

**Instituto Politécnico de Setúbal**



**Escola Superior de Ciências Empresariais**

# **Impacto dos Resultados Desportivos na Rendibilidade das Ações das SAD Portuguesas: O caso da Benfica SAD**

Zélia Marília Magalhães Russo

Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de:

**MESTRE EM Contabilidade e Finanças**

Orientador: Professor Nuno Miguel Teixeira

Setúbal, 2019

## Índices

1. Introdução.....	7
2. Contexto .....	9
2.1. Origem e Conceito de Sociedade Anónima Desportiva (SAD) .....	9
2.2. Enquadramento Legislativo.....	10
2.3. O Contexto Português.....	11
2.4. Transparência Contabilística das Sociedades Anónimas Desportivas.....	14
2.5. Mercado Acionista.....	16
2.5.1. A sua história .....	17
2.5.2. Valorização e rendibilidade nas ações .....	20
2.5.3 Cálculo da Rendibilidade.....	22
2.5.4. Rendibilidade Supranormal.....	24
2.6. Interpretação do Evento.....	30
2.7. Estudos sobre o valor das ações das sociedades desportivas.....	32
3. Metodologia .....	36
4. Análise de Dados e Resultados Empíricos.....	40
5. Conclusões .....	47
Bibliografia.....	49
Webgrafia .....	51
6. Anexos.....	53

## Índice de Tabelas

Tabela 1 - Clubes Liga NOS Época 2018/2019.....	12
Tabela 2 - Liga LEDMANPRO 2018/2019 .....	12
Tabela 3 - Cronograma Criação das Principais Bolsas de Valores Internacionais.....	18
Tabela 4- Desenvolvimento da Bolsa de Lisboa e Porto.....	19
Tabela 5 - Desenvolvimento da Bolsa de Lisboa e Porto (cont.) .....	20

Tabela 6 - Regressão Linear .....	38
Tabela 7 - Teste de Normalidade .....	41
Tabela 8 - T-test.....	42
Tabela 9 - Teste Wilcoxon .....	43
Tabela 10 - T-test Resultados Supranormais .....	43
Tabela 11 – Teste Wilcoxon .....	45

### ***Índice de Ilustração***

Figura 1 – Evolução da Dívida Líquida das Principais Ligas Mundiais .....	13
Figura 2 - TOP 20 dos Clubes Europeus .....	14

### *Lista de Siglas e Acrónimos*

SAD	Sociedade Anónima Desportiva
SDUQ	Sociedade Desportiva Unipessoal por Quotas
LBSD	Lei de Bases do Sistema Desportivo
POC	Plano Oficial de Contabilidade
RJSD	Regime Jurídico das Sociedades Desportivas
CSC	Código das Sociedades Comerciais
SNC	Sistema de Normalização Contabilística
LPFP	Liga Portuguesa de Futebol Profissional
IFRS	<i>International Financial Reporting Standarts</i>
BVP	Bolsa de Valores Porto
BVL	Bolsa de Valores Lisboa
CMVM	Comissão de Mercado de Valores Mobiliários
UEFA	<i>Union of European Football Associations</i>
SCP	<i>Sporting Clube de Portugal</i>
FCP	<i>Futebol Clube do Porto</i>
SLB	<i>Sport Lisboa e Benfica</i>
WACC	Weighted Average Cost of Capital
ROI	Return On Investment

## Resumo

Cada vez mais o futebol está a assumir uma predominância maior nos mercados financeiros mundiais. Além do financiamento dos próprios clubes, a profissionalização e os fluxos monetários de dimensões exorbitantes, tornam este mercado muito apetecível aos investidores. No entanto, como o comportamento dos jogos é totalmente aleatório e difícil previsão, importa perceber em que medida os resultados dos jogos têm impacto no valor da cotação. Foi esta ideia que motivou à realização deste trabalho.

Para testarmos a teoria, foi utilizada a metodologia do Evento e analisámos o valor da cotação da ação da SAD Benfiquista durante 3 épocas desportivas, considerando para o efeito, o valor da sua cotação no dia útil a seguir à realização dos jogos. Foi testado o impacto das derrotas, dos empates e das vitórias. Posteriormente, analisamos também se os jogos nacionais e os internacionais diferenciavam entre si.

Para comprovar a teoria, foi calculada a rendibilidade supranormal, que consiste na diferença entre a rendibilidade esperada e a rendibilidade efetiva. Foram efectuados Testes Paramétricos (T-Test) e Testes não Paramétricos (Teste de Wilcoxon) sobre os dados obtidos, por forma a comprovar que os resultados dos jogos têm impacto sobre o valor das ações e levam a rendibilidades supranormais.

As conclusões apontam para que exista uma relação direta entre os resultados dos jogos (derrotas, empates e vitórias) e o valor da ação no dia útil seguinte. Ou seja, existe uma rendibilidade supranormal nos dias úteis seguintes aos jogos. Verifica-se uma rendibilidade supranormal positiva em dias de vitórias (0,00869) e, em contrapartida, uma rendibilidade supranormal negativa nas derrotas (-0,0284). No caso de empate não é significativo.

**Palavras-chave:** Mercados Financeiros, Resultados Desportivos, Rendibilidade Supranormal, Estudo do Evento.

## **Abstract**

Nowadays football is becoming more prevalent in world financial markets. In addition to club funding itself, professionalization and exorbitant cash flows make this market very attractive to investors. However, as the outcomes of the games are totally random and difficult to predict, it is important to understand to what extent the results of the games impact the stock's value. It was this idea that motivated this work.

To test the theory, the Event methodology was used and we analyzed the value of Benfica's SAD stocks price during 3 sports seasons, considering the value of its quotation on the business day following the games. The impact of defeats, draws and wins was tested. Subsequently, we also analyzed whether national and international games differed from each other.

To substantiate the theory, the abnormal return, which is the difference between the expected return and the effective return, was calculated. Parametric Tests (T-Test) and Non-Parametric Tests (Wilcoxon Test) were performed on the data obtained, in order to prove that the results of the games have an impact on the value of the stocks and lead to abnormal returns.

The findings point to a direct relationship between game results (losses, draws and wins) and the value of the stocks on the next business day. That is, there is a abnormal profitability on the business days following the games. There is a positive abnormal return on winning days (0.00869) and a negative abnormal return on defeats (-0.0284). In the case of a tie it's not significant.

**Keywords:** Financial Markets, Sports Results, abnormal Profitability, Event Study.

## 1. Introdução

O futebol tem assumido, nas últimas décadas, uma predominância cada vez maior nos mercados financeiros mundiais. De acordo com a UEFA no seu último Relatório Financeiro 2018, as receitas dos clubes europeus triplicaram durante o último século, tendo movimentado em 2016, 18,5 biliões de euros, provenientes das mais variadas fontes: bilheteiras, direitos televisivos, merchandising, valorização dos ativos e passes dos atletas. Razão pela qual, os investidores começam a olhar para os clubes de futebol de uma forma diferente. De acordo com o mesmo relatório da UEFA, nos últimos anos, a percentagem de donos estrangeiros aumentou 18% no que diz respeito aos clubes Europeus.

Por outro lado, os clubes também começam a olhar para o mercado financeiro como uma fonte de financiamento externa que pode fazer face às necessidades mais prementes de aquisição de ativos ou liquidação de dívidas.

No entanto, o comportamento do investidor pode ser comportamental ou influenciado por diversas situações, entre as quais os resultados desportivos. Importa perceber em que medida os resultados desportivos têm impacto no valor da cotação da ação. Foi esta a ideia que motivou à realização deste trabalho.

A metodologia a utilizar será a Interpretação do Evento e analisaremos o valor da cotação da ação da SAD Benfiquista durante 3 épocas desportivas, entre os anos de 2016 e 2019, considerando para o efeito, o valor da sua cotação no dia útil a seguir à realização dos jogos. Será testado o inato das derrotas, dos empates e das vitórias, em jogos nacionais e internacionais, bem como a ocorrência de rendibilidade supranormal.

O trabalho é constituído por duas partes. A primeira diz respeito à fundamentação teórica e são abordados temas como a evolução histórica do mercado financeiro das Sociedades Anónimas Desportivas (SAD), os conceitos de valorização e rendibilidade das ações e respetivo cálculo, bem como o conceito de rendibilidade supranormal. A segunda parte diz respeito à vertente empírica, onde se tentará

provar, através de um caso prático, que os resultados desportivos podem influenciar o valor da cotação das ações dos clubes desportivos cotados em bolsa.

## **2. Contexto**

### **2.1. Origem e Conceito de Sociedade Anónima Desportiva (SAD)**

Em Portugal, “o desporto e o direito foram, durante vários anos, dois mundos afastados, sem qualquer conexão. Na verdade, sempre se entendeu o desporto como um setor de menor importância que se destinava unicamente à ocupação dos tempos livres, com um carácter predominantemente lúdico, praticado por amadores em estruturas pouco desenvolvidas e rigorosas” (Capelo, 2014, p.7).

Por consequência desta falta de profissionalismo e desresponsabilização generalizada no mundo desportivo, os clubes de futebol, em particular, também não fugiam a esta realidade, apresentando um panorama de endividamento, nomeadamente à Administração Fiscal (AT) e ao Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social (IGFSS), que colocava em causa a subsistência e continuação dos mesmos (Candeias, 2000).

De tal ordem, que em 1998 foi aprovado em Assembleia da República, a proposta do Totonegocio, que consistia numa espécie de perdão das dívidas fiscais dos clubes de futebol emitidas entre 1985 e 1995 que ascendiam já aos 50 milhões de euros, conforme notícias publicadas à data.

Por outro lado, nas últimas três décadas, a nível mundial, temos vindo a assistir à profissionalização da indústria do futebol que por si só gera fluxos monetários de dimensões exorbitantes. De acordo com o *Annual Review of Football Finance 2018*, promovido pela Deloitte, o valor referente aos lucros das ligas mundiais na época 2016/2017, aponta para 2,9 biliões de euros.

Face à nova realidade, foi necessário criar mecanismos legais que regulamentassem a indústria futebolística em Portugal. Ou seja, atribuir aos clubes de futebol um conjunto de características empresariais, cujo objetivo último visa o lucro, à semelhança de qualquer outra empresa. “À sociedade desportiva, aquando

do seu aparecimento, foi atribuída a função de implementar no mundo do desporto profissional uma gestão qualificada, transparente e atenta às variáveis económico-financeiras, relegando para um segundo plano a gestão pautada pela emoção e orientada unicamente para os êxitos desportivos, característica dos clubes desportivos geridos pelos seus associados.” (Rodrigues, 2012, p.4).

## ***2.2.Enquadramento Legislativo***

Em 1990, é promulgada a primeira Lei de Bases do Sistema Desportivo (adiante LBSD), Lei de Bases 1/90, de 13 de janeiro, e como resultado deste documento legal é publicado o Decreto-Lei 146/95, de 21 junho, que estabeleceu a primeira versão do Regime Jurídico das Sociedades Desportivas (RJSD), cujo objectivo visa associar ao desporto profissional “processos gestionários mais sólidos e responsáveis, bem como o rigor financeiro que seja suscetível de garantir a sua estabilidade e desenvolvimento”.

Apesar dos esforços desenvolvidos, não foram constituídas quaisquer sociedades desportivas durante a vigência destes regulamentos e, assim, em 25 junho de 1996, este documento foi revogado pela Lei n.º 16/96, que permite, no seu ponto 3, do artigo 20.º, que “os clubes desportivos (...) que participem em competições desportivas de natureza profissional poderão adotar a forma de sociedade desportiva com fins lucrativos”. De salientar ainda, que no ponto 6 do mesmo artigo, os “clubes desportivos e sociedades desportivas que disputem competições de carácter profissional terão obrigatoriamente de possuir contabilidade organizada segundo as normas do Plano Oficial de Contabilidade (POC), com as adaptações constantes de regulamentação adequada”, deixando em aberto a hipótese de constituição de um diploma legal adequado e específico para a regulamentação fiscal das sociedades desportivas.

Corroborar esta alteração, a publicação do Decreto-Lei n.º 67/97, de 3 Abril que reforma o RJSD. Refere no seu artigo 44.º: “enquanto não for aprovado um plano de contabilidade especialmente adaptado à especificidade das atividades desportivas, os clubes desportivos referidos no artigo 37.º estão sujeitos às regras aplicáveis às

sociedades anónimas no que respeita à organização e publicitação das suas contas, com as necessárias adaptações”.

Regras estas constantes no Código das Sociedades Comerciais (CSC) e no Código Comercial. O primeiro dedica a partir do artigo 271.º um vasto conjunto de especificações para a constituição das sociedades anónimas. No entanto, interessa-nos a partir do artigo 278.º, e seguintes, onde fica expresso que as sociedades anónimas ficam obrigadas à constituição de um Conselho Administração, um Conselho Fiscal e um Revisor Oficial de Contas, bem como ficam sujeitas a uma revisão/auditoria às contas da sociedade. O objetivo é fornecer credibilidade e confiança aos seus investidores.

A LBSD foi revogada, em 2004, pela Lei Bases do Desporto n.º 30/2004, de 21 junho. Tanto o Decreto-Lei n.º 67/97, como a Lei n.º 103/97 foram alvo de revisão, em 2013, tendo sido alterados pelos documentos Decreto-Lei n.º 10/2013, de 25 de Janeiro, e pela Lei n.º 56/2013, de 14 de Agosto, respectivamente.

### ***2.3. O Contexto Português***

Em Portugal, atualmente, dos 18 clubes da Liga NOS (Primeira Liga) todos estão constituídos como SAD's, com exceção do Rio Ave Futebol Clube que é uma Sociedade Desportiva Unipessoal por Quotas (SDUQ).

Na Liga LedmanPRO (Segunda Liga), 10 clubes são constituídos como SAD's, 7 são SDUQ e o Vitória Sport Clube B é a equipa de reserva do Vitória de Guimarães, criada em 2012.

De seguida, são apresentadas duas tabelas com a listagem de clubes que constituem as 2 principais divisões de futebol nacionais.

**Tabela 1 - Clubes Liga NOS Época 2018/2019**

Nome Completo do Clube	Cidade
Futebol Clube do Porto, Futebol SA	Porto
Sport Lisboa e Benfica, Futebol SAD	Lisboa
Sporting Clube de Braga, Futebol SAD	Braga
Sporting Clube de Portugal, Futebol SAD	Lisboa
Vitória Sport Clube, Futebol SAD	Guimarães
O Belenenses – Sociedade Desportiva de Futebol, SAD	Lisboa
Moreirense Futebol Clube – Futebol, SAD	Moreira de Cónegos
Portimonense Futebol, SAD	Portimão
Santa Clara Açores – Futebol SAD	Ponta Delgada
Rio Ave Futebol Clube – Futebol SDUQ, Lda	Vila do Conde
Vitoria Futebol Clube, SAD	Setúbal
Clube Desportivo Nacional Futebol, SAD	Funchal
CD Tondela, Futebol SAD	Tondela
Marítimo da Madeira – Futebol SAD	Funchal
Boavista Futebol Clube – Futebol SAD	Porto
Clube Desportivo Feirense – Futebol SAD	Santa Maria da Feira
Grupo Desportivo Chaves – Futebol SAD	Chaves
Clube Desportivo Aves – Futebol SAD	Vila das Aves

Fonte - Liga Portuguesa Futebol Profissional (2018/2019)

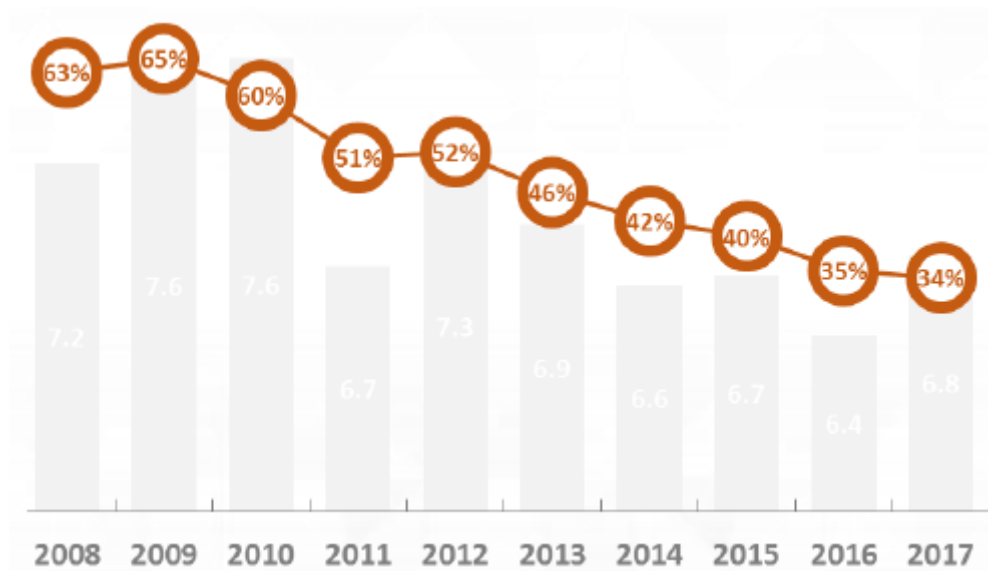
**Tabela 2 - Liga LEDMANPRO 2018/2019**

Nome Completo Clube	Cidade
Futebol Clube de Paços de Ferreira, SDUQ, Lda	Paços de Ferreira
Futebol Clube Famalicão, Futebol SAD	Famalicão
Sport Lisboa e Benfica, Futebol SAD B	Lisboa
Estoril Praia – Futebol SAD	Estoril
Ass. Académica Coimbra – Org. Aut. De Futebol, SDUQ, Lda	Coimbra
Futebol Clube Penafiel, SAD	Penafiel
Clube Desportivo Mafra – Futebol SDUQ, Lda	Mafra
Futebol Clube do Porto, Futebol SAD B	Porto
Sporting Clube Farense – Algarve Futebol, SDUQ, Lda	Faro
Varzim Sport Club – Futebol SDUQ, Lda	Póvoa do Varzim
Leixões Sport Clube – Futebol SAD	Matosinhos
Vitória Sport Clube B	Guimarães
Acad. Viseu Futebol Clube – Futebol SAD	Viseu
Clube Desportivo Cova da Piedade – Futebol SAD	Almada
Sporting Clube de Braga, Futebol SDUQ, Lda	Braga
União Desportiva Oliveirense – Futebol SDUQ, Lda	Oliveira de Azemeis
Sporting Clube da Covilhã – Futebol SDUQ, Lda	Covilhã
Futebol Clube de Arouca – Futebol SDUQ, Lda	Arouca

Fonte - Liga Portuguesa Futebol Profissional (2018/2019)

Conforme se pode verificar no gráfico abaixo, a aplicação de uma gestão profissional, revelou os seus resultados práticos: uma diminuição significativa dos valores da dívida, desde 2009 nas principais ligas mundiais.

**Figura 1 – Evolução da Dívida Líquida das Principais Ligas Mundiais**



Fonte – UEFA Financial Report 2018

Pela figura anterior retirada do *Club Licencing Benchmarking Report – Financial Year 2017*, estudo promovido anualmente pela *Union of European Football Associations* (UEFA), o rácio da percentagem de dívida quando comparada com a receita total, nas 20 principais ligas mundiais, baixou de 65%, em 2009, para 34%, em 2017. Em termos absolutos diminuiu de 7,6 para 6,8 biliões de euros. Neste contexto, a percentagem de dívida da Liga Portuguesa face às receitas encontra-se abaixo da média, num valor de 31,5%, sendo superada pelas Ligas Italiana (67,4%), Inglesa (66,2%), Turca (49,8%), Russa (32,2%) e Francesa (31,7%).

Ainda no que diz respeito aos clubes portugueses, e apesar de todos os esforços, os montantes em dívida ainda são consideráveis, pese embora se registem diferenças entre os valores de 2016 e os valores de 2017.

Figura 2 - TOP 20 dos Clubes Europeus

Rank	Club	Country	FY16 net debt	Rank	Club	Country	FY17 net debt
1	Manchester United FC	ENG	€561m	1	Manchester United FC	ENG	€459m
2	SL Benfica	POR	€309m	2	FC Internazionale Milano	ITA	€438m
3	FC Internazionale Milano	ITA	€303m	3	Club Atlético de Madrid	ESP	€391m
4	Juventus	ITA	€283m	4	Juventus	ITA	€289m
5	Liverpool FC	ENG	€272m	5	AC Milan	ITA	€272m
6	Club Atlético de Madrid	ESP	€271m	6	SL Benfica	POR	€269m
7	AS Roma	ITA	€255m	7	Galatasaray SK	TUR	€229m
8	Olympique Lyonnais	FRA	€254m	8	PFC CSKA Moskva	RUS	€229m
9	Valencia CF	ESP	€242m	9	Liverpool FC	ENG	€225m
10	AC Milan	ITA	€210m	10	AS Roma	ITA	€219m
11	Galatasaray SK	TUR	€203m	11	Fenerbahçe SK	TUR	€215m
12	PFC CSKA Moskva	RUS	€195m	12	Valencia CF	ESP	€213m
13	Sunderland AFC	ENG	€180m	13	Sunderland AFC	ENG	€185m
14	Newcastle United FC	ENG	€179m	14	FC Porto	POR	€177m
15	Paris Saint-Germain FC	FRA	€167m	15	Olympique Lyonnais	FRA	€174m
16	FC Porto	POR	€161m	16	FC Schalke 04	GER	€158m
17	Fenerbahçe SK	TUR	€150m	17	Beşiktaş JK	TUR	€154m
18	Beşiktaş JK	TUR	€142m	18	AS Monaco FC	FRA	€147m
19	VfL Wolfsburg	GER	€141m	19	Middlesbrough FC	ENG	€146m
20	Sporting Clube de Portugal	POR	€133m	20	FC København	DEN	€143m
1-20	Average		€231m	1-20	Average		€237m
1-20	Aggregate		€4,610m	1-20	Aggregate		€4,731m

Fonte - UEFA Financial Report 2017 e 2018

Em 2016, o Sport Lisboa e Benfica (SLB) aparecia em segundo lugar do TOP20, com uma dívida no montante de 309 milhões de euros, o Futebol Clube Porto (FCP) em 16.º lugar com um montante em dívida de 161 milhões de euros, e, finalmente o Sporting Clube de Portugal (SCP) em 20.º lugar com 133 milhões de euros. Em 2017, o SLB diminuiu a dívida para 269 milhões de euros, ocupando agora o 6.º lugar no top20 de clubes mais devedores. O FCP aumentou para 177 milhões de euros e o SCP não se encontra no top20 da UEFA.

#### 2.4. Transparência Contabilística das Sociedades Anónimas Desportivas

De acordo com o ponto 1, do artigo 27.º da Lei 5/2007, de 16 janeiro, “sociedade desportiva é uma pessoa coletiva de direito privado, constituída sob a forma de sociedade anónima cujo objetivo é a participação em competições desportivas, a promoção e organização de espetáculos desportivos e o fomento ou desenvolvimento de atividades relacionadas com a prática desportiva profissionalizada no âmbito de uma atividade”. A definição de Sociedade Desportiva sofreu adaptações quando comparada com os diplomas ratificados, no entanto

salvaguarda-se a “transparência contabilística”, conforme referido na alínea d) do n.º 2, do artigo 19.º da Lei 30/2004.

Além das regras contabilísticas exigidas às SAD’s, resultantes da aplicação legislativa generalista das Sociedades Anónimas, a nível nacional, a Liga Portuguesa de Futebol Profissional (LPFP) obriga ainda as sociedades desportivas a apresentarem anualmente determinados pressupostos financeiros, cujo objetivo visa obter “contas sãs para termos um futebol profissional cada vez mais sério”, conforme referido no prefácio dos Pressupostos Financeiros 2018/19 da Liga Portugal.

Assim, de acordo com os Pressupostos Financeiros 2018/19 da LPFP, as SAD’s devem apresentar ainda, os seguintes documentos:

- ❖ Balanço;
- ❖ Demonstração de resultados;
- ❖ Demonstrações dos fluxos de caixa;
- ❖ Anexo às demonstrações financeiras, incluindo um resumo de princípios e métodos contabilísticos e outras notas explicativas;
- ❖ Relatório de gestão, incluindo a análise económica e financeira;
- ❖ Comprovativo de aprovação pelo Conselho de Administração ou órgão de Direção das demonstrações financeiras anuais; e,
- ❖ Certidões de Não Dívida emitidas pela Autoridade Tributária e pela Segurança Social.

Derivado da semelhança jurídica entre as SAD’s e as Sociedades Anónimas, as primeiras têm ainda que respeitar um conjunto de regras e parâmetros estabelecidos pela União Europeia. Designadamente os que derivam da IV Diretiva da União Europeia, que estabelece prioritário entre todos os Estados Membros a constituição de “regras jurídicas equivalentes mínimas quanto ao âmbito das informações financeiras a divulgar junto do público por sociedades concorrentes” (IV Diretiva do Conselho, 25 julho 1978, p.1).

Além da Diretiva anterior, desde 2005, através da aplicação do Decreto-Lei 35/2005, de 17 fevereiro, que transpõe para a ordem portuguesa o Regulamento Internacional 1606/2002, de 19 julho, as SAD's são igualmente obrigadas a respeitar e a elaborar as suas contas de acordo com as *International Financial Reporting Standards* (IFRS), sendo a CMVM a entidade competente de supervisionar, conforme expresso na Lei 107/97, de 16 de Setembro.

Apesar de seguirem as mesmas linhas orientadoras, as SAD's têm uma exceção especial na demonstração da sua contabilidade, designadamente o período anual de relato financeiro, uma vez que não coincide com o ano civil (as épocas desportivas decorrem entre Agosto do ano x e Julho do ano x+1), permitindo assim incluir toda a informação pertinente e importante em análise para aquele período.

## **2.5. Mercado Acionista**

O propósito deste trabalho visa comprovar (ou não) a relação quantitativa direta existente entre os resultados desportivos dos clubes de futebol (SAD's) e o valor das ações desses mesmos clubes cotadas em bolsa.

Para melhor justificar esta relação é necessário enquadrar, neste capítulo, algumas breves explicações sobre o funcionamento do mercado de capitais, como se valoriza e/ou se analisa a rendibilidade das ações, que índices devemos ter em atenção para um estudo profundo do valor das ações e, por último, que metodologia deverá ser utilizada para realizar a investigação.

Numa primeira fase, apenas a título introdutório, explica-se como surgiu o mercado de capitais e as necessidades que o levaram a proliferar até aos dias de hoje, onde as operações desenvolvidas nos mercados de capitais funcionam, cada vez mais, como financiamento de sociedades e/ou projectos. Verifique-se, por exemplo a última operação financeira protagonizada pelo SCP onde encaixou aproximadamente 30 milhões de euros, a 3 anos, no final de 2018, que de acordo com a imprensa desportiva à data, serviria para "o cumprimento de compromissos

financeiros da Sociedade”. É objetivo da Administração do clube reembolsar os investidores, no final do contrato, com uma taxa previamente definida.

Numa segunda fase, irão ser descritos os indicadores financeiros e os métodos de análise tradicionais de rendibilidade de empresas e de ações, bem como os métodos de análise de um conceito mais recente, a rendibilidade supranormal e os fatores que influenciam este indicador, designadamente o estudo da interpretação do evento.

### ***2.5.1. A sua história***

O mercado de capitais é uma das vertentes mais importantes no desenvolvimento da economia mundial (Hur, 2016). O surgimento do mercado bolsista, conforme o conhecemos nos dias de hoje - negócio de ações de sociedades de capital aberto, públicas ou privadas - remonta ao início do século XVII (1602) com a criação da *Dutch East India Company*, uma empresa de comércio marítimo nascida na Holanda e que emitiu certificados de ações, negociadas em Amesterdão, durante aproximadamente os 200 anos seguintes (Levinson 2005), cujo objectivo visava tornar a rota comercial europeia economicamente inabalável e eliminar a concorrência inglesa.

Apesar dos séculos XVI e XVII serem ricos em transações de ações, em virtude da Revolução Industrial e da necessidade constante de angariar fundos para a construção de fábricas e canais (Levinson, 2005), existem autores que acreditam em sistemas muito similares de transacção de ações em França já no início do século XII, com os corretores a negociarem dívidas agrícolas com a banca, e em inícios do século XIII os mercadores de Veneza a comercializarem títulos de dívida do Governo (Hur, 2016).

No entanto, embora a infraestrutura e as instituições se assemelhassem aos mercados de ações atuais, ninguém negociava ações de uma empresa. Em vez disso, os mercados lidavam com os assuntos do governo, empresas e dívidas

individuais. O sistema e a organização eram semelhantes, embora as propriedades reais negociadas fossem diferentes (Hur, 2016).

Na tabela seguinte, apresenta-se a cronologia de alguns eventos importantes no desenvolvimento dos mercados de capitais.

**Tabela 3** - Cronograma Criação das Principais Bolsas de Valores Internacionais

Data de Criação	Nome da Bolsa	Tipo de Negócios
1531	Bolsa Belga ( <i>Nieuwe Beurse</i> )	Negócios especulativos influenciados por boatos que afetavam a evolução dos preços;
1571	Bolsa de Londres ( <i>Royal Exchange</i> )	Fazer face aos movimentos especulativos protegendo a economia Inglesa;
1602	Bolsa de Valores de Amsterdão ( <i>Amsterdam Stock Exchange</i> )	A primeira bolsa com negociação de ações. Nesta época ocorriam negociações comprovadas com entrega de comprovativos em papel dos ativos negociados.
1791	Bolsa de Filadélfia (EUA) fundada pelo prefeito James Hamilton	
1831	New York Stock Exchange (NYSE)	

Fonte - Johnson Hur, 2016

De acordo com Santos (2001), em Portugal, as referências ao aparecimento de mercados de capitais remontam à Idade Média. A forte história marítima de Portugal e o desenvolvimento do comércio, por via da mesma, originou um maior contacto constante entre comerciantes portugueses e negociantes estrangeiros. Desta forma, os corretores eram atraídos pelo facto de falarem várias línguas, o que facilitava as transações.

Na tabela seguinte, apresentam-se também algumas datas importantes no desenvolvimento do mercado de capitais português.

**Tabela 4-** Desenvolvimento da Bolsa de Lisboa e Porto

<b>Data</b>	<b>Acontecimento</b>
<b>1495</b>	Surge a primeira tentativa de regular a actividade dos corretores de Lisboa, e na segunda metade do século XVIII surgem as primeiras emissões de ações e os títulos de dívida pública moderna.
<b>1833</b>	Enquadra-se juridicamente a actividade comercial em geral, com aprovação do <i>Código Commercial Portuguez</i> , de Ferreira Borges (Definem-se conceitos como <i>Praça de Commercio</i> ou <i>Bolça</i> e estabelecem-se as regras de funcionamento das mesmas)
<b>1837</b>	Elaboração do regulamento que consagra a existência de corretores de valores,
<b>1888</b>	Código Comercial Português, de Veiga Beirão, (regulamenta, pela primeira vez, as operações a prazo)
<b>1888 - 1889</b>	Regulamento das Bolsas, (enquadramento regulamentar que previa a existência de segmentos nas bolsas para se negociarem valores mobiliários)
<b>1891</b>	Criação da Bolsas de Valores do Porto (BVP);
<b>1901</b>	Criação Bolsa de Valores de Lisboa (BVL).

**Fonte** – Adaptado de Santos, T. (2011)

Apesar de várias oscilações no comportamento das Bolsas de Valores Mobiliários do Porto e Lisboa, resultado de várias alterações políticas, económicas e estruturais, as mesmas funcionaram até 25 Abril 1974, data em que encerraram temporariamente. Após este período, e até sensivelmente 1989, a economia caracteriza-se sobretudo por processos de nacionalizações de empresas (conceito impraticável para a sobrevivência dos mercados de capitais). Na tabela seguinte, adaptado de Santos (2001), verifica-se que as bolsas portuguesas se desenvolveram a partir de 1989, com a finalidade de encaixe financeiro. Justifica-se, pela política económica e financeira completamente contrária até ao momento e pela ativação de programas de privatização, que permitiram o alargamento a investidores particulares e institucionais e uma diversificação sectorial.

**Tabela 5 - Desenvolvimento da Bolsa de Lisboa e Porto (cont.)**

<b>Data</b>	<b>Acontecimento</b>
<b>1975</b>	Início das Nacionalizações
<b>1989</b>	Programa de Privatizações – “ tinha como principal objetivo um encaixe considerável de uma grande verba, para além do desenvolvimento de um certo capitalismo popular, que levaria muitas pessoas naquela época a investirem as suas economias na bolsa” Neves (2009), referindo Matos, F.B. (2007) “Ganhar em Bolsa”, das Publicações D. Quixote;
<b>1989 –1991</b>	Criada a CMVM - Com o objetivo de regular e supervisionar o funcionamento dos mercados.
<b>1997</b>	Mercado Bolsista Português atinge estatuto de mercado desenvolvido atribuído pela <i>Morgan Stanley Capital International</i> ;
<b>1999</b>	Fusão das Bolsas de Lisboa e Porto
<b>2002</b>	Entrou na família de Bolsas da Euronext

**Fonte** - Adaptado de Santos, T. (2011)

Nos pontos seguintes, irão ser abordadas diferentes técnicas e indicadores que pretendem evidenciar o desempenho dos títulos nos mercados de capitais.

### **2.5.2. Valorização e rendibilidade nas ações**

Definir ou determinar o valor das ações em bolsa não é linear nem automático. “As ações consistem em valores mobiliários que representam uma parcela de capital social de uma empresa, cuja natureza jurídica é de Sociedade Anónima” (Ribeiro, A. et al., 2017, p.109-126).

Avaliar uma ação consiste em determinar qual será o seu preço justo (Ribeiro et al., 2017). Contudo, esta avaliação revela-se complexa, fundamentalmente, por duas razões. Por um lado, porque as variações das principais fontes de rendibilidade das ações (como dividendos e mais valias de capital) são difíceis de prever; Por outro lado, o risco associado ao investimento nas ações varia de ação para ação”. (Ribeiro, A. et al., 2017, p.109-126).

De uma forma muito generalista e na perspetiva do investidor, uma ação cria valor quando a sua rendibilidade é superior à rendibilidade gerada nos mercados sem risco (Ribeiro, A. et al., 2017, p.109-126). Como se pode calcular e avaliar esta

rendibilidade? Ribeiro e Quesado (2017) identificam três formas: análise fundamental; análise técnica; ou, teoria do passeio aleatório.

A análise fundamental é uma técnica utilizada que consiste em analisar o valor das ações com base no histórico do seu comportamento, ou seja, evolução de resultados, política de distribuição de dividendos, informação atual e perspectivas de evolução e crescimento. De acordo com Gitman e Joehnk (2005) a junção de toda esta informação permite avaliar o valor das ações no mercado bolsista.

A análise técnica é igualmente uma técnica tradicional de avaliação, que além de utilizar toda a informação referida na análise fundamental, adiciona-lhe técnicas analíticas de previsão da evolução das cotações, com base em modelos matemáticos, estatísticos e econométricos. A técnica mais conhecida é a Teoria de Dow (Ribeiro, A. e Quesado, P. et al., 2017, p.109-126). Segundo Morais e Pinto (2002) a Teoria de Dow assenta em que o preço do mercado de uma ação é o resultado da conjugação entre a oferta e a procura, estudando sobretudo a vertente histórica dos preços e os respetivos volumes de transação, por forma a se determinar as tendências de evolução futura.

Quanto à teoria do Passeio Aleatório, Valderrama (1977) defende que, conforme o próprio nome indica, o estabelecimento do valor das ações é completamente aleatório, não corroborando com nenhuma das análises anteriores. O comportamento das ações em bolsa é totalmente aleatório e impossível de determinar *à priori*.

Qualquer uma das técnicas referidas, pretende evidenciar o desempenho dos títulos de forma a informar os investidores sobre o seu potencial de criação de riqueza. Nesta ótica, o conceito de rendibilidade é muito importante para os investidores, sendo o tema principal do ponto seguinte do trabalho.

### **2.5.3 Cálculo da Rendibilidade**

Os indicadores de rendibilidade pretendem dar uma visão da capacidade de qualquer investimento gerar resultados. Assim, normalmente o valor de rendibilidade está associado à relação entre os resultados criados e o investimento realizado (Teixeira e Amaro, 2013).

A nível empresarial, a rendibilidade pode ser determinada na perspetiva da empresa ou dos proprietários. A rendibilidade da empresa pretende estudar a capacidade global do negócio para libertar resultados que sejam capazes de superar a remuneração pretendida pelos proprietários e pelos parceiros financeiros nos investimentos que realizam na atividade. Já a rendibilidade na perspetiva dos proprietários, evidencia o resultado que especificamente poderá remunerar os detentores do capital, tendo em consideração apenas o investimento realizado por eles na atividade da empresa (Teixeira e Amaro, 2013).

Assim, irão ser de seguida analisados os indicadores mais referenciados pela bibliografia para medir a rendibilidade. Ao nível da empresa, irá ser abordado o *Return On Investment*, mais conhecido por ROI; ao nível dos proprietários, irá ser abordada a Rendibilidade dos Capitais Próprios (RCP) e, numa perspetiva mais próxima dos investidores nos mercados de capitais, a Rendibilidade das Ações, também conhecida pela sua designação em inglês *Total Share Return – TSR* (Neves, 2012).

O conceito do ROI já é utilizado há muitos anos, sendo uma medida de desempenho financeiro usada em milhares de empresas (Phillips, 2007). De notar que, este indicador surge muitas vezes com outras designações como Rendibilidade do Ativo ou *Return On Asset (ROA)*, mas na prática, o objetivo prende-se sempre com evidenciar a capacidade do investimento realizado na atividade gerar resultados que permitam remunerar os investidores.

Esta medida foi criada pela empresa *DuPont Power Company* e tinha como objetivo principal auxiliar a gestão da empresa (Neves, 2011). Assim, o ROI pode ser

definido como um indicador do desempenho dos capitais totais investidos na empresa, independentemente da sua forma de financiamento, evidenciando a capacidade da atividade gerar autofinanciamento e sustentabilidade financeira a longo prazo, bem como a sua capacidade de atrair capitais próprios e alheios (Neves, 2012).

De acordo com Teixeira (2008), a forma tradicional de cálculo deste indicador em termos gerais é a seguinte:

$$ROI = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Activo Total}} \times 100$$

A RCP corresponde à remuneração que a atividade gera para os proprietários da empresa (Teixeira, 2008). Este indicador, serve de referência para comparar com as taxas de rendibilidade de aplicações alternativas, permitindo aos detentores do capital verificarem se a remuneração do seu investimento se encontra no nível desejado, de acordo com o nível de risco da empresa e de outras potenciais aplicações de capital (Neves, 2012). A fórmula de cálculo da rendibilidade dos capitais próprios é a seguinte (Teixeira, 2008):

$$RCP = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capitais Próprios}} \times 100$$

Segundo Teixeira et al (2013), a TSR é uma medida de avaliação do desempenho financeiro que expressa em percentagem as alterações nas cotações das ações de uma empresa e tem em consideração os dividendos para os investidores gerados pelos mesmos títulos num determinado intervalo de tempo, face ao seu preço inicial no período em análise (que para efeitos de cálculos representa o investimento inicial).

Como tal, é uma medida que permite determinar a rendibilidade potencial que um investidor tem num período de tempo específico, se detiver na sua posse uma ação.

Por isso, é um indicador muito utilizado para comparar o desempenho financeiro dos títulos de uma empresa cotada nos mercados de capitais (Rocha e Selig, 2001).

Segundo Neves (2011) o cálculo da TSR evidencia o benefício a obter pelos investidores em duas rubricas: o dividendo (*dividend yield*) e a mais-valia (valorização bolsista), ou seja:

$$TSR = \frac{D_i}{P_{i-1}} + \frac{P_i - P_{i-1}}{P_{i-1}}$$

Legenda:

$D_i$  – Dividendo atribuído no período  $i$

$P_i$  – Preço da ação ou cotação no período referido no índice  $i$

Young & O'Byrne (2003), afirmam que o TSR é a medida de avaliação da rendibilidade mais relacionada com a real criação de valor para o acionista num determinado período de tempo, sendo função dos dividendos e das oscilações do preço das ações. Assim, este indicador por ter como base a cotação das ações, é considerado como o que melhor representa as expectativas do mercado sobre a performance de uma empresa (Neves, 2011).

#### **2.5.4. Rendibilidade Supranormal**

Teixeira et al (2013), concluem que o conceito de rendibilidade é um conceito muito importante na avaliação do desempenho financeiro das empresas, no entanto, consideram-no limitado, pois não considera a remuneração exigida pelos investidores. Neste sentido, surge o conceito de rendibilidade anormal. A análise de resultados começou a ser direccionada para os lucros supranormais, ou seja, a capacidade da sociedade de gerar valor acima do esperado (Teixeira et al, 2013, p.5).

A análise de rendibilidade de um investimento / de uma sociedade, pela evolução económica, pela competitividade e pela inovação, tem vindo a ser substituída pela lógica dos excedentes financeiros, ou seja, pela lógica de gerar valor (Teixeira et al,

2013). De acordo com os mesmos autores existe uma preocupação cada vez maior com a criação de valor “em detrimento da simples análise dos lucros”. Ou seja, o investimento externo numa sociedade / organização só é benéfico se os resultados finais conseguirem remunerar o investimento efectuado e ainda gerar valor para a sociedade ou para o investidor, superior ao esperado (Teixeira et al, 2013).

Calcular a criação de valor consiste, em analisar a rendibilidade anormal do investimento, isto é, a diferença entre a rendibilidade obtida e a rendibilidade esperada. Por rendibilidade esperada entende-se a rendibilidade expectável de um determinado investimento (capital aplicado) com base na análise histórica e comportamental do mesmo.

### ***Rendibilidade Supranormal = Rendibilidade Real – Rendibilidade Esperada***

A nível da atividade da empresa, a rendibilidade esperada está normalmente associada ao conceito do custo médio ponderado do capital, muitas vezes também designado pela sua nomenclatura inglesa – WACC – *Weight Average Cost of Capital* (Teixeira, 2008).

O conceito de rendibilidade esperada ou de custo de capital, está normalmente relacionado com o retorno que determinado investimento deve gerar, sendo definido como a taxa de remuneração exigida pelos investidores, considerando o risco do negócio. No que diz respeito às empresas, o conceito de rendibilidade esperada interfere com as decisões dos investidores sobre os ativos em que investir e a forma como os financiar, tendo presente a maximização do valor da organização (Neves, 2012).

A atividade das empresas é financiada, tanto através de capitais alheios como por meio de capitais próprios, tendo ambas as fontes de financiamento um custo específico, que está associado ao risco incorrido pelos diferentes investidores (por isso, é vulgar os proprietários exigirem uma remuneração superior, visto que, para além de gerirem o negócio, no caso de falência da empresa só acedem ao património existente após serem cobertas as obrigações com terceiros). Tendo

presente esta ideia, de que existem custos diferentes para as várias fontes de financiamento, foi criado o conceito de custo médio ponderado do capital, mais conhecido pela sua designação em inglês, o WACC (Teixeira, 2008). A sua fórmula de cálculo é a seguinte (Teixeira, 2008):

$$\text{WACC} = (\text{CP} / \text{A}) \times \text{Ke} + (\text{P} / \text{A}) \times \text{Kd} \times (1 - t)$$

Legenda:

CP-» Capital Próprio; A-» Ativo Líquido; Ke-» Custo do Capital Próprio; P-» Passivo; Kd-» Custo do Capital Alheio; t-» Taxa efetiva de imposto sobre o rendimento.

Observando a fórmula apresentada, a estrutura ótima de capital (ou nível de endividamento ótimo) é aquela que minimiza o WACC, e conseqüentemente maximiza o valor da empresa.

O WACC é constituído pela soma dos custos dos capitais próprios e dos passivos, devidamente ponderados pelo seu peso no financiamento do ativo líquido. Assim, pretende-se que os gestores tenham em atenção as fontes de financiamento mais baratas, tornando menor o custo do capital necessário para financiar a atividade. Ao reduzirem o valor do WACC contribuem igualmente para a criação de valor porque, reduzem o custo do investimento e em simultâneo aumentam o valor dos excedentes financeiros criados (Teixeira et al, 2013).

No que diz respeito, ao custo das fontes de financiamento alheias remuneradas, tem-se por referência normalmente as taxas de juro contratadas junto das instituições financeiras, ou a relação entre os gastos financeiros do período e o passivo remunerado no final do exercício anterior (Neves, 2012).

Quanto ao custo do capital próprio, no caso das empresas cotadas em bolsa, é determinado em função da rendibilidade esperada, calculada através do *Capital Asset Price Model* (CAPM) que mede a remuneração a exigir pelos proprietários tendo por base a rendibilidade do mercado e o risco associado aos títulos; nos

restantes casos, poderá ser determinado, tendo em conta a rendibilidade média dos capitais próprios do setor de atividade ou, pela adição de um prémio de risco ao custo de financiamento bancário da empresa (Neves, 2012). A esse propósito, Damodaran (2007) e organizações especializadas, como a COFACE, sugerem prémios de risco a utilizar como referência nas empresas, de acordo com o risco dos países onde atuam.

Ao nível da rendibilidade esperada pelos proprietários, esta visa fornecer uma imagem do nível de resultados que os seus investimentos deverão ser capazes de gerar, tendo em consideração o risco associado.

Em particular, no mercado de capitais, o cálculo da rendibilidade esperada está sempre associado ao risco da operação (Silva, 2016, p.16). Neste sentido, podem-se utilizar vários modelos de quantificação da rendibilidade esperada versus risco associado. No entanto, na literatura (por exemplo, Neves, 2012) são referidos como os mais utilizados, o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), o modelo APT - *Arbitrage Pricing Theory* e a hipótese de mercados eficientes. A forma de calcular o risco em cada um destes modelos é o que os diferencia.

O *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), é um método que procura analisar a relação entre o risco e o retorno esperado de um investimento, sobretudo utilizado para apurar o custo do capital próprio. Este último representa a remuneração que deve ser exigida pelos detentores do capital, considerando o risco associado à empresa. (Silva, 2016, p.25).

De acordo com Quesado et al (2016) o CAPM pressupõe que a rendibilidade esperada de uma ação depende única e exclusivamente do fator “risco sistemático” que esse ativo apresenta no mercado de capitais. Citando Fama e French (2004) através de Ribeiro e Quesado (2017), o modelo CAPM pode ser expresso da seguinte forma:

$$r_j = \alpha + \beta \times (r_m - r_f)$$

Em que:

$r_j$  – retorno exigido pelo investimento  $j$  ou CAPM;

$\alpha$  – taxa de investimentos sem risco

$r_m$  – retorno médio do mercado

$\beta$  – Índice de risco da empresa face ao mercado

Com base neste método, Silva (2016) conclui que o cálculo da remuneração exigida depende sobretudo do valor de  $\beta$ , que mede a forma como os títulos da empresa reagem, comparativamente ao mercado, às oscilações de factores transversais a todas as empresas, como inflação, crise financeira, desastres naturais (o denominado risco sistemático). Em Portugal, o  $\beta$  pode ser obtido através dos relatórios das áreas de research das instituições financeiras ou pela Bloomberg agência de dados financeiros. Ou seja, o prémio de risco ( $r_m - r_f$ ) é influenciado pelas variações ocorridas num índice representativo do risco da empresa face à evolução da bolsa. Ao somarmos o prémio calculado à remuneração sem risco, determinamos o custo do capital investido pelos acionistas, representando o valor a exigir por cada unidade monetária investida.

Contudo, de acordo com Silva (2016), ao calcular-se um valor mínimo de rendibilidade esperada não significa que o mesmo seja alcançado.

O *Arbitrage Pricing Theory* baseia-se no princípio de que dois ativos financeiros idênticos devem transaccionar-se no mercado ao mesmo preço. Ao contrário do modelo anterior, o modelo APT é um modelo multifatorial, ou seja, assente num conjunto de índices, em que cada um representa um fator que influencia a rendibilidade do ativo financeiro (Silva, 2016)

O modelo APT surge por oposição ao modelo CAPM. Ou seja, para alguns analistas o CAPM apenas contempla um fator de risco (o valor de  $\beta$ ), sendo necessário a criação de um modelo multifatorial. Ross (1976) identificou quatro variáveis económicas que podem influenciar o preço das ações, o fluxo de caixa futuro e a taxa de rendibilidade das empresas. São eles: inflação, produção industrial, prémios de risco e inclinação da estrutura das taxas de juro, por considerar que estes quatro

factores são transversais a todos os mercados e títulos. Na prática o autor mantém a estrutura linear do CAPM, mas desdobra por assim dizer o fator influenciador em quatro (Silva, 2016).

A rendibilidade através do modelo APT pode ser obtida da seguinte forma:

$$R_i = \alpha_i + b_{i1} F_{i1} + b_{i2} F_{i2} + \dots + \epsilon_i$$

Em que:

$\alpha_i$  - rendibilidade esperada (independente dos vários factores)

$F_i$  – valor do fator  $i$  que influencia a rendibilidade (a rendibilidade do mercado, o nível da taxa de juro, a taxa de inflação e os índices industriais)

$b_i$  – mede a sensibilidade da rendibilidade  $i$

$\epsilon_i$  – variável residual (não está relacionada com os vários factores)

Assim, Ribeiro e Quesado (2017), referem que os estudos das variáveis que podem explicar o preço das ações no mercado de capitais revelam-se de extrema importância para as empresas cotadas em bolsa. Esta importância resulta do facto de se passarem a conhecer quais as variáveis económicas e financeiras que devem prestar mais atenção, assim como, que política de dividendos e investimentos devem praticar para que o preço das ações da empresa no mercado de capitais aumente. Salientam, ainda, que esta informação pode ser bastante útil para os investidores que atuam no mercado de capitais, uma vez que lhes permite ter uma referência de valor e rendibilidade das ações.

No limite, o preço final das ações é influenciado por várias vertentes: informação; lei da oferta e da procura, fatores internos / fatores externos à empresa, entre outros, e, sobretudo pela eficiência de mercado, ou seja, de que forma toda esta informação quando disponibilizada ao público influencia as cotações das ações, ou seja, de que forma o mercado absorve esta informação (Vasco, 2011).

Fama (1970), pioneiro no estudo da eficiência de mercado de capitais divide os mercados em:

- Forma fraca de eficiência, quando o valor da ação revela toda a sua informação histórica, utilizando variáveis tais como dividendos ou taxas de juro históricas;
- Forma semiforte, quando o valor da ação reflecte, não só o seu comportamento histórico, como também as informações disponibilizadas pela empresa à data (estudo dos eventos);
- Forma Forte, quando o preço da ação incorpora não só toda a informação disponível como também informação privada, ou seja, informação privilegiada.

De salientar que, a grande maioria dos estudos nesta área centra-se na velocidade com que a informação é incorporada. E os resultados desses mesmos estudos desdobram-se da seguinte forma: i) estamos perante um mercado racional quando não existem diferenças entre o valor das ações e as expectativas dos investidores (eficiência fraca). Ou seja não é possível obter uma rendibilidade anormal com base no estudo destas variáveis; ii) no seu estado semi-forte, os preços ajustam-se em torno da divulgação pública de um determinado evento, portanto, os preços têm refletida toda a informação pública relevante; e, finalmente iii), na forma mais forte da eficiência de mercado, nenhum investidor deverá conseguir obter rendibilidades anormais com base em qualquer tipo de informação, sobretudo privada (Pinto, 2003).

Assim, no cômputo geral, existem vários modelos que permitem estudar a rendibilidade das empresas e das ações e o nível de criação de riqueza que deverá ser exigida (esperada) pelos investidores.

## ***2.6. Interpretação do Evento***

O Estudo da Interpretação do Evento assume primordial importância no presente trabalho, na medida em que é precisamente nesta área que o mesmo se enquadra, ou seja, pretende-se verificar se os resultados desportivos têm impacto nas cotações dos títulos das sociedades anónimas desportivas portuguesas cotadas em

bolsa. As ações das sociedades ou organizações são normalmente adquiridas como investimento, tendo como objetivo, obter no momento da alienação do título um resultado igual ou superior ao do momento da aquisição. No entanto, Reis, (2011, p.3) afirma que no caso dos clubes de futebol a razão intrínseca é diferente: Uma “irracionalidade que parece estar correlacionada com a estima para com o clube”. Assim, competições nacionais, competições internacionais e os resultados obtidos (vitórias, derrotas, empates) podem influenciar esta irracionalidade?

A metodologia do estudo dos eventos foi utilizada a nível mundial, em várias áreas, tendo sido testada no mercado bolsista português por Isidro (1998), onde as principais conclusões do seu estudo indicam que o mercado em termos gerais, não apresentava uma volatilidade anormal nos dias circundantes ao anúncio de lucros.

Já para Duarte (2011) os resultados comprovam que o mercado bolsista português mostra indícios de anomalias momentâneas, gerando rendibilidades anormais em determinados momentos do tempo.

De salientar, também, o comportamento temporal num mercado bolsista, ou seja o “efeito de calendário”. O efeito de calendário são alterações ocorridas no valor das ações diretamente relacionadas com eventos temporais e sazonais, nomeadamente efeito mês do ano, efeito mudança de ano, efeito dia da semana, efeito de feriado. Em suma, existem oscilações no valor das ações que resultam diretamente de alguns efeitos de calendário. Por exemplo, no final do ano tende-se a verificar rendibilidades anormais positivas; às segundas-feiras tende-se a verificar rendibilidades anormais negativas; na mudança do mês tendem-se a verificar rendibilidades anormais superiores (Câmara, 2013, p. 10).

Neves (2009) destaca um estudo efectuado pela Universidade Aberta, subordinado ao tema “A Contabilidade e o Mercado de Capitais. Esse estudo acerca do “Impacto da Divulgação dos Resultados Contabilísticos nos Preços das Ações”, conclui que para a generalidade dos títulos, o impacto semanal é superior ao impacto diário.

Muitos estudos internacionais foram efectuados no sentido de apurar quais os comportamentos mais significativos nos mercados financeiros. As conclusões dos estudos analisados sugerem que os efeitos de calendários realmente existem:

- Wachtel (1942) e Haugen e Lakonishok (1988) confirmam empiricamente o efeito mudança de ano (*turn-of-the-year*);
- Osborne (1962), Cross (1973), French (1980), Gibbons e Hess (1981), Lakonishok e Levi (1980), Smirlock e Starks (1983), Keim e Stambaugh (1983), Rogalski (1984) e Jaffe e Westerfield (1985), comprovam a existência do efeito de calendário dia da semana;
- As conclusões de Lemgruber et al. (1988) apontavam para a existência de um efeito fim-de-semana, com as sextas-feiras a gerarem rendibilidades anormais tendencialmente positivas no mercado brasileiro;
- Hansen e Lunde (2003), desenvolveram um estudo empírico aos mercados bolsistas de 10 países para testar a significância estatística de diversos efeitos de calendários. As principais conclusões foram o efeito final de ano, com os últimos dias do ano a tenderem para apresentar rendibilidades anormais positivas, o efeito dia da semana, com as segundas-feiras, a apresentarem tendencialmente rendibilidades anormais negativas e o efeito viagem do mês, referente à tendência das rendibilidades serem superiores na mudança do mês.

Em Portugal, foram igualmente testadas as consequências dos efeitos de calendário, designadamente no estudo de Balbina e Martins (2002), onde concluíram que as rendibilidades nas vésperas de feriados eram, em média, 23 vezes mais elevadas do que em dias normais. Adicionalmente, as rendibilidades eram significativamente positivas nas vésperas de feriados e negativas nos dias seguintes a estes (Câmara, 2013).

## ***2.7. Estudos sobre o valor das ações das sociedades desportivas***

A literatura existente sobre a relação casuística direta entre os resultados desportivos e o valor das ações não é extensa nem pouco mais ou menos. A razão pela qual esta situação acontece é porque só muito recentemente os clubes

passaram a disponibilizar o seu capital em bolsa. E mesmo entre Portugal e as restantes SAD Europeias existe uma grande diferença no que diz respeito à distribuição de dividendos, o que diminui ainda mais a literatura existente e o interesse pelo tema. Primeiro, só no final da década de 90, princípios do ano 2000, um número considerável de clubes portugueses se transformou em sociedades anónimas.

Porém, a nível internacional podem-se encontrar algumas referências relativamente a este tema.

No ano 2000, Ronneboog e Vanbrabant estudaram o efeito dos resultados desportivos no valor das ações dos clubes de futebol ingleses cotados na *London Stock Exchange* e na *Alternative Investment Market* entre 1995 e 1998. A metodologia utilizada foi o estudo de eventos e concluíram que no dia seguinte a uma vitória, as ações apresentam uma rendibilidade anormal de quase 1%. Caso o resultado fosse negativo para o clube as ações desciam entre 0,6% e 1,4%. Os autores não evidenciaram diferenças entre jogos nacionais e internacionais.

No ano seguinte Brown e Hartzell (2001), utilizando a mesma metodologia, mas desta feita num desporto diferente, basquetebol, estudaram o impacto dos resultados dos Boston Celtics na *National Basketball Association* e concluíram que os resultados afetavam directamente o valor das ações.

Duque e Ferreira (2005) foram os primeiros autores a estudar o tema em Portugal. O universo utilizado foi os resultados e os valores das ações das SAD's Sportinguista e Portista, nos anos entre 1998 e 2003, por serem ainda os únicos clubes cotados em bolsa. Os autores comprovaram uma relação direta entre bons resultados / bons desempenhos bolsistas e maus resultados / maus resultados bolsistas.

Palomino et al (2005) analisaram cerca de 16 equipas inglesas entre os anos 1999 e 2002, comprovando os retornos anormais dos valores das ações. Verificaram

também que os títulos tendem a incorporar mais eficazmente os resultados positivos do que os negativos.

Uma abordagem diferente foi tida por Edmans et al (2007) que introduziram a variável estado emocional dos investidores. As conclusões apontam para que exista uma rendibilidade anormal negativa significativa ao nível das derrotas em jogos internacionais.

Portugal volta a ser objecto de estudo por Scholtens e Peenstra (2009) que analisaram os jogos de equipas internacionais de oito países europeus (Portugal, Inglaterra, Escócia, Turquia, Itália, Alemanha, Holanda e Dinamarca). Foram estudados 1247 jogos. Neste estudo, verificou-se que as vitórias significaram, em média, retornos anormais positivos na ordem dos 0,36%. No entanto, as derrotas conduziam a resultados muito mais significativos, pese embora negativos (-1,41% e -1,10%).

Reis (2011) estudou o impacto de 494 jogos e os seus resultados nas ações dos clubes portugueses de futebol cotados em bolsa entre o período de 1 agosto 2007 e 23 maio 2011. Os resultados vão ao encontro dos resultados de outros estudos, em que as vitórias desportivas têm pequenos impactos positivos na rendibilidade supranormal (+0,14%), enquanto a derrota e os empates descem o valor das ações entre 0,56% e 0,61%. O autor refere, ainda, que esta fraca variação nas rendibilidades pode estar relacionada com o facto de, em Portugal, apenas estarem cotadas em bolsa Sporting Clube de Portugal, Futebol Clube do Porto e Sport Lisboa e Benfica e, por isso, apenas haver alterações quando os jogos se disputam entre os mesmos.

Pinto (2013) aplicou o método de estudo de eventos nas épocas desportivas 2010/2011 e 2011/2012 dos 3 principais clubes cotados na bolsa portuguesa, avaliando sobretudo a cotação às sextas e às segundas feiras, totalizando 174 eventos. Os resultados deste trabalho contrariam todos os restantes elaborados anteriormente. O autor afirma não existir relação entre o valor das ações e o resultado desportivo obtido.

Lopes (2017) seguiu algumas das metodologias já apresentadas, dando importância à variável das transferências mediáticas no Sporting Clube Portugal, no Futebol Clube Porto e no Sport Lisboa e Benfica, no período de 1 de agosto de 2007 a 13 março de 2013. Concluiu que as transferências mediáticas têm impacto significativo nas ações dos diferentes clubes. Não só nos próprios, como nos restantes clubes da Liga analisados.

### **3. Metodologia**

Para a elaboração do presente trabalho foi utilizada a metodologia do “Estudo de Evento”, que consiste na análise do impacto que um determinado evento específico tem sobre a cotação das ações na bolsa, num determinado período de tempo. No caso concreto deste trabalho foi analisado o impacto dos resultados desportivos na cotação das ações de uma Sociedade Anónima Desportiva.

O trabalho recai sobre o clube Sport Lisboa e Benfica, clube cotado em bolsa, através da Benfica SAD, desde maio de 2007, de acordo com dados da Euronext. O período analisado decorre entre as datas 09 de julho de 2016 e 18 maio 2019, correspondente a 3 épocas desportivas, designadamente 2016/2017, 2017/2018 e 2018/2019.

O evento a analisar são os resultados dos jogos. São consideradas as derrotas, os empates e as vitórias. Dentro do universo seleccionado apurámos 176 eventos, dos quais 132 foram jogos verificados em competições nacionais e 44 foram competições Internacionais, entre os quais Liga dos Campeões e Liga Europa (as mais importantes competições europeias). Os dados foram recolhidos do site [www.zerozero.pt](http://www.zerozero.pt).

Para o presente trabalho interessa analisar apenas os valores das ações no dia útil a seguir ao jogo, no qual houve transacções na bolsa portuguesa. Ou seja, só poderemos retirar conclusões se a janela de observação for reduzida apenas ao dia útil imediatamente a seguir ao jogo, sem sobreposição de resultados (nacionais e internacionais). Os jogos nacionais realizaram-se entre sextas e domingos, e os jogos internacionais realizaram-se sempre a dias de semana, mas com especial incidência nas terças-feiras. Caso alargássemos a nossa janela de observação para mais dias, podíamos sobrepor resultados diferentes entre si e, portanto, obter interpretações erradas. A mesma metodologia foi utilizada por outros investigadores como por exemplo, Reis (2011), Pinto (2013) e Lopes (2017).

Para calcularmos o impacto dos resultados no valor da cotação das ações, utilizámos o cálculo da rendibilidade supranormal, ou seja, a diferença entre o retorno esperado pelo investidor e o efetivamente observado, calculado através da seguinte fórmula (Neves, 2012):

$$\text{Rendibilidade Supranormal} = \text{rendibilidade real} - \text{rendibilidade esperada}$$

Começou-se por calcular a rendibilidade real, para a qual foi utilizada a seguinte equação, que tem por base a mais valia potencial que poderá estar associada ao impacto do resultado desportivo:

$$\text{Rendibilidade real} = \frac{\text{Cotação dia útil a seguir ao jogo} - \text{cotação dia útil anterior ao jogo}}{\text{cotação dia útil anterior ao jogo}}$$

De notar que, não foi considerado o valor de eventuais dividendos, uma vez que não têm sido prática comum nas sociedades anónimas desportivas portuguesas.

A rendibilidade esperada, por sua vez, consiste na expectativa que os investidores têm sobre o que esperam ganhar face ao investimento realizado. Pode ser calculada de várias formas, como referido em capítulos anteriores. No entanto, para o presente trabalho utilizou-se o modelo de mercados financeiros, baseado na rendibilidade de mercado do índice PSI20, composto pelas 20 empresas com maior liquidez e dimensão na bolsa portuguesa, de acordo com a seguinte expressão (Neves, 2012; Lopes, 2017):

$$r_j = \alpha + \beta \times R_m$$

Em que:

$r_j$  – retorno exigido pelo investimento  $j$  ou CAPM;

$\alpha$  – taxa de rendibilidade do título sem considerar o risco de mercado

$r_m$  – retorno médio do mercado

$\beta$  – Índice de risco da empresa face ao mercado

Para o cálculo dos parâmetros  $\alpha$  e  $\beta$  foi aplicado o modelo de regressão linear com base na variável de Rendibilidade Real das ações do Sport Lisboa e Benfica e do indicador de mercado PSI20, obtendo-se os seguintes resultados:

**Tabela 6 - Regressão Linear**

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	<b>,00054</b>	,00294		,18218	,85565
	Valor rentabilidade PSI20	<b>,06183</b>	,49013	,00956	,12616	,89975

a. Dependent Variable: Rendibilidade real

Pode-se constatar que o ativo em questão (ações do Sport Lisboa e Benfica), quando comparado com o risco de mercado - PSI20 -, tem um risco baixo, uma vez que o valor de  $\beta$  é inferior a 1 (0,00956). Significa que a rendibilidade dos títulos em análise oscila bastante menos face aos fatores que compõem o risco sistemático do mercado português, que o indicador PSI20, representativo das 20 ações mais importantes do mercado de capitais nacional.

Em termos teóricos, a rendibilidade supranormal é definida como a diferença existente entre a rendibilidade obtida e a rendibilidade esperada. Por isso, considera-se que há rendibilidade supranormal quando:

$$\text{Rendibilidade real} > \text{Rendibilidade Esperada}$$

A fim de se testar a hipótese de investigação que pretende evidenciar que os resultados desportivos semanais têm impacto nas rendibilidades das ações, aplicaram-se Testes Paramétricos e Não Paramétricos, o T-test e o Teste de Wilcoxon, respectivamente.

No primeiro caso definiu-se como hipótese nula ( $H_0$ ) que os resultados não têm impacto nas cotações, ou seja, a rendibilidade supranormal é igual a 0 (zero). Como

os resultados apontam para a não normalidade da amostra, foi necessário efectuar o Teste de Wilcoxon.

O Teste de Wilcoxon (*Wilcoxon Signed-ranks Test*) deverá ser utilizado para comparar amostras simples, utilizando apenas os rankings dos dados, em substituição do Teste T, que não sigam uma distribuição normal.

Neste caso, o teste de hipótese é:

$H_0: Md = \partial_0$

$H_1: Md \neq \partial_0$

Sendo que  $\partial_0 = 0$ . Assumimos que a média e a mediana das amostras são semelhantes devido à hipótese de simetria da distribuição. Os valores críticos das regiões de rejeição para os testes efetuados, segundo uma distribuição normal, estão resumidos a seguir:

- Valor z: 1,96; Teste Unilateral: 2,50%; Teste Bilateral: 5%;
- Valor z: 1,645; Teste Unilateral: 5%; Teste Bilateral: 10%;
- Valor z: 1,282; Teste Unilateral: 10%; Teste Bilateral: 20%.

Na análise e discussão de resultados apresentadas a seguir, utilizou-se sempre a região unilateral. A lógica foi a de testar se o retorno supranormal no dia seguinte às vitórias é maior ou igual a zero, e se o dos empates e derrotas é menor ou igual a zero.

#### 4. Análise de Dados e Resultados Empíricos

Os dados apresentados no presente trabalho dizem respeito às cotações das ações da Benfica SAD entre o período de 09 de julho de 2016 a 18 de maio de 2019, correspondente a 3 épocas desportivas, designadamente 2016/2017, 2017/2018 e 2018/2019. O período em questão caracteriza-se por uma tendência de subida no valor das cotações em bolsa, quer ao nível do índice português de referência (PSI20), quer ao nível das ações da Benfica SAD, conforme se pode verificar nas figuras anexas.

**Figura 3 - Evolução valor cotação BENFICA SAD entre 09/07/2016 e 18/05/2019**



Fonte – Euronext

**Figura 4 - Evolução valor cotação PSI20 entre 09/07/2016 e 18/05/2019**



Fonte - Euronext

De referir, que a título nacional o Benfica foi campeão na época 2016/2017 e 2018/2019, tendo ficado em segundo lugar no campeonato nacional em 2017/2018. Do ponto de vista internacional, nestas 3 épocas o Benfica qualificou-se para a Liga dos Campeões, no entanto, apenas chegou aos oitavos de final na época 2016/2017. A boa performance desportiva, durante este período, poderá ser a justificação para a aposta constante dos investidores nestas ações da Benfica SAD.

De acordo com a metodologia referida no capítulo anterior, em relação à janela de observação, foram analisados os resultados dos jogos recolhidos no site [www.zerozero.pt](http://www.zerozero.pt). Apurámos 176 eventos, dos quais 132 foram jogos verificados em competições nacionais e 44 foram competições internacionais. A fim de se verificar

o pressuposto da normalidade para a aplicação do Teste Paramétrico T-Student, realizaram-se os testes de Kolmogorov-Smirnov e de Shapiro-Wilk e obtiveram-se os seguintes resultados:

**Tabela 7 - Teste de Normalidade**

Tests of Normality							
	Resultados	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Rendibilidade supranormal	Vitória	,086	115	,037	,973	115	,020
	Empate	,121	31	,200*	,931	31	,046
	Derrota	,138	30	,149	,879	30	,003

\*. This is a lower bound of the true significance.  
a. Lilliefors Significance Correction

Os mesmos indicam que as amostras não são normais, através dos valores de significância inferiores a 0,05. Os testes de Kolmogorov - Smirnov e de Shapiro - Wilk verificam se a distribuição da variável é ou não Normal, em que:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \text{a função de distribuição da variável } X \text{ é normal} \\ H_1: \text{a função de distribuição da variável } X \text{ não é normal} \end{array} \right.$$

Rejeita-se a hipótese nula  $H_0$  quando o nível de significância é inferior ao nível de significância do teste ( $\alpha$ ), normalmente quantificado no nível de 0,05. Razão pela qual, com base nos dados da tabela 7, a nossa amostra não é normal pois os valores de significância de ambos os testes revelam níveis de significância inferiores, em especial o teste de Shapiro - Wilk (Vitória – 0,02; Empate – 0,046; Derrota – 0,003).

Como os resultados apontam para uma não normalidade da distribuição, foram utilizados Testes Paramétricos e Não Paramétricos. Assim, tal como anteriormente referido, recorreu-se ao teste Paramétrico T-test e ao teste Não Paramétrico de Wilcoxon.

Na utilização do T-test, teve-se em consideração a comparação dos resultados obtidos e a rendibilidade das ações para apurar se existem diferenças significativas entre as duas amostras, em que:

- { H0: significância ( $\alpha$ ) < 0,05, ou seja existem diferenças significativas entre as amostras;  
 { H1: significância ( $\alpha$ ) > 0,05, ou seja não existem diferenças significativas entre as amostras.

**Tabela 8 - T-test**

One-Sample Test							
Resultados		Test Value = 0					
		t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
Vitória	rendibilidade supranormal	2,732	114	,007	,00869424	,0023907	,0149978
Empate	rendibilidade supranormal	-,557	30	,581	-,00476351	-,0222182	,0126912
Derrota	rendibilidade supranormal	-4,921	29	,000	-,02840563	-,0402106	-,0166007

Na tabela 8, verifica-se que o nível de significância é relevante no caso das vitórias e das derrotas, onde o alfa é inferior a 0,05, razão pela qual se pode concluir que existe uma relação direta entre os resultados dos jogos e o valor das cotações no dia útil seguinte, ou seja a rendibilidade das ações variam consoante a vitória ou a derrota. No caso do empate constata-se que a estatística não é significativa. Para além disso, verifica-se que, em termos gerais, a vitória tem impacto positivo, gerando uma rendibilidade média supranormal superior (0,00869) e que a derrota tem impacto negativo, gerando uma rendibilidade média supranormal inferior (-0,0284).

Reforça-se o estudo com a utilização do teste Wilcoxon. É um teste não paramétrico utilizado para comparar amostras simples utilizando apenas os rankings dos dados, que não sigam distribuição normal, como é o caso da amostra estudada.

**Tabela 9 - Teste Wilcoxon**

One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test Summary					
Resultados	Total N	Test Statistic	Standard Error	Standardized Test Statistic	Asymptotic Sig.(2-sided test)
Vitória	115	4273,000	358,326	2,618	,009
Empate	31	194,000	51,029	-1,058	,290
Derrota	30	29,000	48,618	-4,186	,000

Mais uma vez deteta-se um nível de significância inferior a 0,05. Logo, no caso das vitórias e das derrotas, de acordo com o teste de Wilcoxon, confirma-se que existem diferenças significativas na rendibilidade supranormal. Ou seja, verifica-se uma relação direta entre os dados.

De seguida, desagregaram-se os dados entre jogos nacionais e internacionais, de modo a verificar-se se existiam diferenças significativas nas estatísticas.

Na tabela 10, apresentam-se os resultados dos retornos supranormais no dia útil seguinte aos jogos nacionais e internacionais.

**Tabela 10 - T-test Resultados Supranormais**

One-Sample Test								
jogos	Resultados		Test Value = 0					
			t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Outros	Vitória	rendibilidade supranormal	1,057	10	,315	,00835951	-,0092634	,0259824
	Empate	rendibilidade supranormal	2,893	1	,212	,02029813	-,0688385	,1094347
	Derrota	rendibilidade supranormal	-,964	2	,437	-,01230011	-,0671815	,0425813
Nacional	Vitória	rendibilidade supranormal	2,190	90	,031	,00820824	,0007605	,0156560
	Empate	rendibilidade supranormal	-1,176	20	,253	-,01280606	-,0355199	,0099078
	Derrota	rendibilidade supranormal	-2,723	11	,020	-,03113867	-,0563119	-,0059654
Internacional	Vitória	rendibilidade supranormal	1,505	12	,158	,01237949	-,0055455	,0303045
	Empate	rendibilidade supranormal	,646	7	,539	,01008277	-,0268461	,0470116
	Derrota	rendibilidade supranormal	-4,297	14	,001	-,02944030	-,0441348	-,0147458

De acordo o T-test, pode-se constatar que em média as vitórias, quer nacionais quer internacionais, têm um impacto positivo (e estatisticamente significativo) no valor das ações. Ou seja, a capitalização bolsista no dia útil a seguir a uma vitória aumenta cerca de 0,08% e 1,2%, nos jogos nacionais e internacionais, respetivamente.

Destaca-se que, como se estão a ter em consideração as estatísticas dos testes unilaterais (se a rendibilidade supranormal é superior a zero, no caso de vitórias e inferior a zero, no caso das derrotas) os níveis de significância devem ser divididos por 2. Sendo assim, devem-se ler os seguintes valores:

Jogos Nacionais:

- Vitórias → nível de significância: 0,0155;
- Derrotas → nível de significância: 0,01.

Jogos Internacionais:

- Vitórias → nível de significância: 0,079;
- Derrotas → nível de significância: 0,0005.

Assim, quando se distinguem as vitórias nacionais e as vitórias internacionais, pode-se concluir que o mercado reage mais positivamente quando a mesma é internacional (uma vez que a rendibilidade supranormal é de 1,2%, enquanto nos jogos nacionais é de 0,8%). A justificação pode prender-se, do ponto de vista nacional estarmos perante uma competição que decorre durante uma época inteira, e portanto, existem várias oportunidades e hipóteses de reverter resultados negativos, enquanto nas competições internacionais, os resultados são de carácter eliminatório e com consequências financeiras imediatas. Talvez, razão pela qual o retorno supranormal seja maior nos resultados internacionais do que nos resultados nacionais.

Por sua vez, as derrotas têm um comportamento igualmente expressivo e direto na cotação das ações no dia útil seguinte. Quer a nível nacional, quer a nível internacional a rendibilidade supranormal tem em média -3% no valor da cotação. Ou seja, o mercado bolsista reage também às derrotas. Destaca-se que a estatística das derrotas é mais significativa que no caso das vitórias, o que evidencia uma resposta importante do mercado a este resultado. As derrotas implicam, no

campeonato nacional perda de pontos e respetivo atraso na classificação, que muitas vezes pode ser decisivo na luta pelo título. O mercado reage pior, portanto, a uma derrota do que a uma vitória. Este fenómeno pode ser justificado por sentimentos, estudados em finanças comportamentais, teoria que sustenta que os investidores, de uma forma geral, consideram mais penosa uma perda de dinheiro do que um ganho.

Por fim, os empates, têm um comportamento negativo quando estamos perante resultados nacionais (idêntico às derrotas, mas com percentagens menos expressivas, apenas -1,2%) e um comportamento positivo, em 1%, quando estamos perante competições internacionais. Em ambos os casos as estatísticas não são significativas.

No que diz respeito ao teste Wilcoxon, apresentam-se de seguida as suas estatísticas que confirmam os resultados anteriores do teste T-test.

**Tabela 11 – Teste Wilcoxon**

Tabela 11 - One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test Summary						
jogos	Resultados	Total N	Test Statistic	Stand ard Error	Standardize d Test Statistic	Asymptotic Sig.(2-sided test)
Outros	Vitória	11	49,000	11,247	1,423	,155
	Empate	2	3,000	1,118	1,342	,180
	Derrota	3	3,000	1,871	,000	1,000
Nacional	Vitória	91	2608,00 0	252,65 9	2,038	,042
	Empate	21	72,000	28,771	-1,512	,131
	Derrota	12	5,000	12,748	-2,667	,008
Internacional	Vitória	13	63,000	14,309	1,223	,221
	Empate	8	18,000	7,141	,000	1,000
	Derrota	15	4,000	17,607	-3,181	,001

No teste não paramétrico de Wilcoxon, verifica-se que tanto as vitórias como as derrotas (nacionais e internacionais) apresentam estatísticas significativas e que influenciam o valor das cotações das ações do Sport Lisboa e Benfica. Destaca-se, apenas que, a estatística no caso das vitórias internacionais apenas é relevante para

um grau de probabilidade de 90%, uma vez que o seu nível de significância se situa nos 0,11 (0,221 a dividir por 2 por se tratar de um teste unilateral) e o limite seria 0,1.

## 5. Conclusões

O presente trabalho de investigação teve por objetivo testar se os resultados desportivos condicionam rendibilidades supranormais na cotação das ações da Benfica SAD, cotadas em bolsa, nos períodos de 2016 a 2019.

Num ambiente cada vez mais profissional, exigente e competitivo no mundo do futebol, o financiamento deste mercado é alvo de estudo e observância. Por um lado, para as SAD's é importante que os investidores comecem a olhar para este mercado como uma opção de investimento. Por outro lado, para os investidores é importante investir em mercados de risco baixo e rendabilidades superiores.

A bolsa de valores é o cenário onde se encontram estas duas premissas e, tornou-se relevante, estudar as variáveis que influenciam esta realidade. Ou seja, como reage um investidor aos resultados, positivos ou negativos, dos jogos.

Do ponto de vista teórico foram estudados, entre outros temas, os conceitos de valorização de ações e o cálculo da sua rendibilidade quer do ponto de vista empresarial, quer do ponto de vista do proprietário ou mesmo do ponto de vista de mercado. Ficou claro, que a análise da rendibilidade passa cada vez mais pela análise da rendibilidade supranormal. Ou seja, pela lógica de lucros supranormais, que meda a capacidade das organizações gerarem valor acima dos resultados esperados.

Do ponto de vista empírico, o presente trabalho, teve por base testar se a SAD benfiquista gerava os tais lucros supranormais. Para o efeito, foram analisados os retornos das cotações nos dias úteis a seguir aos jogos. Conclui-se no final que, existe uma relação direta entre os resultados dos jogos e a cotação da ações em bolsa da SAD Benfiquista, registando-se uma rendibilidade supranormal em caso de vitórias, com um crescimento de 0,08% e 1,2% e, em caso de derrotas aproximadamente um decréscimo de -3%.

Quando existe uma comparação entre resultados nacionais e internacionais, o espírito dos investidores é linear, com exceção dos empates internacionais que

parecem dotar os investidores de uma espírito mais permissivo e benevolente, esperando os próximos resultados.

O resultado deste trabalho vai em linha de conta com resultados obtidos em trabalhos anteriormente realizados, em que se comprovavam a relação direta entre estas duas variáveis.

As maiores dificuldades encontradas na realização do presente trabalho estão relacionadas com o facto do número de SADs ser limitado em Portugal, o que torna mais difícil a generalização das cotações.

Para trabalhos futuros, penso que seria interessante acrescentar valorizações de outras SAD's e poder efetuar a comparação quantitativa entre elas, bem como acrescentar um estudo qualitativo de finanças comportamentais e quais as variáveis que influenciam o investidor no momento da tomada de decisão.

## Bibliografia

Abreu, M. e Mendes, V. (2009). *Financial Literacy and Portfolio Diversification*. Revista Quantitative Finance, pp. 515-528.

Assembleia da Republica, Lei 19/96 – Revisão da lei de Bases do Sistema Desportivo, Diário da Republica n.º 145, Serie I-A, de 25 junho 1996.

Assembleia da República, Lei 56/2013 – Alteração ao Regime Fiscal específico das Sociedades Desportivas, Diário da República n.º 156, 1.ª Série, de 14 Ago. 2013.

Assembleia da República, Lei n.º 1/90 – Lei de Bases do Sistema Desportivo, Diário da Republica n.º 11, Serie I, de 13 jan. de 1990.

Assembleia da República, Lei n.º 5/2007 – Lei de Bases da Atividade Física e do Desporto, Diário da República n.º 11, 1.ª Série, de 16 jan. 2007.

Camara, G., (2013). *O impacto dos anúncios dos dividendos nos preços das acções do mercado ibérico*. Dissertação de Mestrado em Ciências Económicas e Empresariais, Açores, Universidade dos Açores, Departamento de Economia e Gestão.

Cancela, R., (2017). *Direitos Desportivos sobre jogadores Profissionais: discussão de metodologia de mensuração alternativa ao custo histórico*. Dissertação Mestrado. Porto: Universidade do Porto.

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

Capelo, M.A., (2014). *As sociedades desportivas no Ordenamento Jurídico Português*”. Dissertação de Mestrado em Direito. Lisboa: Universidade Católica Portuguesa.

Damodaran, A. (2007). *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications*. Disponível em 22-12-2011 em <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf>

Dimson, E., e Mussavian, M., (2000). *Market efficiency - The Current State of Business Disciplines*”. Vol.3:959-970.

Duarte, E. M., e Oliveira, L.T., (2011). *Evidence of portuguese stock market abnormal returns*.

Elster, J., (1996). *Rationality and the Emotions*. The Economic Journal, 106 (438): 1386-1397.

FAMA, E.F., (1991). *Efficient Capital Markets: II*. The Journal of Finance 46(5), 1575-1617.

Ferreira, R.F., (2007). *Contabilidade para Não Contabilistas*. Cadernos IDEFF, Nº 4 (2ª Edição). Lisboa: Edições Almedina.

ISIDRO, H., (1997). *O preço dos títulos e o Anúncio dos Resultados no Mercado Acionista Português*. Tese de Mestrado em Ciências Empresariais. Lisboa: Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.

Levinson, M., (2005). *Guia dos Mercados Financeiros*., Lisboa: Editorial Caminho.

Marques, F. D., (2015). *A tributação Específica das Sociedades Desportivas em Portugal: o caso particular do Futebol Profissional*. Dissertação Mestrado em Gestão. Lisboa: Instituto Superior de Gestão.

Ministério da Justiça, Decreto-Lei n.º 262/86 – Aprova o Código das Sociedades Comerciais, Diário da República n.º 201/1986, Série I, de 02 set. de 1986;

Neves, J., (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*. (2ª Edição). Lisboa: Texto Editora.

Neves, J., (2012). *Análise e Relato Financeiro - Uma visão integrada de gestão*. (5ª Edição) Lisboa: Texto Editores.

Neves, L., (2009). *Sociedades Anónimas Desportivas e Mercado Capitais: Análise de Uma Década*. Dissertação Mestrado em Contabilidade e Auditoria. Lisboa: ISCAL.

Phillips, J. J. D., (2007). *Measuring ROI: The Process, Current Issues, and Trends*. Disponível em 22-02-2012 em [http://media.roiinstitute.net/articles/pdf/2007/06/20/Measuring\\_ROI-The\\_ProcessCurrent\\_Issues\\_and\\_Trends.pdf](http://media.roiinstitute.net/articles/pdf/2007/06/20/Measuring_ROI-The_ProcessCurrent_Issues_and_Trends.pdf).

Pinto, C., (2012). *Impacto dos Resultados desportivos dos principais clubes de futebol Nacional nas suas cotações no mercado de capitais*. Dissertação Mestrado em Gestão de Informação. Lisboa: Universidade Nova.

Presidência do Conselho Ministros, Decreto – Lei 10/2013 – Reformulação do Regime Jurídico das Sociedades Desportivas. Diário da República n.º 18, 1.ª Série, de 25 jan. 2013.

Presidência do Conselho Ministros, Decreto –Lei n.º 67/97 – Aprova o regime Jurídico das Sociedades Desportivas. Diário da República n.º 78, Série I-A, de 03 Abr. 1997.

Reis, P., (2011). *Impacto dos Resultados desportivos nas rendibilidades das ações dos clubes portugueses de futebol cotados em bolsa*. Dissertação de Mestrado em Finanças. Lisboa: Instituto Superior de Economia e Gestão.

Ribeiro, A. & Quesado, P., (2017). *Fatores Explicativos da Rendibilidade Anormal Anual das Ações*. European Journal of Applied Business and Management, pp. 109-126. Lisboa.

Rocha, J. S. e Selig, P.M. (2001). *O Uso de Indicadores de Desempenho como base para a Remuneração Variável nas Empresas e suas Influências nos Custos*. VIII Congresso Brasileiro de Custos - A Controladoria no Novo Contexto Organizacional. São Leopoldo, Brasil.

Rodrigues, A., (2012). *O Regime Fiscal das Sociedades Desportivas e o Enquadramento Tributário da Atividade dos Empresários Desportivos*. Dissertação Mestrado em Ciências Jurídico Económicas. Porto: Faculdade de Direito da Universidade do Porto.

Silva, C., (2016). *Investir nos Mercados Financeiros de Forma Sustentável*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças. Setúbal: Instituto Politécnico de Setúbal.

Teixeira, N. & Amaro, A. (2013). *Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor*. Revista Universo Contábil, 9(4), 157-178.

Teixeira, N. (2008). *A rendibilidade e a criação de valor*. Aveiro: XIII Encontro AECA.

VASCO, J.J., (2011). *Teste de eficiência semiforte do PSI20 no período 2008-2010*. Dissertação Mestrado Finanças e Seguros. Lisboa: Universidade Técnica de Lisboa.

Young, S., & O'Byrne, S. (2003). *EVA e Gestão Baseada no Valor – Guia Prático para Implementação*. Porto Alegre: Bookman.

### Webgrafia

Pinheiro, J. L., disponível em 03 jan.2019 em [http://www.mercadocomum.com/site/artigo/detalhar/historia\\_da\\_bolsa\\_de\\_valores/materias-publicadas](http://www.mercadocomum.com/site/artigo/detalhar/historia_da_bolsa_de_valores/materias-publicadas),

Marion, J. C., disponível em 27 dez.2018 em <https://conhecimentoatodos.wordpress.com/2014/05/29/contabilidade-uma-ciencia-social/>,

HUR, J., disponível em 03 jan. 2019 em <https://bebusinessed.com/history/history-of-the-stock-market/>

CMVM disponível em 03 jan. 2019 em  
<https://www.cmvm.pt/pt/CMVM/Apresentacao/Pages/Apresentacao-o-que-e-a-CMVM.aspx>;

Boido, C., & Fassano, A., “*Football and Mood in Italian Stock Exchange*” disponível em 06 jan.2019 em  
[https://www.researchgate.net/publication/242113525\\_Football\\_and\\_Mood\\_in\\_Italian\\_Stock\\_Exchange\\_Fussball\\_und\\_Stimmung\\_in\\_der\\_Italienischen\\_B](https://www.researchgate.net/publication/242113525_Football_and_Mood_in_Italian_Stock_Exchange_Fussball_und_Stimmung_in_der_Italienischen_B).

Santos, F.T., “A evolução do Mercado Capitais Português”, Economia Pura, 2001, disponível em 03 jan.2019 em <https://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/interven%C3%A7%C3%B5es.htm>

F.C.P. Futebol SAD – “Relatório e Contas Consolidado 2017/2018” disponível em 19 jan.2019 em  
<https://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/PC69869.pdf>

Sport Lisboa e Benfica – Futebol SAD – “Relatório e Contas 2017/2018” disponível em 19 jan.2019  
[https://www.slbenfica.pt/pt-pt/slb/sad/prest\\_contas/contas\\_anuais](https://www.slbenfica.pt/pt-pt/slb/sad/prest_contas/contas_anuais)

Sporting Clube de Portugal – Futebol SAD – “Relatório e Contas Anual 2017/2018” disponível em 19 jan. 2019 em <https://scpconteudos.pt/sites/default/files/documentos/relatoriocontas30junho2018.pdf>

Evolução e Objetivos da Contabilidade, disponível em 02 jan. 2019 em  
[http://professorprates.blogspot.com/2009/08/origem-evolucao-e-objetivos-da\\_25.html](http://professorprates.blogspot.com/2009/08/origem-evolucao-e-objetivos-da_25.html)

UEFA - Club Licensing Benchmarking Report, dados financeiros referentes ao ano 2016, disponível em 19 jan. 2019 em  
[https://www.uefa.com/MultimediaFiles/Download/OfficialDocument/uefaorg/Clublicensing/02/53/00/22/2530022\\_DOWNLOAD.pdf](https://www.uefa.com/MultimediaFiles/Download/OfficialDocument/uefaorg/Clublicensing/02/53/00/22/2530022_DOWNLOAD.pdf)

## 6. Anexos

### Anexo A: Cálculo do Beta

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Rendibilidade real	,000510	,0387877	176
valor rentabilidade PSI20	-,000417	,0059991	176

Correlations			
		Rendibilidade real	valor rentabilidade PSI20
Pearson Correlation	Rendibilidade real	1,000	,010
	valor rentabilidade PSI20	,010	1,000
Sig. (1-tailed)	Rendibilidade real	.	,450
	valor rentabilidade PSI20	,450	.
N	Rendibilidade real	176	176
	valor rentabilidade PSI20	176	176

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,00054	,00294		,18218	,85565
	valor rentabilidade PSI20	,06183	,49013	,00956	,12616	,89975

a. Dependent Variable: Rendibilidade real

**Anexo B: Estatísticas da rendibilidade supranormal**

Report						
rendibilidade supranormal						
Resultados	N	Mean	Std. Deviation	Median	Minimum	Maximum
Vitória	115	,0086942	,03412320	,0035337	-,07763	,10595
Empate	31	-,0047635	,04758612	-,0089327	-,08391	,11156
Derrota	30	-,0284056	,03161431	-,0216327	-,13365	,01046
Total	176	,0000000	,03878594	-,0001229	-,13365	,11156

Tests of Normality							
	Resultados	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
rendibilidade supranormal	Vitória	,086	115	,037	,973	115	,020
	Empate	,121	31	,200*	,931	31	,046
	Derrota	,138	30	,149	,879	30	,003

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

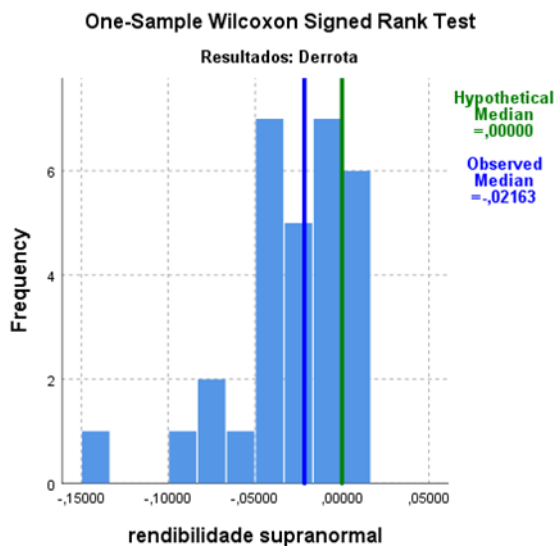
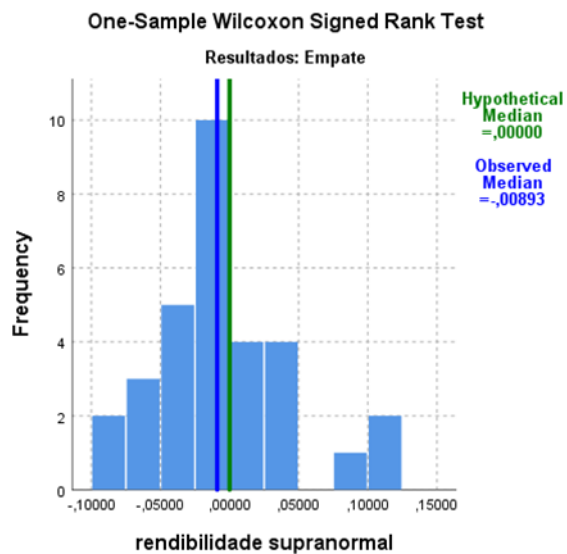
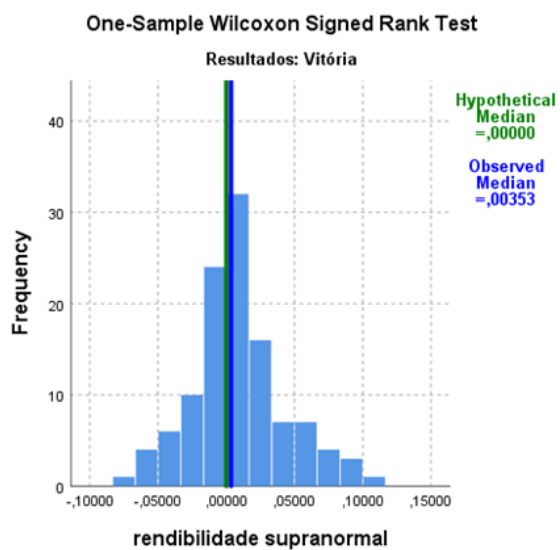
One-Sample Statistics – T-Test					
Resultados		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Vitória	rendibilidade supranormal	115	,0086942	,03412320	,00318201
Empate	rendibilidade supranormal	31	-,0047635	,04758612	,00854672
Derrota	rendibilidade supranormal	30	-,0284056	,03161431	,00577196

One-Sample Test –Test							
Resultados		Test Value = 0					
		t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
						Lower	Upper
Vitória	rendibilidade supranormal	2,732	114	,007	,00869424	,0023907	,0149978
Empate	rendibilidade supranormal	-,557	30	,581	-,00476351	-,0222182	,0126912
Derrota	rendibilidade supranormal	-4,921	29	,000	-,02840563	-,0402106	-,0166007

Hypothesis Test Summary (Non parametric Test)					
Resultados		Null Hypothesis	Test	Sig.	Decision
Vitória	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	,009	Reject the null hypothesis.
Empate	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	,290	Retain the null hypothesis.
Derrota	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	,000	Reject the null hypothesis.

Asymptotic significances are displayed. The significance level is ,050.

One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test Summary					
Resultados	Total N	Test Statistic	Standard Error	Standardized Test Statistic	Asymptotic Sig.(2-sided test)
Vitória	115	4273,000	358,326	2,618	,009
Empate	31	194,000	51,029	-1,058	,290
Derrota	30	29,000	48,618	-4,186	,000



**Anexo C: Estatísticas da rendibilidade supranormal (Análise com jogos nacionais/internacionais)**

Report							
rendibilidade supranormal							
jogos	Resultados	N	Mean	Std. Deviation	Median	Minimum	Maximum
Outros	Vitória	11	,0083595	,02623203	,0085720	-,04659	,05328
	Empate	2	,0202981	,00992100	,0202981	,01328	,02731
	Derrota	3	-,0123001	,02209275	,0001191	-,03781	,00079
	Total	16	,0059782	,02507401	,0058076	-,04659	,05328
Nacional	Vitória	91	,0082082	,03576184	,0035337	-,07763	,10595
	Empate	21	-,0128061	,04989924	-,0189113	-,08391	,10991
	Derrota	12	-,0311387	,03961986	-,0202031	-,13365	,00511
	Total	124	,0008416	,04065422	-,0000409	-,13365	,10991
Internacional	Vitória	13	,0123795	,02966266	,0023135	-,02660	,06683
	Empate	8	,0100828	,04417216	-,0029111	-,02668	,11156
	Derrota	15	-,0294403	,02653485	-,0222050	-,09096	,01046
	Total	36	-,0055558	,03732844	-,0108126	-,09096	,11156
Total	Vitória	115	,0086942	,03412320	,0035337	-,07763	,10595
	Empate	31	-,0047635	,04758612	-,0089327	-,08391	,11156
	Derrota	30	-,0284056	,03161431	-,0216327	-,13365	,01046
	Total	176	,0000000	,03878594	-,0001229	-,13365	,11156

Tests of Normality								
jogos	Resultados		Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
			Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Outros	Vitória	rendibilidade supranormal	,186	11	,200*	,951	11	,661
	Empate	rendibilidade supranormal	,260	2	.			
	Derrota	rendibilidade supranormal	,380	3	.	,763	3	,029
Nacional	Vitória	rendibilidade supranormal	,109	91	,010	,968	91	,023
	Empate	rendibilidade supranormal	,137	21	,200*	,933	21	,155
	Derrota	rendibilidade supranormal	,193	12	,200*	,827	12	,019
Internacional	Vitória	rendibilidade supranormal	,171	13	,200*	,933	13	,377
	Empate	rendibilidade supranormal	,281	8	,062	,758	8	,010
	Derrota	rendibilidade supranormal	,170	15	,200*	,942	15	,408

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

One-Sample Statistics						
jogos	Resultados		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Outros	Vitória	rendibilidade supranormal	11	,0083595	,02623203	,00790925
	Empate	rendibilidade supranormal	2	,0202981	,00992100	,00701520
	Derrota	rendibilidade supranormal	3	-,0123001	,02209275	,01275525
Nacional	Vitória	rendibilidade supranormal	91	,0082082	,03576184	,00374886
	Empate	rendibilidade supranormal	21	-,0128061	,04989924	,01088891
	Derrota	rendibilidade supranormal	12	-,0311387	,03961986	,01143727
Internacional	Vitória	rendibilidade supranormal	13	,0123795	,02966266	,00822694
	Empate	rendibilidade supranormal	8	,0100828	,04417216	,01561722
	Derrota	rendibilidade supranormal	15	-,0294403	,02653485	,00685127

One-Sample Test								
jogos	Resultados		Test Value = 0					
			t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
							Lower	Upper
Outros	Vitória	rendibilidade supranormal	1,057	10	,315	,00835951	-,0092634	,0259824
	Empate	rendibilidade supranormal	2,893	1	,212	,02029813	-,0688385	,1094347
	Derrota	rendibilidade supranormal	-,964	2	,437	-,01230011	-,0671815	,0425813
Nacional	Vitória	rendibilidade supranormal	2,190	90	,031	,00820824	,0007605	,0156560
	Empate	rendibilidade supranormal	-1,176	20	,253	-,01280606	-,0355199	,0099078
	Derrota	rendibilidade supranormal	-2,723	11	,020	-,03113867	-,0563119	-,0059654
Internacional	Vitória	rendibilidade supranormal	1,505	12	,158	,01237949	-,0055455	,0303045
	Empate	rendibilidade supranormal	,646	7	,539	,01008277	-,0268461	,0470116
	Derrota	rendibilidade supranormal	-4,297	14	,001	-,02944030	-,0441348	-,0147458

Hypothesis Test Summary						
jogos	Resultados		Null Hypothesis	Test	Sig.	Decision
Outros	Vitória	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	,155	Retain the null hypothesis.
	Empate	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	,180	Retain the null hypothesis.
	Derrota	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	1,000	Retain the null hypothesis.
Nacional	Vitória	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	,042	Reject the null hypothesis.
	Empate	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	,131	Retain the null hypothesis.
	Derrota	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	,008	Reject the null hypothesis.
Internacional	Vitória	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	,221	Retain the null hypothesis.
	Empate	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	1,000	Retain the null hypothesis.
	Derrota	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	,001	Reject the null hypothesis.

Asymptotic significances are displayed. The significance level is ,050.

One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test Summary						
jogos	Resultados	Total N	Test Statistic	Standard Error	Standardized Test Statistic	Asymptotic Sig.(2-sided test)
Outros	Vitória	11	49,000	11,247	1,423	,155
	Empate	2	3,000	1,118	1,342	,180
	Derrota	3	3,000	1,871	,000	1,000
Nacional	Vitória	91	2608,000	252,659	2,038	,042
	Empate	21	72,000	28,771	-1,512	,131
	Derrota	12	5,000	12,748	-2,667	,008
Internacional	Vitória	13	63,000	14,309	1,223	,221
	Empate	8	18,000	7,141	,000	1,000
	Derrota	15	4,000	17,607	-3,181	,001

Hypothesis Test Summary						
jogos	Resultados		Null Hypothesis	Test	Sig.	Decision
Outros	Vitória	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	,155	Retain the null hypothesis.
	Empate	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	,180	Retain the null hypothesis.
	Derrota	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	1,000	Retain the null hypothesis.
Nacional	Vitória	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	,042	Reject the null hypothesis.
	Empate	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	,131	Retain the null hypothesis.
	Derrota	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	,008	Reject the null hypothesis.
Internacional	Vitória	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	,221	Retain the null hypothesis.
	Empate	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	1,000	Retain the null hypothesis.
	Derrota	1	The median of rendibilidade supranormal equals ,00000.	One-Sample Wilcoxon Signed Rank Test	,001	Reject the null hypothesis.

Asymptotic significances are displayed. The significance level is ,050.

