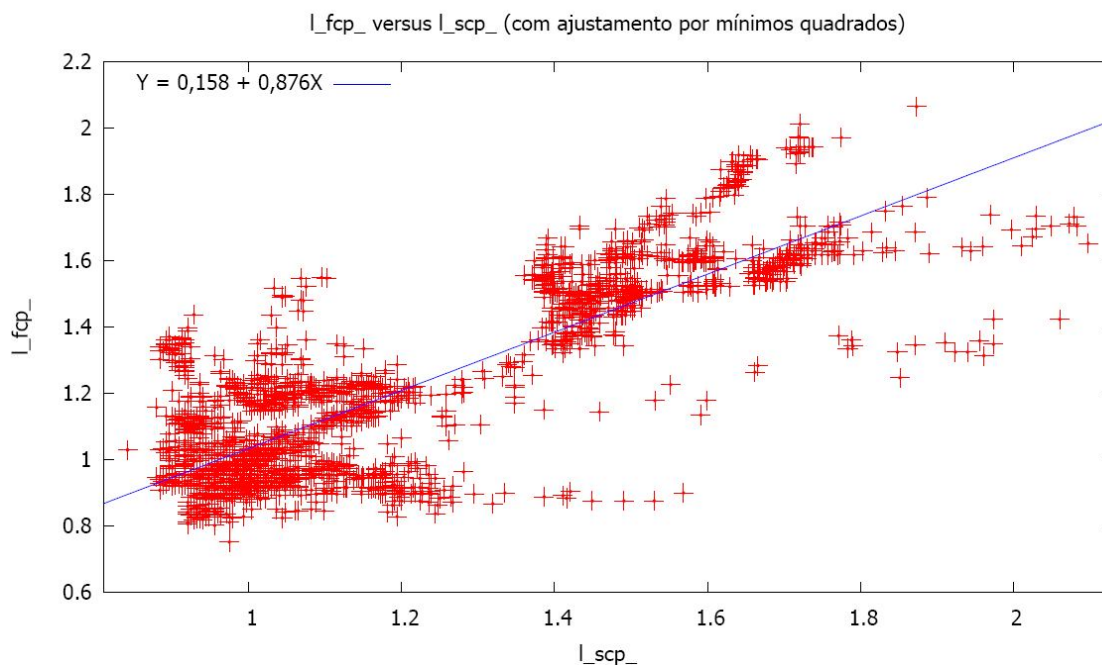
Nos termos e para efeitos do cumprimento da obrigação de informação que decorre do disposto no artigo 248º, nº1 do Código dos Valores Mobiliários, a SPORTING - Sociedade Desportiva de Futebol, SAD, com valores admitidos à negociação no compartimento “C” do Eurolist by Euronext Lisbon, informa:

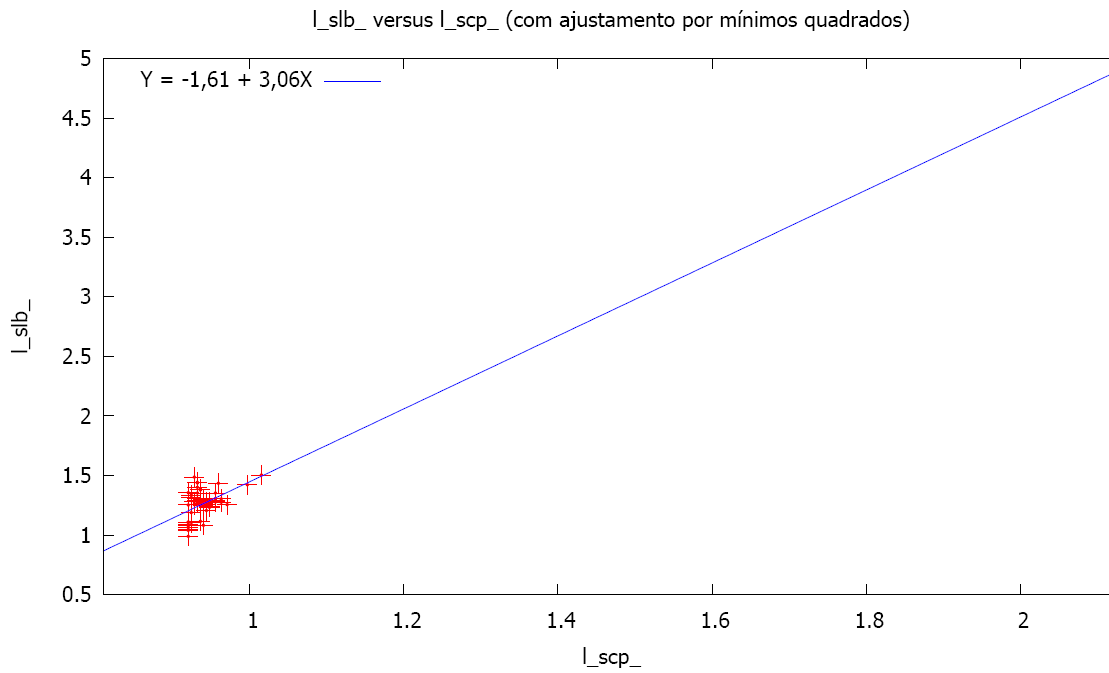
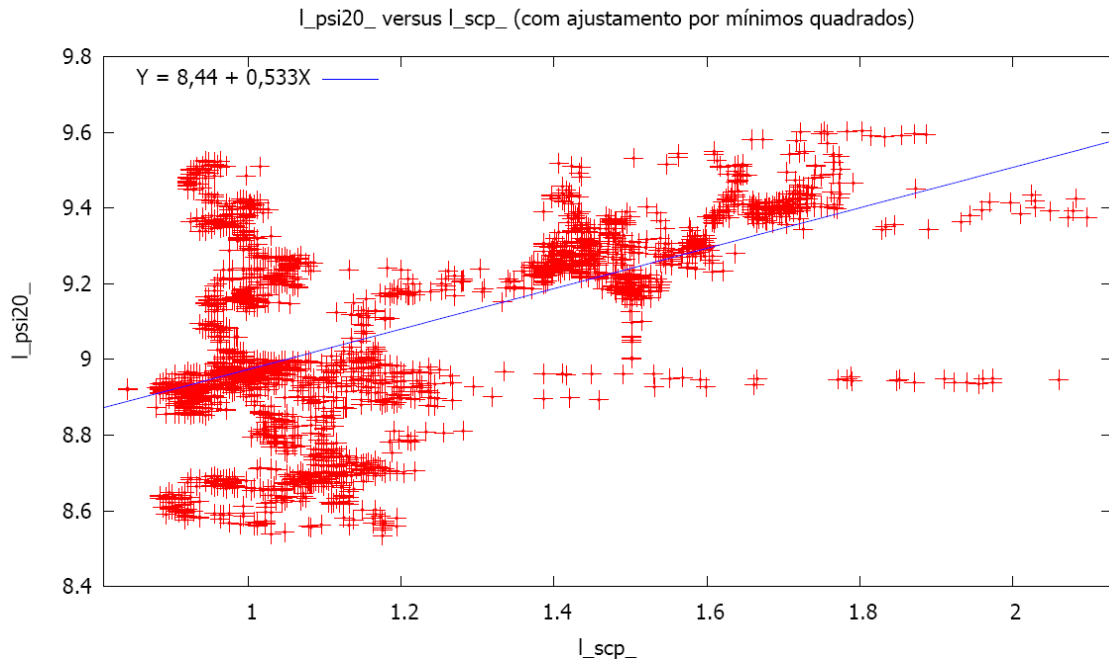
1. Ter chegado a acordo com o Manchester United FC, para a cedência a título definitivo dos direitos desportivos do jogador Luis Carlos Almeida da Cunha (Nani), pelo montante de 25,5 milhões de euros.
2. Que o Acordo de Transferência será celebrado logo que estejam concluídas as formalidades inerentes.

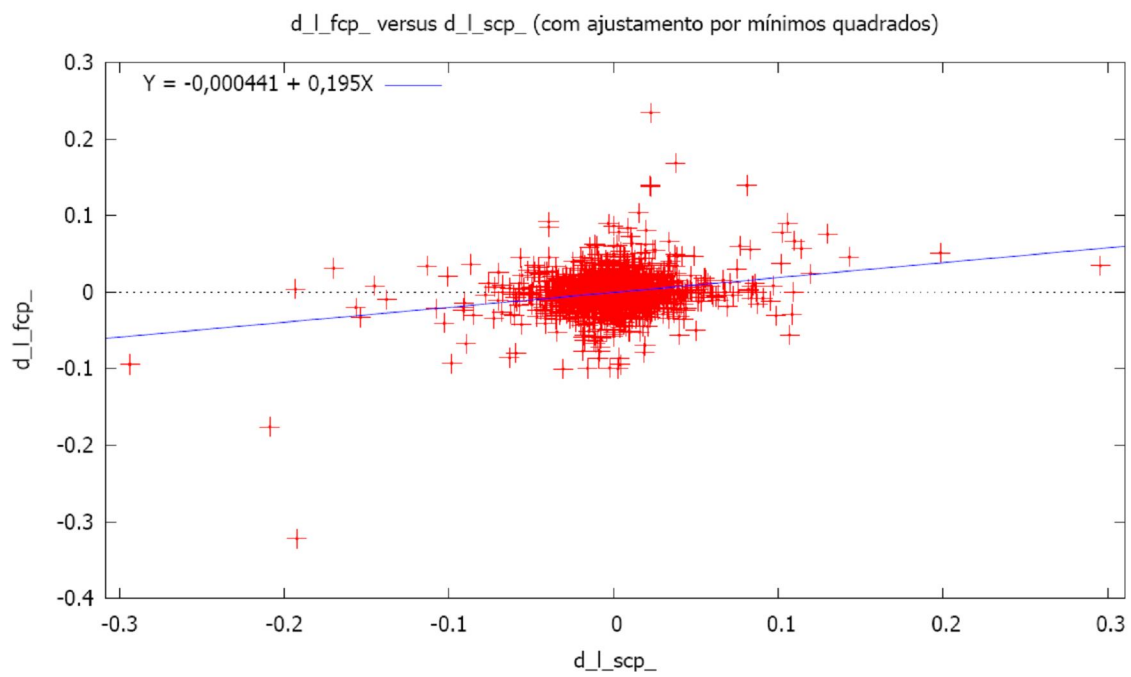
Lisboa, 30 de Maio de 2007

(Rui Bacelar Meireles)

### 6.3. ANEXO III – REPRESENTAÇÃO GRÁFICA DO SPORTING COM OUTRAS VARIÁVEIS







## 6.4. ANEXO IV – PRINCIPAIS CONTAS DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

	Market value	Book value	Market to book	Activo fixo	Activo circulante	Capital próprio	passivo
1_a98	5,16	3,924	1,315	40.119	14.982	27.471	27.666
2_a99	4,60	3,561	1,292	44.402	17.845	24.925	37.613
3_s00	4,04	1,846	2,188	41.721	18.300	12.924	48.674
4_a00	5,25	1,927	2,724	37.625	24.435	13.490	48.928
5_s01	4,38	0,491	8,928	45.717	15.345	3.434	60.012
6_a01	3,18	1,091	2,916	57.025	19.026	11.997	64.083
7_s02	2,73	-0,117	-23,370	53.735	18.484	-1.285	75.318
8_a02	3,09	-0,974	-3,173	55.297	23.389	-10.713	89.713
9_s03	2,92	-0,481	-6,074	45.102	29.490	-26.386	102.617
10_a03	2,71	-3,457	-0,784	43.254	28.285	-38.025	109.881
11_s04	2,80	-3,442	-0,813	42.728	35.459	-37.863	126.434
12_a04	2,47	-4,295	-0,575	32.509	39.283	-47.246	122.206
13_s05	2,58	-4,777	-0,540	26.695	45.212	-52.543	131.930
14_a05	2,51	1,615	1,554	16.978	69.553	33.924	56.068
15_s06	2,62	1,653	1,585	18.842	70.585	34.723	61.895
16_a06	2,70	1,630	1,656	18.984	73.073	34.236	66.703
17_s07	2,74	1,644	1,667	16.796	71.264	34.523	59.567
18_a07	2,56	2,320	1,104	21.043	87.228	48.716	64.996
	Prestação serviços	Custos pessoal	Resultados operacionais	Resultados financeiros	Resultados extraordin.	Resultados líquidos exercício	Cash flow
1_a98	8.333	11.012	-11.975	155	4.375	-7.445	2.818
2_a99	12.577	12.123	-19.528	-520	17.502	-2.546	11.333
3_s00	6.559	7.736	-11.435	-237	-329	-12.001	-4.650
4_a00	15.551	21.186	-28.008	-146	16.719	-11.435	3.573
5_s01	8.558	13.835	-9.687	-28	-341	-10.056	-1.442
6_a01	15.856	25.523	-25.373	-725	4.653	-21.445	-2.152
7_s02	10.237	12.326	-13.088	-710	516	-13.282	-5.123
8_a02	21.477	28.419	-32.627	-1.997	11.909	-22.715	-4.817
9_s03	9.564	12.348	-14.256	-1.242	-175	-15.673	-8.731
10_a03	17.607	22.992	-31.206	-2.703	6.612	-27.311	-10.375
11_s04	13.054	11.220	1.771	-1.362	-248	161	5.476
12_a04	23.668	20.513	-7.657	-1.976	425	-9.222	3.668
13_s05	12.793	9.355	-4.399	-973	76	-5.296	-578
14_a05	29.815	20.582	-8.401	-1.672	64.743	54.670	68.311
15_s06	13.672	8.715	2.226	-881	-545	800	5.394
16_a06	27.810	17.482	3.375	-1.614	-1.436	313	9.325
17_s07	16.864	8.382	1.624	-1.258	-79	287	3.909
18_a07	31.462	21.666	17.454	-2.342	-617	14.480	26.316

## 6.5. ANEXO V – UK FOOTBALL CLUBS ON THE STOCK MARKETS (1997 – 2007)

**UK Football Clubs on the UK Stock Markets, LSE, PLUS (Ofex), AIM - 1997 to 2007**

Club	Market	Float Date	Float Price	Aug-07	Aug-06	Aug-05	Aug-04	Aug-03	Aug-02	Aug-01	Aug-00	Aug-99	Aug-98	Aug-97
Aberdeen	AIM	Feb-00	150.00				De-Listed	55.00	105.00					
Arsenal	PLUS	Nov-95	£700	£6,950	£4,525	£4,500	£1,975	£1,600	£1,475	£1,700	£1,725	£2,600	£2,900	£2,800
Aston Villa	LSE	May-97	1100.00	544.00	540.00	393.50	312.50	167.50	113.50	158.00	157.50	600.00	677.50	895.50
Birmingham City	AIM	Mar-97	50.00	41.00	19.00	23.00	14.50	14.00	13.00	18.00	21.00			
Bradford City	OFEX	Nov-98	55.00						De-Listed	69.50	69.50			
Bolton Wanderers	AIM	Apr-97	52.00					De-Listed	2.75	7.75	5.25	15.50	21.50	35.00
Celtic	LSE	Sep-95	280.00	59.78	24.00	50.50	57.50	52.50	48.00	87.50		312.50	248.00	275.00
Charlton Athletic	AIM	Mar-97	80.00	42.00	38.00	29.00	21.00	18.50	16.50	26.00	21.50	43.50	52.50	51.50
Chelsea (Village)	AIM	Mar-96	55.00					De-Listed	15.00	33.00	25.00	83.00	71.00	118.00
Hearts	LSE			De-Listed	30.00	33.50	42.50	17.50	48.50					
QPR (Loftus Road)	AIM									De-Listed	11.25	16.50	11.00	52.50
Leeds Utd	LSE	Aug-96	19.00				De-Listed	5.25	5.00	10.25	10.25	24.50	14.75	25.25
Leicester City	LSE	Oct-97	93.00					De-Listed	7.75	45.00	27.50	41.50	34.50	110.00
Manchester City	OFEX	Oct-95	68.00	De-Listed	22.50	14.00	15.00	18.00	20.00	28.00	42.50			
Manchester Utd	LSE	Jun-91	385.00			De-Listed	273.50	267.00	103.50	130.00	135.75	228.50	226.00	163.00
Millwall	AIM	Oct-95	20.00	0.03	0.05	0.05	0.25	0.25	0.50	0.68	0.63	0.75	1.00	1.50
Newcastle Utd	LSE	Apr-97	135.00	100.00	61.00	57.50	41.00	34.00	20.50	28.50	31.50	76.00	92.00	127.50
Notts Forest	AIM	Oct-97	70.00						De-Listed	11.75	19.50	31.50	29.00	70.00
Preston NE	AIM	Oct-95	400.00	148.00	114.00	110.00	124.00	120.00	117.50	200.00	187.50	272.50	335.00	540.00
Rangers	PLUS			52.50	59.50	77.00	98.50	92.50	110.00	200.00	325.00	310.00	390.00	535.00
Sheffield Utd	AIM	Jan-97	60.00	15.25	15.00	9.50	9.25	9.00	5.00	8.75	6.25	17.00	30.00	49.50
Southampton	LSE	Jan-97	150.00	54.00	44.00	38.00	42.00	36.50	26.00	39.00	39.00	40.00	49.00	86.50
Sunderland	LSE	Dec-96	585.00				De-Listed	55.00	152.50	410.00	370.00	490.00	490.00	337.50
Tottenham H.	LSE	Oct-93	100.00	115.00	53.00	45.00	28.00	25.00	27.00	44.00	45.00	72.00	68.50	99.50
West Brom.	AIM	Jan-97	£280			De-Listed	£65	£52	£68	£78	£78	£105	£115	£160
Watford (Leisure)	AIM	Aug-01		32.00	32.00	45.00								

prices in pence unless otherwise stated.

## 6.6. ANEXO VI – AS CONTAS DA SPORTING SAD

m€	97_98	98_99	99_00	00_01	01_02	02_03	03_04	04_05	05_06	06_07
activo incorpóreo	39.446	42.483	35.669	51.892	45.663	36.914	27.209	16.695	18.894	14.466
activo corpóreo	513	519	874	821	679	359	300	183	90	77
d.d.t.m.l.prazo	160	1.400	1.082	4.312	8.955	5.981	5.000	100	0	6.500
activo fixo	40.119	44.402	37.625	57.025	55.297	43.254	32.509	16.978	18.984	21.043
activo circulante	14.980	17.123	24.303	16.002	22.937	24.057	35.789	69.090	72.942	86.190
dep.banc+caixa	2	722	132	3.024	452	4.228	3.494	463	131	1.038
acresc.diferiment	36	291	358	29	314	317	3.168	3.461	8.882	5.441
total activo	55.137	62.538	62.418	76.080	79.000	71.856	74.960	89.992	100.939	113.712
capital social	34.916	34.916	34.916	54.890	54.890	54.890	22.000	42.000	42.000	42.000
prémio emissão	0	0	0	0	0	0	0	6.500	6.500	6.500
reservas	0	0	0	0	5	5	5	5	2.740	2.756
resultados trans.	0	-7.445	-9.991	-21.448	-42.893	-65.609	-60.029	-69.251	-17.317	-17.020
res.liq.exercicio	-7.445	-2.546	-11.435	-21.445	-22.715	-27.311	-9.222	54.670	313	14.480
capital próprio	27.471	24.925	13.490	11.997	-10.713	-38.025	-47.246	33.924	34.236	48.716
provisões riscos	499	0	0	1.142	1.022	883	239	285	0	2.000
div.m.l.prazo	6.085	14.024	7.299	15.453	30.803	30.334	16.182	19.362	37.593	36.990
div.c.prazo	14.376	19.126	33.414	40.879	46.754	70.047	99.683	29.729	21.478	13.632
acresc.diferiment	6.706	4.463	8.215	6.609	11.134	8.617	6.102	6.692	7.632	12.374
total passivo	27.666	37.613	48.928	64.083	89.713	109.881	122.206	56.068	66.703	64.996
prestação serviços	8.333	12.577	15.551	15.856	21.477	17.607	23.668	29.815	27.810	31.462
custos pessoal	11.012	12.123	21.186	25.523	28.419	22.992	20.513	20.582	17.482	21.666
res.operacionais	-11.975	-19.528	-28.008	-25.373	-32.627	-31.206	-7.657	-8.401	3.375	17.454
res.financeiros	155	-520	-146	-725	-1.997	-2.703	-1.976	-1.672	-1.614	-2.342
res.extraordinár	4.375	17.502	16.719	4.653	11.909	6.612	425	64.743	-1.436	-617
res.antes impost	-7.445	-2.546	-11.435	-21.445	-22.715	-27.297	-9.208	54.670	325	14.495
cash flow	2.818	11.333	3.573	-2.152	-4.817	-10.375	3.668	68.311	9.325	26.316
acções										
	1ago-31jul	1ago-31jul	1ago-31jul	1ago-31jul	1ago-31jul	1ago-31jul	1ago-30jun	1jul-30jun	1jul-30jun	1jul-30jun
cat. A	1.314.100				1.929.073	1.929.309	1.929.499	3.429.864	3.429.926	3.430.010
cat. B	5.685.900				9.070.927	9.070.691	9.070.501	17.570.136	17.570.074	17.569.990
total acções	7.000.000	7.000.000	7.000.000	11.000.000	11.000.000	11.000.000	11.000.000	21.000.000	21.000.000	21.000.000
valor nominal	4,988	4,988	4,988	4,990	4,990	4,990	2,000	2,000	2,000	2,000
book value	3,924	3,561	1,927	1,091	-0,974	-3,457	-4,295	1,615	1,630	2,320
market value	5,16	4,60	5,25	3,18	3,09	2,71	2,47	2,51	2,70	2,56
market to book	1,31	1,29	2,72	2,92	-3,17	-0,78	-0,58	1,55	1,66	1,10

## 7. APÊNDICES

### 7.1. ANÁLISE OLS DOS LOGARITMOS DAS VARIÁVEIS SCP, FCP, ESF, SLB, VOL\_A E VOL\_B

Modelo 7.1.1: Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)				
Variável dependente: l_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	-0,747079	0,102634	-7,279	4,54e-013 ***
l_esf_	0,289990	0,0112108	25,87	2,90e-130 ***
l_fcp_	0,463947	0,0132654	34,97	1,00e-216 ***
l_psi20_	-0,00903492	0,0148044	-0,6103	0,5417
Média var. dependente		1,192956		
D.P. var. dependente		0,269283		
Soma resíd. quadrados		31,79020		
E.P. da regressão		0,115404		
R-quadrado		0,816567		
R-quadrado ajustado		0,816337		
F(3, 2387)		3541,978		
valor P(F)		0,000000		
Log. da verosimilhança		1772,247		
Critério de Akaike		-3536,494		
Critério de Schwarz		-3513,376		
Critério de Hannan-Quinn		-3528,082		
rho		0,975120		
Durbin-Watson		0,049560		
Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 176 (l_psi20_)				
Teste para ARCH de ordem 5 -				
Hipótese nula: o efeito ARCH não está presente				
Estatística de teste: LM = 2179,66				
com valor p = P(Chi-Square(5) > 2179,66) = 0				
Teste CUSUM para a estabilidade dos parâmetros -				
Hipótese nula: sem alterações nos parâmetros				
Estatística de teste: Harvey-Collier t(2386) = -4,24752				
com valor p = P(t(2386) > -4,24752) = 2,2444e-005				

Modelo 7.1.2: Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)				
Variável dependente: I_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	-0,807072	0,0294981	-27,36	1,34e-143 ***
I_esf_	0,285008	0,00768363	37,09	3,12e-238 ***
I_fcp_	0,466551	0,0125585	37,15	8,11e-239 ***
Média var. dependente		1,192956		
D.P. var. dependente		0,269283		
Soma resíd. quadrados		31,79516		
E.P. da regressão		0,115389		
R-quadrado		0,816538		
R-quadrado ajustado		0,816385		
F(2, 2388)		5314,177		
valor P(F)		0,000000		
Log. da verosimilhança		1772,061		
Critério de Akaike		-3538,121		
Critério de Schwarz		-3520,783		
Critério de Hannan-Quinn		-3531,812		
rho		0,975136		
Durbin-Watson		0,049566		
Teste para ARCH de ordem 5 -				
Hipótese nula: o efeito ARCH não está presente				
Estatística de teste: LM = 2180,38				
com valor p = P(Chi-Square(5) > 2180,38) = 0				
Teste CUSUM para a estabilidade dos parâmetros -				
Hipótese nula: sem alterações nos parâmetros				
Estatística de teste: Harvey-Collier t(2387) = 0,572927				
com valor p = P(t(2387) > 0,572927) = 0,566748				

Modelo 7.1.3: Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)				
Variável dependente: I_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	0,0726001	0,0133904	5,422	6,49e-08 ***
I_fcp_	0,702858	0,0106867	65,77	0,0000 ***
psi20_	3,04165e-05	1,32241e-06	23,00	6,54e-106 ***
Média var. dependente		1,192956		
D.P. var. dependente		0,269283		
Soma resíd. quadrados		41,02569		
E.P. da regressão		0,131072		
R-quadrado		0,763277		
R-quadrado ajustado		0,763079		
F(2, 2388)		3849,877		

valor P(F)	0,000000
Log. da verosimilhança	1467,346
Critério de Akaike	-2928,693
Critério de Schwarz	-2911,354
Critério de Hannan-Quinn	-2922,384
rho	0,978658
Durbin-Watson	0,043007
Teste para ARCH de ordem 5 -	
Hipótese nula: o efeito ARCH não está presente	
Estatística de teste: LM = 2194,09	
com valor p = P(Chi-Square(5) > 2194,09) = 0	
Teste CUSUM para a estabilidade dos parâmetros -	
Hipótese nula: sem alterações nos parâmetros	
Estatística de teste: Harvey-Collier t(2387) = -14,8466	
com valor p = P(t(2387) > -14,8466) = 9,25552e-048	

Modelo 7.1.4: Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)				
Variável dependente: l_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	-0,0921243	0,124076	-0,7425	0,4579
l_esf_	0,570321	0,00963750	59,18	0,0000 ***
l_psi20_	-0,175606	0,0172352	-10,19	6,80e-024 ***
Média var. dependente	1,192956			
D.P. var. dependente	0,269283			
Soma resíd. quadrados	48,08085			
E.P. da regressão	0,141896			
R-quadrado	0,722568			
R-quadrado ajustado	0,722336			
F(2, 2388)	3109,763			
valor P(F)	0,000000			
Log. da verosimilhança	1277,638			
Critério de Akaike	-2549,276			
Critério de Schwarz	-2531,938			
Critério de Hannan-Quinn	-2542,967			
rho	0,980955			
Durbin-Watson	0,035213			
Teste para ARCH de ordem 5 -				
Hipótese nula: o efeito ARCH não está presente				
Estatística de teste: LM = 2164,31				
com valor p = P(Chi-Square(5) > 2164,31) = 0				
Teste CUSUM para a estabilidade dos parâmetros -				
Hipótese nula: sem alterações nos parâmetros				
Estatística de teste: Harvey-Collier t(2387) = -10,126				
com valor p = P(t(2387) > -10,126) = 1,26171e-023				

Modelo 7.1.5: Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 07/05/22-07/07/31 (T = 51)				
Variável dependente: l_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	-3,86608	1,13931	-3,393	0,0014 ***
l_esf_	0,448143	0,183641	2,440	0,0186 **
l_fcp_	0,246696	0,154537	1,596	0,1173
l_psi20_	0,235978	0,136900	1,724	0,0915 *
l_slb_	0,0538141	0,0266508	2,019	0,0493 **
Média var. dependente		0,939898		
D.P. var. dependente		0,019376		
Soma resíd. quadrados		0,009905		
E.P. da regressão		0,014674		
R-quadrado		0,472343		
R-quadrado ajustado		0,426460		
F(4, 46)		10,29446		
valor P(F)		4,88e-06		
Log. da verosimilhança		145,5720		
Critério de Akaike		-281,1441		
Critério de Schwarz		-271,4849		
Critério de Hannan-Quinn		-277,4530		
rho		0,271707		
Durbin-Watson		1,445751		
Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 174 (l_fcp_)				
Teste para ARCH de ordem 5 -				
Hipótese nula: o efeito ARCH não está presente				
Estatística de teste: LM = 2,62323				
com valor p = P(Chi-Square(5) > 2,62323) = 0,757833				
Teste CUSUM para a estabilidade dos parâmetros -				
Hipótese nula: sem alterações nos parâmetros				
Estatística de teste: Harvey-Collier t(45) = 1,37171				
com valor p = P(t(45) > 1,37171) = 0,176955				

Modelo 7.1.6: Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 07/05/22-07/07/31 (T = 51)				
Variável dependente: l_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	-3,18610	1,07396	-2,967	0,0047 ***
l_esf_	0,501886	0,183478	2,735	0,0088 ***
l_psi20_	0,153921	0,128957	1,194	0,2386
l_slb_	0,0792656	0,0217047	3,652	0,0007 ***

Média var. dependente	0,939898
D.P. var. dependente	0,019376
Soma resíd. quadrados	0,010453
E.P. da regressão	0,014913
R-quadrado	0,443111
R-quadrado ajustado	0,407565
F(3, 47)	12,46582
valor P(F)	4,02e-06
Log. da verosimilhança	144,1971
Critério de Akaike	-280,3942
Critério de Schwarz	-272,6669
Critério de Hannan-Quinn	-277,4414
rho	0,194481
Durbin-Watson	1,605277

Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 176 (l\_psi20\_)

Teste para ARCH de ordem 5 -

Hipótese nula: o efeito ARCH não está presente

Estatística de teste: LM = 1,55253

com valor  $p = P(\text{Chi-Square}(5) > 1,55253) = 0,90693$

Teste CUSUM para a estabilidade dos parâmetros -

Hipótese nula: sem alterações nos parâmetros

Estatística de teste: Harvey-Collier  $t(46) = 2,13829$

com valor  $p = P(t(46) > 2,13829) = 0,0378377$

Modelo 7.1.7: Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 07/05/22-07/07/31 (T = 51)

Variável dependente: l\_scp\_

	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	-2,33353	0,805519	-2,897	0,0057 ***
l_esf_	0,617330	0,156602	3,942	0,0003 ***
l_slb_	0,0939729	0,0179468	5,236	3,59e-06 ***

Média var. dependente	0,939898
D.P. var. dependente	0,019376
Soma resíd. quadrados	0,010770
E.P. da regressão	0,014979
R-quadrado	0,426231
R-quadrado ajustado	0,402324
F(2, 48)	17,82869
valor P(F)	1,62e-06
Log. da verosimilhança	143,4356
Critério de Akaike	-280,8713
Critério de Schwarz	-275,0758
Critério de Hannan-Quinn	-278,6566
rho	0,222889
Durbin-Watson	1,537344

Teste para ARCH de ordem 5 -  
 Hipótese nula: o efeito ARCH não está presente  
 Estatística de teste: LM = 1,18401  
 com valor p = P(Chi-Square(5) > 1,18401) = 0,946402

Teste CUSUM para a estabilidade dos parâmetros -  
 Hipótese nula: sem alterações nos parâmetros  
 Estatística de teste: Harvey-Collier t(47) = 1,73021  
 com valor p = P(t(47) > 1,73021) = 0,0901551

Modelo 7.1.8: Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/03-07/07/31 (T = 2390)

Variável dependente: d\_l\_scp\_

	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	-0,000226366	0,000516852	-0,4380	0,6614
d_l_esf_	0,109225	0,0430550	2,537	0,0112 **
d_l_fcp_	0,275979	0,0240614	11,47	1,11e-029 ***
d_l_psi20_	0,0295983	0,0335447	0,8824	0,3777

Média var. dependente	-0,000391
D.P. var. dependente	0,026006
Soma resíd. quadrados	1,522110
E.P. da regressão	0,025257
R-quadrado	0,057913
R-quadrado ajustado	0,056728
F(3, 2386)	48,89150
valor P(F)	1,16e-30
Log. da verosimilhança	5402,684
Critério de Akaike	-10797,37
Critério de Schwarz	-10774,25
Critério de Hannan-Quinn	-10788,96
rho	-0,128100
Durbin-Watson	2,252792

Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 183 (d\_l\_psi20\_)

Modelo 7.1.9: Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/03-07/07/31 (T = 2390)

Variável dependente: d\_l\_scp\_

	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	-0,000224331	0,000516823	-0,4341	0,6643
d_l_esf_	0,112184	0,0429222	2,614	0,0090 ***
d_l_fcp_	0,277461	0,0240017	11,56	4,10e-030 ***

Média var. dependente	-0,000391
-----------------------	-----------

D.P. var. dependente	0,026006
Soma resíd. quadrados	1,522606
E.P. da regressão	0,025256
R-quadrado	0,057605
R-quadrado ajustado	0,056816
F(2, 2387)	72,95474
valor P(F)	1,77e-31
Log. da verosimilhança	5402,294
Critério de Akaike	-10798,59
Critério de Schwarz	-10781,25
Critério de Hannan-Quinn	-10792,28
rho	-0,127895
Durbin-Watson	2,252357

Modelo 7.1.10: Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/03-07/07/31 (T = 2390)

Variável dependente: l\_scp\_

	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	-0,0232946	0,0232564	-1,002	0,3166
l_esf_	0,00739774	0,00284635	2,599	0,0094 ***
l_fcp_	0,0104121	0,00366297	2,843	0,0045 ***
l_psi20_	0,000410680	0,00331978	0,1237	0,9016
l_scp_1	0,974278	0,00458512	212,5	0,0000 ***

Média var. dependente	1,192672
D.P. var. dependente	0,268979
Soma resíd. quadrados	1,594242
E.P. da regressão	0,025854
R-quadrado	0,990776
R-quadrado ajustado	0,990761
F(4, 2385)	64047,72
valor P(F)	0,000000
Log. da verosimilhança	5347,354
Critério de Akaike	-10684,71
Critério de Schwarz	-10655,81
Critério de Hannan-Quinn	-10674,19
rho	-0,076511
h de Durbin	-3,837263

Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 151 (l\_psi20\_)

## 7.2. ANÁLISE OLS DOS LOGARITMOS DOS VOL\_A E VOL\_B

Modelo 7.2.1: Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2270)				
Observações omissas ou incompletas foram ignoradas: 121				
Variável dependente: l_sc_p_				
Omitido devido a colinearidade exacta: l_vol_b				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	0,00133366	0,00330537	0,4035	0,6866
l_vol_a	0,000827026	0,000336968	2,454	0,0142 **
l_sc_p_1	0,993573	0,00207972	477,7	0,0000 ***
Média var. dependente	1,190250			
D.P. var. dependente	0,268371			
Soma resíd. quadrados	1,582672			
E.P. da regressão	0,026422			
R-quadrado	0,990315			
R-quadrado ajustado	0,990307			
F(2, 2267)	115906,7			
valor P(F)	0,000000			
Log. da verosimilhança	5028,667			
Critério de Akaike	-10051,33			
Critério de Schwarz	-10034,15			
Critério de Hannan-Quinn	-10045,06			

### 7.3. ANÁLISE OLS DAS CONTAS DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Modelo 7.3.1: Modelo 1: Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-18				
Variável dependente: mv				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	10,2428	3,85436	2,657	0,0565 *
bv	0,484245	0,265855	1,821	0,1426
mtb	-0,0105422	0,0373568	-0,2822	0,7918
ac_f	-0,000261955	0,000169548	-1,545	0,1972
ac_c	-0,000221462	0,000143062	-1,548	0,1965
c_pro	0,000108210	0,000111327	0,9720	0,3861
pass	0,000123311	0,000111718	1,104	0,3316
p_serv	-8,65546e-05	0,000111858	-0,7738	0,4822
c_ress	0,000171928	0,000122381	1,405	0,2328
r_ope	-0,0465515	0,0797555	-0,5837	0,5908
r_fin	-0,0470965	0,0803841	-0,5859	0,5894
r_extr	-0,0466014	0,0798025	-0,5840	0,5906
r_l_xer	0,0465694	0,0797167	0,5842	0,5905
c_flow	1,93844e-05	0,000134371	0,1443	0,8923
Atenção: matriz de dados quase singular!				
Média var. dependente		3,280000		
D.P. var. dependente		0,948677		
Soma resíd. quadrados		0,962010		
E.P. da regressão		0,490410		
R-quadrado		0,937123		
R-quadrado ajustado		0,732772		
F(13, 4)		4,585846		
valor P(F)		0,076374		
Log. da verosimilhança		0,821031		
Critério de Akaike		26,35794		
Critério de Schwarz		38,82314		
Critério de Hannan-Quinn		28,07672		
Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 14 (c_flow)				

Modelo 7.3.2: Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-18				
Variável dependente: mv				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	7,24547	1,04190	6,954	2,41e-05 ***
bv	0,434352	0,193227	2,248	0,0461 **
ac_f	-0,000190344	6,36341e-05	-2,991	0,0123 **
ac_c	-0,000183266	6,43650e-05	-2,847	0,0159 **
c_pro	0,000100248	5,57681e-05	1,798	0,0997 *
pass	0,000116532	5,70778e-05	2,042	0,0659 *
c_pess	5,68187e-05	2,28966e-05	2,482	0,0305 **
Média var. dependente		3,280000		
D.P. var. dependente		0,948677		
Soma resíd. quadrados		1,570604		
E.P. da regressão		0,377865		
R-quadrado		0,897345		
R-quadrado ajustado		0,841351		
F(6, 11)		16,02580		
valor P(F)		0,000074		
Log. da verosimilhança		-3,590693		
Critério de Akaike		21,18139		
Critério de Schwarz		27,41399		
Critério de Hannan-Quinn		22,04078		

## 7.4. EVOLUÇÃO DA ANÁLISE OLS DAS CONTAS DAS D.F.

Movimento	Variável	Valor p	Variáveis com 1*	Variáveis com 2*	Variáveis com 3*
1º	C_flow	0,8923	Constante	---	---
2º	Mtb	0,7976	Bv	Constante	---
3º	R_ope	0,5325	Bv; ac_c; c_pess	Ac_f	Constante
4º	R_fin	0,6748	Bv; ac_c; c_pess	Ac_f	Constante
5º	R_l_exer	0,4133	---	Bv; ac_f; ac_c; c_pess	Constante
6º	P_serv	0,3935	C_pro; pass	Bv; ac_c; c_pess	Constante; ac_f
7º	R_extr	0,1692	Pass	Bv; ac_f; ac_c; c_pess	Constante

## 7.5. ANÁLISE OLS DAS OUTRAS VARIÁVEIS (NÃO FINANCEIRAS)

Modelo 7.5.1: Vertente Desportiva - Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)				
Variável dependente: l_scp_				
Omitido devido a colinearidade exacta: 7_cl 12_3				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	1,11286	0,0102800	108,3	0,0000 ***
1_v	-0,0758522	0,178513	-0,4249	0,6709
1_e	-0,00475436	0,148471	-0,03202	0,9745
1_d	0,0289766	0,173569	0,1669	0,8674
2_v	-0,0382088	0,168550	-0,2267	0,8207
2_e	-0,131415	0,162406	-0,8092	0,4185
2_d	0,272360	0,158871	1,714	0,0866 *
3_v	0,00993442	0,170210	0,05837	0,9535
3_e	-0,123938	0,163579	-0,7577	0,4487
3_d	0,228288	0,163785	1,394	0,1635
4_v	-0,0519750	0,172409	-0,3015	0,7631
4_e	-0,0710379	0,174501	-0,4071	0,6840
4_d	0,216051	0,179101	1,206	0,2278
5_v	-0,0458395	0,178582	-0,2567	0,7974
5_e	0,0775026	0,200697	0,3862	0,6994
5_d	0,0418020	0,296505	0,1410	0,8879
6_v	-0,185763	0,182245	-1,019	0,3082
6_e	0,151862	0,200810	0,7562	0,4496
6_d	0,252415	0,181666	1,389	0,1648
7_v	-0,264266	0,217032	-1,218	0,2235
7_e	0,215019	0,160578	1,339	0,1807
7_d	0,159457	0,185955	0,8575	0,3913
a_v	0,126690	0,165119	0,7673	0,4430
a_e	0,0929695	0,142970	0,6503	0,5156
a_d	-0,143947	0,149015	-0,9660	0,3341
b_v	0,0623659	0,169052	0,3689	0,7122
b_e	0,236544	0,166035	1,425	0,1544
b_d	-0,291631	0,151311	-1,927	0,0541 *
c_v	0,152438	0,170275	0,8952	0,3707
c_e	0,278531	0,190047	1,466	0,1429
c_d	-0,00938501	0,162966	-0,05759	0,9541
d_v	0,0668912	0,180758	0,3701	0,7114
d_e	0,0479700	0,198437	0,2417	0,8090

## Sociedades Anónimas Desportivas e Mercado de Capitais: Análise de Uma Década

d_d	-0,295591	0,302048	-0,9786	0,3279
bf_v	-0,0116194	0,198752	-0,05846	0,9534
bf_e	0,151135	0,185970	0,8127	0,4165
bf_d	0,0825040	0,172181	0,4792	0,6319
pt_v	0,328099	0,235849	1,391	0,1643
pt_e	-0,0811490	0,243721	-0,3330	0,7392
pt_d	-0,249134	0,216538	-1,151	0,2500
tp_v	-0,0489781	0,0481911	-1,016	0,3096
tp_e	0,107937	0,146188	0,7383	0,4604
tp_d	0,0486825	0,188364	0,2584	0,7961
st_v	-0,159281	0,178801	-0,8908	0,3731
st_e	0,311755	0,178834	1,743	0,0814 *
lc_v	-0,133859	0,252700	-0,5297	0,5964
lc_e	0,119395	0,117081	1,020	0,3079
lc_d	0,121971	0,0917034	1,330	0,1836
tu_v	-0,113813	0,0623743	-1,825	0,0682 *
tu_e	-0,178957	0,122764	-1,458	0,1450
tu_d	-0,0639497	0,0876520	-0,7296	0,4657
1_cl	0,0822539	0,0125265	6,566	6,35e-011 ***
2_cl	0,0370258	0,0204320	1,812	0,0701 *
3_cl	0,0816443	0,0527459	1,548	0,1218
4_cl	-0,0897499	0,0426250	-2,106	0,0353 **
6_cl	0,297803	0,0175868	16,93	1,01e-060 ***
man_	-0,0532884	0,0299967	-1,776	0,0758 *
mel_	-0,0499963	0,0491802	-1,017	0,3095
pio_	-0,0920208	0,0615626	-1,495	0,1351
sm_v	-0,0508654	0,0639057	-0,7959	0,4261
sm_e	-0,0889470	0,113453	-0,7840	0,4331
se_v	0,0997802	0,0731879	1,363	0,1729
se_e	0,0481806	0,126539	0,3808	0,7034
se_d	0,124094	0,178724	0,6943	0,4875
sf_v	-0,0473599	0,0678783	-0,6977	0,4854
sf_d	-0,147905	0,0957677	-1,544	0,1226
sp_v	-0,0169990	0,0490017	-0,3469	0,7287
sp_e	0,0161781	0,0718857	0,2251	0,8220
sp_d	-0,0309414	0,0895242	-0,3456	0,7297
12_1	0,273434	0,195357	1,400	0,1617
12_2	-0,161780	0,184951	-0,8747	0,3818
13_1	-0,185548	0,120276	-1,543	0,1230
13_2	-0,0225554	0,189310	-0,1191	0,9052
13_4	-0,121667	0,148417	-0,8198	0,4124
13_5	0,0868633	0,116869	0,7433	0,4574
14_1	-0,0378092	0,0801156	-0,4719	0,6370
15_1	0,0322231	0,146018	0,2207	0,8254
16_1	0,310247	0,252783	1,227	0,2198

## Sociedades Anónimas Desportivas e Mercado de Capitais: Análise de Uma Década

16_2	-0,315489	0,252700	-1,248	0,2120
17_1	0,232461	0,123395	1,884	0,0597 *
18_1	0,472810	0,276808	1,708	0,0878 *
19_1	-0,235091	0,253007	-0,9292	0,3529

Média var. dependente	1,192956
D.P. var. dependente	0,269283
Soma resíd. quadrados	147,2991
E.P. da regressão	0,252574
R-quadrado	0,150068
R-quadrado ajustado	0,120252
F(81, 2309)	5,033191
valor P(F)	1,52e-40
Log. da verosimilhança	-60,82160
Critério de Akaike	285,6432
Critério de Schwarz	759,5595
Critério de Hannan-Quinn	458,0872
rho	0,955452
Durbin-Watson	0,086158

Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 3 (1\_e)

Modelo 7.5.2: Vertente Desportiva - Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)

Variável dependente: l\_scp\_

	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	1,16370	0,00567092	205,2	0,0000 ***
5_e	0,271086	0,103821	2,611	0,0091 ***
b_d	-0,153284	0,0735217	-2,085	0,0372 **
tu_v	-0,105177	0,0618471	-1,701	0,0891 *
4_cl	-0,150153	0,0410546	-3,657	0,0003 ***
6_cl	0,246382	0,0154970	15,90	3,57e-054 ***
12_1	0,469944	0,180132	2,609	0,0091 ***

Média var. dependente	1,192956
D.P. var. dependente	0,269283
Soma resíd. quadrados	153,7190
E.P. da regressão	0,253928
R-quadrado	0,113025
R-quadrado ajustado	0,110793
F(6, 2384)	50,63116
valor P(F)	7,50e-59
Log. da verosimilhança	-111,8225
Critério de Akaike	237,6450
Critério de Schwarz	278,1013
Critério de Hannan-Quinn	252,3658
rho	0,982044
Durbin-Watson	0,032950

Modelo 7.5.3: Vertente Recursos Humanos - Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)				
Variável dependente: l_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	1,19204	0,00580459	205,4	0,0000 ***
cj_1	0,00510257	0,0634148	0,08046	0,9359
cj_2	0,0545257	0,0566457	0,9626	0,3359
cj_3	0,127546	0,0648961	1,965	0,0495 **
cj_4	0,334921	0,198990	1,683	0,0925 *
cj_5	0,158454	0,206582	0,7670	0,4431
ce_1	-0,0895119	0,110631	-0,8091	0,4185
ce_2	-0,00276701	0,0632628	-0,04374	0,9651
vj_1	-0,0500462	0,0402917	-1,242	0,2143
vj_2	-0,0522463	0,0814267	-0,6416	0,5212
vj_3	-0,114015	0,0908749	-1,255	0,2097
vj_4	-0,0897590	0,192624	-0,4660	0,6413
vj_5	0,0889888	0,0853504	1,043	0,2972
ve_1	-0,0759523	0,0456750	-1,663	0,0965 *
ve_2	0,207932	0,0724939	2,868	0,0042 ***
tj_1	-0,150169	0,145503	-1,032	0,3021
pre_1	0,0688192	0,125436	0,5486	0,5833
pre_2	0,0994424	0,143742	0,6918	0,4891
dir_1	-0,000556183	0,0768687	-0,007235	0,9942
dir_2	-0,0167461	0,0613178	-0,2731	0,7848
trei_1	-0,00197647	0,0803566	-0,02460	0,9804
trei_2	-0,0837131	0,106679	-0,7847	0,4327
eta_1	0,162020	0,0640601	2,529	0,0115 **
eta_2	0,0709426	0,0955601	0,7424	0,4579
ij_1	-0,0552016	0,0521376	-1,059	0,2898
Média var. dependente		1,192956		
D.P. var. dependente		0,269283		
Soma resíd. quadrados		170,7835		
E.P. da regressão		0,268668		
R-quadrado		0,014561		
R-quadrado ajustado		0,004565		
F(24, 2366)		1,456673		
valor P(F)		0,070422		
Log. da verosimilhança		-237,6733		
Critério de Akaike		525,3467		
Critério de Schwarz		669,8334		
Critério de Hannan-Quinn		577,9211		
rho		0,979627		
Durbin-Watson		0,038386		
Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 102 (dir_1)				

Modelo 7.5.4: Vertente Recursos Humanos - Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)				
Variável dependente: l_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	1,19067	0,00558495	213,2	0,0000 ***
cj_3	0,114791	0,0634688	1,809	0,0706 *
cj_4	0,321694	0,189750	1,695	0,0901 *
ve_1	-0,0858339	0,0451974	-1,899	0,0577 *
ve_2	0,209834	0,0721354	2,909	0,0037 ***
eta_1	0,161655	0,0634688	2,547	0,0109 **
Média var. dependente		1,192956		
D.P. var. dependente		0,269283		
Soma resíd. quadrados		171,5953		
E.P. da regressão		0,268231		
R-quadrado		0,009876		
R-quadrado ajustado		0,007801		
F(5, 2385)		4,758039		
valor P(F)		0,000249		
Log. da verosimilhança		-243,3429		
Critério de Akaike		498,6859		
Critério de Schwarz		533,3627		
Critério de Hannan-Quinn		511,3037		
rho		0,984111		
Durbin-Watson		0,029416		

Modelo 7.5.5: Vertente Imobilizado - Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)				
Variável dependente: l_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	1,19226	0,00553123	215,6	0,0000 ***
ie_1	0,297948	0,134666	2,212	0,0270 **
ie_2	0,0265848	0,155466	0,1710	0,8642
ac_1	0,0446295	0,134666	0,3314	0,7404
oi_1	-0,215321	0,190366	-1,131	0,2581
oi_2	0,124873	0,134666	0,9273	0,3539
oi_3	-0,178594	0,155466	-1,149	0,2508
ieq_1	0,449268	0,380571	1,181	0,2379
ieq_2	-0,206444	0,269161	-0,7670	0,4432
eo_1	0,444792	0,269161	1,653	0,0986 *
i_1	0,199021	0,269161	0,7394	0,4597
Média var. dependente		1,192956		
D.P. var. dependente		0,269283		
Soma resíd. quadrados		172,3531		
E.P. da regressão		0,269105		

R-quadrado	0,005504
R-quadrado ajustado	0,001325
F(10, 2380)	1,317148
valor P(F)	0,215014
Log. da verosimilhança	-248,6109
Critério de Akaike	519,2219
Critério de Schwarz	582,7960
Critério de Hannan-Quinn	542,3546
rho	0,988473
Durbin-Watson	0,020723

Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 110 (ie\_2)

Modelo 7.5.6: Vertente Imobilizado - Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)				
Variável dependente: l_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	1,19227	0,00550634	216,5	0,0000 ***
ie_1	0,297937	0,134596	2,214	0,0270 **
eo_1	0,444781	0,269023	1,653	0,0984 *
Média var. dependente	1,192956			
D.P. var. dependente	0,269283			
Soma resíd. quadrados	172,7552			
E.P. da regressão	0,268967			
R-quadrado	0,003184			
R-quadrado ajustado	0,002349			
F(2, 2388)	3,813608			
valor P(F)	0,022203			
Log. da verosimilhança	-251,3966			
Critério de Akaike	508,7931			
Critério de Schwarz	526,1315			
Critério de Hannan-Quinn	515,1021			
rho	0,990909			
Durbin-Watson	0,015858			

Modelo 7.5.7: Vertente Prestação de Contas - Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)				
Variável dependente: l_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	1,19452	0,00555592	215,0	0,0000 ***
pc_3	-0,122390	0,101928	-1,201	0,2300
pc_4	-0,170357	0,101928	-1,671	0,0948 *
pc_5	-0,169894	0,120552	-1,409	0,1589
orc_1	-0,0225747	0,134753	-0,1675	0,8670
if_1	-0,0111770	0,0748901	-0,1492	0,8814
if_2	-0,0767118	0,134753	-0,5693	0,5692
eob_1	-0,146492	0,190488	-0,7690	0,4419
Média var. dependente		1,192956		
D.P. var. dependente		0,269283		
Soma resíd. quadrados		172,7904		
E.P. da regressão		0,269276		
R-quadrado		0,002981		
R-quadrado ajustado		0,000052		
F(7, 2383)		1,017826		
valor P(F)		0,416329		
Log. da verosimilhança		-251,6399		
Critério de Akaike		519,2797		
Critério de Schwarz		565,5155		
Critério de Hannan-Quinn		536,1035		
rho		0,991427		
Durbin-Watson		0,014847		
Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 123 (if_1)				

Modelo 7.5.8: Vertente Prestação de Contas - Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)				
Variável dependente: l_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	1,19345	0,00551310	216,5	0,0000 ***
pc_4	-0,169291	0,101891	-1,661	0,0967 *
Média var. dependente		1,192956		
D.P. var. dependente		0,269283		
Soma resíd. quadrados		173,1070		
E.P. da regressão		0,269184		
R-quadrado		0,001154		
R-quadrado ajustado		0,000736		
F(1, 2389)		2,760530		
valor P(F)		0,096747		
Log. da verosimilhança		-253,8283		
Critério de Akaike		511,6565		

Critério de Schwarz	523,2154
Critério de Hannan-Quinn	515,8625
rho	0,993133
Durbin-Watson	0,011430

Modelo 7.5.9: Vertente Sociedade - Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)				
Variável dependente: l_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	1,19374	0,00553559	215,6	0,0000 ***
ag_1	-0,199478	0,110006	-1,813	0,0699 *
rs_1	-0,0851989	0,134672	-0,6326	0,5270
eg_1	0,0599226	0,193568	0,3096	0,7569
eg_2	0,337020	0,190374	1,770	0,0768 *
cp_1	-0,0752914	0,0708752	-1,062	0,2882
Média var. dependente	1,192956			
D.P. var. dependente	0,269283			
Soma resíd. quadrados	172,7303			
E.P. da regressão	0,269116			
R-quadrado	0,003327			
R-quadrado ajustado	0,001238			
F(5, 2385)	1,592499			
valor P(F)	0,158776			
Log. da verosimilhança	-251,2243			
Critério de Akaike	514,4485			
Critério de Schwarz	549,1253			
Critério de Hannan-Quinn	527,0664			
rho	0,990895			
Durbin-Watson	0,015902			
Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 128 (eg_1)				

Modelo 7.5.10: Vertente Sociedade - Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)				
Variável dependente: l_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	1,19317	0,00551119	216,5	0,0000 ***
ag_1	-0,198911	0,109971	-1,809	0,0706 *
eg_2	0,337587	0,190316	1,774	0,0762 *
Média var. dependente	1,192956			
D.P. var. dependente	0,269283			
Soma resíd. quadrados	172,8418			
E.P. da regressão	0,269034			
R-quadrado	0,002684			

R-quadrado ajustado	0,001849
F(2, 2388)	3,213710
valor P(F)	0,040381
Log. da verosimilhança	-251,9955
Critério de Akaike	509,9909
Critério de Schwarz	527,3293
Critério de Hannan-Quinn	516,2998
rho	0,991504
Durbin-Watson	0,014680

Modelo 7.5.11: Outras Vertentes - Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)				
Variável dependente: l_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	1,19388	0,00552784	216,0	0,0000 ***
cg_1	-0,280293	0,155469	-1,803	0,0715 *
pg_1	-0,225974	0,110003	-2,054	0,0401 **
opa_1	-0,208508	0,190370	-1,095	0,2735
crc_1	0,201127	0,269167	0,7472	0,4550
va_1	0,0604291	0,101864	0,5932	0,5531
ns_1	-0,0276083	0,269167	-0,1026	0,9183
ct_1	-0,189578	0,269167	-0,7043	0,4813
Média var. dependente	1,192956			
D.P. var. dependente	0,269283			
Soma resíd. quadrados	172,5773			
E.P. da regressão	0,269110			
R-quadrado	0,004210			
R-quadrado ajustado	0,001285			
F(7, 2383)	1,439432			
valor P(F)	0,184902			
Log. da verosimilhança	-250,1646			
Critério de Akaike	516,3292			
Critério de Schwarz	562,5650			
Critério de Hannan-Quinn	533,1530			
rho	0,989799			
Durbin-Watson	0,018092			
Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 136 (ns_1)				

Modelo 7.5.12: Outras Vertentes - Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)				
Variável dependente: l_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	1,19388	0,00551115	216,6	0,0000 ***
cg_1	-0,280288	0,155391	-1,804	0,0714 *

## Sociedades Anónimas Desportivas e Mercado de Capitais: Análise de Uma Década

pg_1	-0,225970	0,109947	-2,055	0,0400 **
Média var. dependente		1,192956		
D.P. var. dependente		0,269283		
Soma resíd. quadrados		172,7669		
E.P. da regressão		0,268976		
R-quadrado		0,003116		
R-quadrado ajustado		0,002281		
F(2, 2388)		3,732245		
valor P(F)		0,024079		
Log. da verosimilhança		-251,4778		
Critério de Akaike		508,9555		
Critério de Schwarz		526,2939		
Critério de Hannan-Quinn		515,2645		
rho		0,991088		
Durbin-Watson		0,015519		

Modelo 7.5.13: Várias Vertentes - Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)

Variável dependente: l\_scp\_

	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	1,16293	0,00574244	202,5	0,0000 ***
5_e	0,271858	0,103128	2,636	0,0084 ***
b_d	-0,130517	0,0739502	-1,765	0,0777 *
tu_v	-0,104405	0,0614410	-1,699	0,0894 *
4_cl	-0,151077	0,0409001	-3,694	0,0002 ***
6_cl	0,243295	0,0154474	15,75	3,12e-053 ***
12_1	0,455744	0,181306	2,514	0,0120 **
cj_3	0,0361157	0,0605642	0,5963	0,5510
cj_4	0,349437	0,178438	1,958	0,0503 *
ve_1	-0,0760605	0,0432933	-1,757	0,0791 *
ve_2	0,175191	0,0683504	2,563	0,0104 **
eta_1	0,148848	0,0596918	2,494	0,0127 **
ie_1	0,327282	0,126240	2,593	0,0096 ***
eo_1	0,550186	0,255858	2,150	0,0316 **
pc_4	-0,154877	0,0960258	-1,613	0,1069
ag_1	-0,109056	0,104229	-1,046	0,2955
eg_2	0,367833	0,178438	2,061	0,0394 **
cg_1	-0,249341	0,145732	-1,711	0,0872 *
pg_1	-0,211544	0,103876	-2,037	0,0418 **
Média var. dependente		1,192956		
D.P. var. dependente		0,269283		
Soma resíd. quadrados		150,8932		
E.P. da regressão		0,252219		
R-quadrado		0,129330		
R-quadrado ajustado		0,122723		

F(18, 2372)	19,57436
valor P(F)	3,80e-59
Log. da verosimilhança	-89,64148
Critério de Akaike	217,2830
Critério de Schwarz	327,0928
Critério de Hannan-Quinn	257,2395
rho	0,963599
Durbin-Watson	0,069764

Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 87 (cj\_3)

Modelo 7.5.14: Várias Vertentes - Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)				
Variável dependente: l_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	1,16258	0,00572326	203,1	0,0000 ***
5_e	0,272208	0,103149	2,639	0,0084 ***
b_d	-0,152162	0,0730494	-2,083	0,0374 **
tu_v	-0,104055	0,0614522	-1,693	0,0905 *
4_cl	-0,153542	0,0408289	-3,761	0,0002 ***
6_cl	0,243732	0,0154374	15,79	1,78e-053 ***
12_1	0,473715	0,178963	2,647	0,0082 ***
cj_4	0,349787	0,178476	1,960	0,0501 *
ve_1	-0,0789132	0,0432050	-1,826	0,0679 *
ve_2	0,175918	0,0683597	2,573	0,0101 **
eta_1	0,149125	0,0597019	2,498	0,0126 **
ie_1	0,327631	0,126266	2,595	0,0095 ***
eo_1	0,553389	0,255895	2,163	0,0307 **
eg_2	0,368183	0,178476	2,063	0,0392 **
cg_1	-0,248991	0,145762	-1,708	0,0877 *
pg_1	-0,210840	0,103896	-2,029	0,0425 **
Média var. dependente	1,192956			
D.P. var. dependente	0,269283			
Soma resíd. quadrados	151,1486			
E.P. da regressão	0,252273			
R-quadrado	0,127856			
R-quadrado ajustado	0,122348			
F(15, 2375)	23,21167			
valor P(F)	2,40e-60			
Log. da verosimilhança	-91,66323			
Critério de Akaike	215,3265			
Critério de Schwarz	307,7979			
Critério de Hannan-Quinn	248,9741			
rho	0,964956			
Durbin-Watson	0,067050			

Modelo 7.5.15: Várias Variáveis – Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 98/06/02-07/07/31 (T = 2391)				
Variável dependente: l_scp_				
	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	1,16130	0,00569853	203,8	0,0000 ***
5_e	0,273489	0,103229	2,649	0,0081 ***
b_d	-0,150880	0,0731049	-2,064	0,0391 **
4_cl	-0,152274	0,0408572	-3,727	0,0002 ***
6_cl	0,244988	0,0154392	15,87	5,65e-054 ***
12_1	0,473741	0,179104	2,645	0,0082 ***
cj_4	0,351068	0,178616	1,965	0,0495 **
ve_1	-0,0777609	0,0432361	-1,799	0,0722 *
ve_2	0,176424	0,0684134	2,579	0,0100 ***
eta_1	0,150198	0,0597472	2,514	0,0120 **
ie_1	0,328913	0,126365	2,603	0,0093 ***
eo_1	0,553518	0,256097	2,161	0,0308 **
eg_2	0,369464	0,178616	2,068	0,0387 **
pg_1	-0,209834	0,103978	-2,018	0,0437 **
Média var. dependente		1,192956		
D.P. var. dependente		0,269283		
Soma resíd. quadrados		151,5154		
E.P. da regressão		0,252472		
R-quadrado		0,125740		
R-quadrado ajustado		0,120958		
F(13, 2377)		26,29766		
valor P(F)		1,45e-60		
Log. da verosimilhança		-94,56115		
Critério de Akaike		217,1223		
Critério de Schwarz		298,0348		
Critério de Hannan-Quinn		246,5640		
rho		0,967326		
Durbin-Watson		0,062303		

## 7.6. EVOLUÇÃO DA ANÁLISE OLS DAS NÃO FINANCEIRAS

Movimento	Variável	n.s.	n.s. < 1%	1% ≤ n.s. < 5%	5% ≤ n.s. < 10%
<b>Vertente Desportiva</b>	<b>83 variáveis</b>				
1°	1_e C_d 3_v	0,9745 0,9541 0,9535	2_d; b_d; st_e; tu_v; 2_cl; man_; 17_1; 18_1	4_cl	Constante; 1_cl; 6_cl
2°	Bf_v 13_2 5_d	0,9848 0,9051 0,9006	4_d; 7_v; pt_v; st_e; tu_v; 2_cl; man_; 17_1; 18_1	2_d; 3_d; a_v; 4_cl	Constante; b_d; c_v; 1_cl; 6_cl
3°	1_d Sp_e 15_1	0,8809 0,8374 0,8252	4_d; pt_v; st_e; tu_v; 2_cl; man_; 17_1; 18_1	2_d; 3_d; 7_v; a_v; 4_cl	Constante; b_d; c_v; 1_cl; 6_cl
4°	D_e Tp_d Pt_e	0,8061 0,7602 0,7360	4_d; pt_v; st_e; tu_v; 2_cl; man_; 17_1; 18_1	2_d; 3_d; 7_v; a_v; 4_cl	Constante; b_d; c_v; 1_cl; 6_cl
5°	Sp_d Sp_v Se_e	0,7265 0,7225 0,7042	4_d; c_e; pt_v; st_e; tu_v; 2_cl; man_; 17_1; 18_1	2_d; 3_d; 7_v; a_v; b_e; 4_cl	Constante; b_d; c_v; 1_cl; 6_cl
6°	4_e 14_1	0,6643 0,6356	4_d; c_e; pt_v; st_e; tu_v; 2_cl; man_;	2_d; 3_d; 7_v; a_v; b_e; 4_cl	Constante; b_d; c_v; 1_cl; 6_cl

	Lc_v	0,5949	17_1; 18_1		
7°	A_e	0,4895	4_d; c_e; pt_v; st_e; tu_v; 2_cl; 17_1; 18_1	2_d; 3_d; 7_v; b_e; 4_cl; man_	Constante; a_v; b_d; c_v; 1_cl; 6_cl
	Sf_v	0,4870			
	Se_d	0,4853			
8°	3_e	0,5609	4_d; c_e; pt_v; st_e; tu_v; 2_cl; man_; 17_1; 18_1	2_d; 3_d; 7_v; a_v; b_e; 4_cl	Constante; b_d; c_v; 1_cl; 6_cl
	Tu_d	0,4656			
	13_5	0,4556			
9°	2_e	0,5164	4_d; pt_v; st_e; tu_v; 2_cl; 17_1; 18_1	2_d; 3_d; 7_v; b_e; 4_cl; man_	Constante; a_v; b_d; c_v; 1_cl; 6_cl
	Tp_e	0,4534			
	Sm_e	0,4341			
10°	Sm_v	0,4380	4_d; pt_v; st_e; tu_v; 2_cl; pio_; 17_1	2_d; 3_d; 7_v; b_e; 4_cl; man_	Constante; a_v; b_d; c_v; 1_cl; 6_cl
	5_v	0,4210			
	13_4	0,4094			
11°	2_v	0,5314	Pt_v; st_e; tu_v; 2_cl; pio_; 17_1	2_d; 3_d; 7_v; a_v; b_e; 4_cl; man_	Constante; b_d; c_v; 1_cl; 6_cl
	D_v	0,5244			
	Lc_e	0,3951			
12°	4_v	0,5482	4_d; 7_v; pt_v; st_e; tu_v; 2_cl; pio_; 17_1	2_d; 3_d; a_v; b_e; c_v; 4_cl; man_	Constante; b_d; 1_cl; 6_cl
	B_v	0,3953			
	1_v	0,3859			
13°	7_d	0,3792	4_d; 7_v; pt_v; st_e; tu_v; 2_cl; pio_; 17_1	2_d; 3_d; a_v; b_e; c_v; 4_cl; man_	Constante; b_d; 1_cl; 6_cl
	12_2	0,3786			
	St_v	0,3728			
14°	12_3	0,3734	4_d; 7_v; pt_v; st_e; tu_v; 2_cl; 17_1	2_d; 3_d; a_v; b_e; c_v; 4_cl; man_	Constante; b_d; 1_cl; 6_cl
	6_e	0,3690			
	19_1	0,3520			

15°	Mel_ D_d Lc_d	0,3429 0,2990 0,2809	4_d; b_e; pt_v; st_e; tu_v; 2_cl; 17_1	2_d; 3_d; 7_v; a_v; c_v; 4_cl; man_	Constante; b_d; 1_cl; 6_cl
16°	Bf_d Pt_d Bf_e	0,2855 0,2695 0,2605	3_d; a_v; b_e; st_e; tu_v; 2_cl; man_; 13_1; 17_1	2_d; 7_v; c_v; 4_cl	Constante; b_d; 1_cl; 6_cl
17°	6_d Pio_ A_d	0,5565 0,4204 0,2814	2_d; 3_d; a_v; c_v; st_e; tu_v; 2_cl; 12_1; 13_1	7_v; 4_cl	Constante; b_d; 1_cl; 6_cl
18°	4_d 3_d C_e	0,6045 0,2960 0,2416	C_v; st_e; tu_v; 12_1; 13_1	7_v; 4_cl	Constante; b_d; 1_cl; 6_cl
19°	Man_ 16_1 2_d	0,3508 0,2185 0,2120	C_v; st_e; tu_v; 2_cl; 12_1; 13_1	5_e; 7_v; b_d; 4_cl	Constante; 1_cl; 6_cl
20°	B_e 16_2 Tu_e	0,2722 0,2112 0,2071	C_v; st_e; tu_v; 2_cl; 12_1; 13_1	5_e; 7_v; b_d; 4_cl	Constante; 1_cl; 6_cl
21°	17_1 A_v 7_e	0,2148 0,2051 0,2049	St_e; tu_v; 2_cl; 13_1	5_e; 7_v; b_d; 4_cl; 12_1	Constante; 1_cl; 6_cl
22°	6_v 13_1 Tp_v	0,2384 0,2117 0,1865	St_e; tu_v; 2_cl	5_e; 7_v; b_d; 4_cl; 12_1	Constante; 1_cl; 6_cl
23°	Pt_v	0,2559	7_v; st_e;	5_e; b_d; 4_cl;	Constante;

	Se_v	0,1697	tu_v; 2_cl	12_1	1_cl; 6_cl
	3_cl	0,1272			
24°	1_cl	0,9840	St_e; tu_v	5_e; b_d; 12_1	Constante; 4_cl; 6_cl
	2_cl	0,4150			
	7_cl	0,1305			
25°	7_v	0,1638	Tu_v	B_d; 12_1	Constante; 5_e; 4_cl; 6_cl
	C_v	0,1342			
	Sf_d	0,1125			
26°	St_e	0,1098	Tu_v	B_d	Constante; 5_e; 4_cl; 6_cl; 12_1
	18_1	0,1017			
<b>Vertente Humana</b>	<b>24 variáveis</b>				
1°	Dir_1	0,9942	Cj_4; ve_1	Cj_3; eta_1	Constante; ve_2
	Trei_1	0,9804			
	Ce_2	0,9651			
2°	Cj_1	0,9356	Cj_4; ve_1	Cj_3; eta_1	Constante; ve_2
	Dir_2	0,7808			
	Vj_4	0,6411			
3°	Pre_1	0,5707	Cj_4; ve_1	Cj_3; eta_1	Constante; ve_2
	Vj_2	0,5218			
	Pre_2	0,5154			
4°	Eta_2	0,4564	Cj_4; ve_1	Cj_3; eta_1	Constante; ve_2
	Cj_5	0,4414			
	Ce_1	0,4157			
5°	Tj_1	0,4184	Cj_4; ve_1	Cj_3	Constante;

	Trei_2	0,4107			ve_2; eta_1
	Cj_2	0,3096			
6°	Vj_5	0,3044			
	Ij_1	0,2887	Cj_4; ve_1	Cj_3	Constante; ve_2; eta_1
	Vj_1	0,2176			
7°	Vj_3	0,1909	Cj_4; ve_1	Cj_3; eta_1	Constante; ve_2
<b>Vertente Material</b>	<b>10 variáveis</b>				
1°	Ie_2	0,8642			
	Ac_1	0,7404	Eo_1	Ie_1	Constante
	I_1	0,4597			
2°	Ieq_2	0,4425			
	Oi_2	0,3544	Eo_1	Ie_1	Constante
	Oi_3	0,25			
3°	Ieq_1	0,3670			
	Oi_1	0,2577	Eo_1	Ie_1	Constante
<b>Vertente Prestação de contas</b>	<b>7 variáveis</b>				
1°	If_1	0,8814			
	Orc_1	0,8670	Pc_4	---	Constante
	If_2	0,5692			
2°	Eob_1	0,4424			
	Pc_3	0,2306	Pc_4	---	Constante
	Pc_5	0,1592			

<b>Vertente Sociedade</b>	<b>5 variáveis</b>				
1°	Eg_1 Rs_1 Cp_1	0,7569 0,5270 0,2882	Ag_1; eg_2	----	Constante
<b>Outras Vertentes</b>	<b>7 variáveis</b>				
1°	Ns_1 Va_1 Ct_1	0,9183 0,5531 0,4813	Cg_1	Pg_1	Constante
2°	Crc_1 Opa_1	0,4550 0,2731	Cg_1	Pg_1	Constante
<b>Apuramento do Modelo</b>					
1°	Cj_3 Ag_1 Pc_4	0,5510 0,2955 0,1069	B_d; tu_v; cj_4; ve_1; cg_1	12_1; ve_2; eta_1; eo_1; eg_2; pg_1	Constante; 5_e; 4_cl; 6_cl_ie_1;

## 7.7. QUADRO EXPLICATIVO DAS 136 VARIÁVEIS

### INDEPENDENTES

	Variável	Acontecimento
<b>1</b>		<b><u>Vertente Desportiva</u></b>
1	1_v	A equipa adversária encontra-se no 3º ou 4º lugar e o SCP ganhou o encontro.
2	1_e	A equipa adversária encontra-se no 3º ou 4º lugar e o SCP empatou o encontro.
3	1_d	A equipa adversária encontra-se no 3º ou 4º lugar e o SCP perdeu o encontro.
4	2_v	A equipa adversária encontra-se do 5º ao 8º lugar e o SCP ganhou o encontro.
5	2_e	A equipa adversária encontra-se do 5º ao 8º lugar e o SCP empatou o encontro.
6	2_d	A equipa adversária encontra-se do 5º ao 8º lugar e o SCP perdeu o encontro.
7	3_v	A equipa adversária encontra-se do 9º ao 12º lugar e o SCP ganhou o encontro.
8	3_e	A equipa adversária encontra-se do 9º ao 12º lugar e o SCP empatou o encontro.
9	3_d	A equipa adversária encontra-se do 9º ao 12º lugar e o SCP perdeu o encontro.
10	4_v	A equipa adversária encontra-se do 13º ao 16º lugar e o SCP ganhou o encontro.
11	4_e	A equipa adversária encontra-se do 13º ao 16º lugar e o SCP empatou o encontro.
12	4_d	A equipa adversária encontra-se do 13º ao 16º lugar e o SCP perdeu o encontro.
13	5_v	A equipa adversária encontra-se no 17º ou 18º lugar e o SCP ganhou o encontro.
14	5_e	A equipa adversária encontra-se no 17º ou 18º lugar e o SCP empatou o encontro.
15	5_d	A equipa adversária encontra-se no 17º ou 18º lugar e o SCP perdeu o encontro.
16	6_v	A equipa adversária encontra-se no 1º lugar e o SCP ganhou o encontro.
17	6_e	A equipa adversária encontra-se no 1º lugar e o SCP empatou o encontro.
18	6_d	A equipa adversária encontra-se no 1º lugar e o SCP perdeu o encontro.
19	7_v	A equipa adversária encontra-se no 2º lugar e o SCP ganhou o encontro.
20	7_e	A equipa adversária encontra-se no 2º lugar e o SCP empatou o encontro.

21	7_d	A equipa adversária encontra-se no 2º lugar e o SCP perdeu o encontro.
22	A_v	A equipa adversária pertence ao 1º grupo e o SCP ganhou o encontro.
23	A_e	A equipa adversária pertence ao 1º grupo e o SCP empatou o encontro.
24	A_d	A equipa adversária pertence ao 1º grupo e o SCP perdeu o encontro.
25	B_v	A equipa adversária pertence ao 2º grupo e o SCP ganhou o encontro.
26	B_e	A equipa adversária pertence ao 2º grupo e o SCP empatou o encontro.
27	B_d	A equipa adversária pertence ao 2º grupo e o SCP perdeu o encontro.
28	C_v	A equipa adversária pertence ao 3º grupo e o SCP ganhou o encontro.
29	C_e	A equipa adversária pertence ao 3º grupo e o SCP empatou o encontro.
30	C_d	A equipa adversária pertence ao 3º grupo e o SCP perdeu o encontro.
31	D_v	A equipa adversária pertence ao 4º grupo e o SCP ganhou o encontro.
32	D_e	A equipa adversária pertence ao 4º grupo e o SCP empatou o encontro.
33	D_d	A equipa adversária pertence ao 4º grupo e o SCP perdeu o encontro.
34	Bf_v	A equipa adversária é o Benfica e o SCP ganhou o encontro.
35	Bf_e	A equipa adversária é o Benfica e o SCP empatou o encontro.
36	Bf_d	A equipa adversária é o Benfica e o SCP perdeu o encontro.
37	Pt_v	A equipa adversária é o F.C.Porto e o SCP ganhou o encontro.
38	Pt_e	A equipa adversária é o F.C.Porto e o SCP empatou o encontro.
39	Pt_d	A equipa adversária é o F.C.Porto e o SCP perdeu o encontro.
40	Tp_v	Ganhou o encontro na taça de Portugal.
41	Tp_e	Empatou o encontro na taça de Portugal.
42	Tp_d	Perdeu o encontro na taça de Portugal.
43	St_v	Ganhou o encontro na supertaça.
44	St_e	Empatou o encontro na supertaça.
45	Lc_v	Ganhou o encontro na liga dos campeões.
46	Lc_e	Empatou o encontro na liga dos campeões.
47	Lc_d	Perdeu o encontro na liga dos campeões.

48	Tu_v	Ganhou o encontro na taça Uefa.
49	Tu_e	Empatou o encontro na taça Uefa.
50	Tu_d	Perdeu o encontro na taça Uefa.
51	1_cl	O Sporting encontra-se no 3º ou 4º lugar.
52	2_cl	O Sporting encontra-se no 5º ao 8º lugar.
53	3_cl	O Sporting encontra-se no 9º ao 12º lugar.
54	4_cl	O Sporting encontra-se no 13º ao 16º lugar.
55	6_cl	O Sporting encontra-se no 1º lugar.
56	7_cl	O Sporting encontra-se no 2º lugar.
57	Man_	O Sporting manteve a classificação.
58	Mel_	O Sporting melhorou a classificação.
59	Pio_	O Sporting piorou a classificação.
60	Sm_v	Para o campeonato do mundo, a selecção nacional ganhou o encontro.
61	Sm_e	Para o campeonato do mundo, a selecção nacional empatou o encontro.
62	Se_v	Para o campeonato da Europa, a selecção nacional ganhou o encontro.
63	Se_e	Para o campeonato da Europa, a selecção nacional empatou o encontro.
64	Se_d	Para o campeonato da Europa, a selecção nacional perdeu o encontro.
65	Sf_v	Para a fase final, a selecção nacional ganhou o encontro.
66	Sf_d	Para a fase final, a selecção nacional perdeu o encontro.
67	Sp_v	Para um jogo particular, a selecção nacional ganhou o encontro.
68	Sp_e	Para um jogo particular, a selecção nacional empatou o encontro.
69	Sp_d	Para um jogo particular, a selecção nacional perdeu o encontro.
70	12_1	O Sporting atingiu o objectivo no campeonato nacional.
71	12_2	O Sporting atingiu o objectivo na taça de Portugal.
72	12_3	O Sporting atingiu o objectivo na supertaça.
73	13_1	O Sporting não atingiu o objectivo no campeonato nacional.
74	13_2	O Sporting não atingiu o objectivo na taça de Portugal.

75	13_4	O Sporting não atingiu o objectivo na liga dos campeões.
76	13_5	O Sporting não atingiu o objectivo na taça Uefa.
77	14_1	Início da época.
78	15_1	Troféu ganho em torneio.
79	16_1	Constituição da equipa B.
80	16_2	Suspensão da equipa B.
81	17_1	Apuramento para a liga dos campeões.
82	18_1	Reestruturação do futebol.
83	19_1	Equipa distinguida de alguma forma.
<b>2</b>		<b><u>Vertente Recursos Humanos</u></b>
84	Cj_1	Compra de jogadores a custo zero.
85	Cj_2	Compra de jogadores até 1M€
86	Cj_3	Compra de jogadores até 3M€
87	Cj_4	Compra de jogadores até 5M€
88	Cj_5	Compra de jogadores mais de 5M€
89	Ce_1	Compra por empréstimo de jogadores a custo zero.
90	Ce_2	Compra por empréstimo de jogadores até 1M€.
91	Vj_1	Venda de jogadores a custo zero.
92	Vj_2	Venda de jogadores até 1M€
93	Vj_3	Venda de jogadores até 3M€
94	Vj_4	Venda de jogadores até 5M€
95	Vj_5	Venda de jogadores mais de 5M€
96	Ve_1	Venda por empréstimo de jogadores a custo zero.
97	Ve_2	Venda por empréstimo de jogadores até 1M€
98	Tj_1	Troca de jogadores entre clubes.
99	Pre_1	Entrada do presidente.
100	Pre_2	Saída do presidente.

101	Dir_1	Entrada do dirigente.
102	Dir_2	Saída do dirigente.
103	Trei_1	Entrada do treinador.
104	Trei_2	Saída do treinador.
105	Eta_1	Entrada de equipa técnica e apoio.
106	Eta_2	Saída de equipa técnica e apoio.
107	Ij_1	Indisciplina de jogadores.
<b>3</b>		<b><u>Vertente Imobilizado</u></b>
108	Ie_1	Construção ou melhoramento do imobilizado estádio.
109	Ie_2	Degradação do imobilizado estádio.
110	Ac_1	Construção da academia.
111	Oi_1	Construção ou melhoramento de outro imobilizado.
112	Oi_2	Degradação de outro imobilizado.
113	Oi_3	Venda de outro imobilizado.
114	Ieq_1	Construção de imobilizado de equipamentos.
115	Ieq_2	Degradação de imobilizado de equipamentos.
116	Eo_1	Construção de outros equipamentos.
117	I_1	Construção de imobilizado incorpóreo.
<b>4</b>		<b><u>Vertente Prestação de Contas</u></b>
118	Pc_3	Prestação de contas anuais.
119	Pc_4	Prestação de contas semestrais.
120	Pc_5	Prestação de contas trimestrais.
121	Orç_1	Orçamento.
122	If_1	Informação financeira favorável.
123	If_2	Informação financeira desfavorável.
124	Eob_1	Contracção de empréstimo obrigacionista.
<b>5</b>		<b><u>Vertente Sociedade</u></b>

125	Ag_1	Assembleia-geral.
126	Rs_1	Reestruturação da sociedade.
127	Eg_1	Eleições gerais realizadas.
128	Eg_2	Eleições gerais antecipadas.
129	Cp_1	Contratos de parceira.
<b>6</b>		<b><u>Outras Vertente</u></b>
130	Cg_1	Conquistas gerais por parte de outras equipas.
131	Pg_1	Problemas gerais
132	Opa_1	OPA de outra sociedade.
133	Crc_1	Corte de relações entre clubes/sociedades.
134	Va_1	Violência entre adeptos.
135	Ns_1	Elaboração de um novo símbolo.
136	Ct_1	Comemorações do centenário.

## 7.8. ORDENAÇÃO DOS VÁRIOS ADVERSÁRIOS NACIONAIS EM SEIS GRUPOS

<b>Grupo 1</b>	Boavista, Sp. Braga, Marítimo, Leiria, V. Guimarães, Belenenses
<b>Grupo 2</b>	V. Setúbal, Gil Vicente, Est. Amadora, Beira Mar, P. Ferreira, Rio Ave, Académica
<b>Grupo 3</b>	Nacional, Salgueiros, Alverca, Sp. Farense, Campomaiorense, Moreirense, Santa Clara
<b>Grupo 4</b>	Varzim, Naval, Desp. Chaves, Penafiel, Desp. Aves, Leça, Estoril Praia
<b>Grupo Bf</b>	Benfica
<b>Grupo Pt</b>	F. C. Porto