

MICHAŁ COMPOREK

**WPLYW TRANSAKCJI ZAKUPU PRAW DO KART
ZAWODNICZYCH PIŁKARZY NA KSZTAŁTOWANIE
KURSÓW AKCJI KLUBÓW PIŁKARSKICH W KRÓTKIM OKRESIE**

Słowa kluczowe: kluby sportowe, kurs akcji, finanse behawioralne

Keywords: sports clubs, stock price, behavioral finance

Klasyfikacja JEL: D22, G02

Wprowadzenie

W roku 1960 transfer szkockiego piłkarza Denisa Lawa z Huddersfield Town do Manchesteru City za ówczesną równowartość 55 tys. funtów szterlingów wzbudził w opinii publicznej falę krytyki i obawy o dalszą przyszłość piłki nożnej. Już rok później Denis Law – w zamian za kwotę odstępnego wynoszącą 110 tys. funtów szterlingów – został piłkarzem włoskiego klubu FC Torino. Tym samym ustanowiony został kolejny „rekord transferowy” w świecie sportu. Z biegiem lat komercjalizacja piłki nożnej poszła znacznie dalej. Obecnie kwoty płacone za piłkarzy sięgają kilkudziesięciu milionów euro (tab. 1). Sport, postrzegany przez wieki jako szczytna idea przyczyniająca się do wypracowania lub poprawy kondycji fizycznej i psychicznej człowieka oraz rozwoju stosunków społecznych, przekształcił się dochodowy biznes, przyciągający nowe fale inwestorów.

Największe i najbardziej rozpoznawalne kluby piłkarskie świata znajdują się obecnie w fazie rozwoju rynkowego¹ cyklu życia klubowego. Jest to faza, w której następuje redefinicja celów działania klubów. Za cele główne funkcjonowania klubu uważa się: awans w globalnej rywalizacji, kształtowanie i sprzedaż widowiska sportowego jako produktu, promocja i transfer zawodowców, a także szkolenie uzdolnionej młodzieży. Do celów drugorzędnych zalicza się: integrację i promocję środowiska lokalnego, edukację społeczną i prospoportową. Cechą charakterystyczną działania klubów sportowych jest globalny zasięg jego działania w formie głównie spółek akcyjnych oraz funkcjonowanie skierowane na maksymalizację zysku finansowego. Klub sportowy przestaje być organizacją *non profit* i przekształca się

¹ A. Sznajder: *Marketing sportu*, PWE, Warszawa 2008, s. 69–70.

w przedsiębiorstwo, które powinno generować znaczne dochody². Takim stanowi rzeczy sprzyjać mają szeroko rozumiane inwestycje. W przypadku klubów piłkarskich, mogą być to inwestycje związane z nabywaniem praw do kart zawodniczych³ sportowców.

Tabela 1

Najwyższe transfery piłkarskie świata pod względem sumy odstępnego

Lp.	Zawodnik	Transfer między klubami	Sezon	Kwota (w mln euro)
1.	Cristiano Ronaldo	Manchester United – Real Madryt	2009/2010	94,0
2.	Zinedine Zidane	Juventus Turyn – Real Madryt	2001/2002	73,5
3.	Kaka	AC Milan – Real Madryt	2009/2010	65,0
4.	Luis Figo	FC Barcelona – Real Madryt	2000/2001	60,0
5.	Hernan Crespo	FC Parma – Lazio Rzym	2000/2001	55,0
6.	Gianluigi Buffon	FC Parma – Juventus Turyn	2001/2002	54,1
7.	Gaizka Mendieta	FC Valencia – Lazio Rzym	2001/2002	48,0
8.	Rio Ferdinand	Leeds United – Manchester United	2002/2003	46,0
9.	Andriy Shevchenko	AC Milan – Chelsea Londyn	2006/2007	46,0
10.	Christian Vieri	Lazio Rzym – Inter Mediolan	1999/2000	45,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.fifa.com.

Głównym celem artykułu jest zbadanie wpływu inwestycji dotyczącej zakupu prawa do karty zawodniczej piłkarza na kształtowanie cen akcji sportowych spółek akcyjnych w krótkim okresie. Dla celów badawczych postawiono hipotezę zakładającą, iż wydatkowanie znacznej sumy środków pieniężnych w związku z nabywaniem karty zawodniczej piłkarza przyczynia się do wzrostu kursu akcji klubu piłkarskiego w krótkim okresie. Postawiona hipoteza badawcza zostanie zweryfikowana przy wzięciu pod uwagę krótkoterminowego trendu zmian średnich cen rynkowych akcji, wyznaczonego dla pięciu kolejnych notowań następujących po oficjalnym potwierdzeniu zawarcia transakcji transferowej.

W celu weryfikacji powyższej hipotezy wyodrębniono dwadzieścia największych co do wartości⁴ transferów zawodników do klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index w sezonach 2011/2012 i 2012/2013. Następnie zweryfikowano możliwe

² *Ibidem*.

³ Karta zawodnicza jest dokumentem legitymującym klub sportowy do zgłoszenia zawodnika do rozgrywek, zaś samego zawodnika do uczestnictwa w tychże rozgrywkach (W. Rudzki: *Piłkarz jako wkład niepieniężny do spółki akcyjnej*, [w:] *Prawo sportowe i turystyczne – między regulacją a deregulacją*, red. M. Kaliński, M. Koszowski, AT Wydawnictwo, Kraków 2011, s. 99). Występuje ona w postaci pisemnej lub elektronicznej składającym się z czterech odcinków przeznaczonych dla różnych podmiotów. Pierwszy z odcinków dedykowany jest Polskiemu Związkowi Piłki Nożnej, drugi Okręgowemu Związkowi Piłki Nożnej, trzeci klubowi zatrudniającemu piłkarza legitymującego się daną kartą zawodniczą oraz czwarty, stanowiący tzw. odcinek zwolnienia, wypełniany w momencie przechodzenia zawodnika z klubu do klubu (W. Cajselski, *Charakter prawny karty zawodniczej (karty zgłoszenia)*, „Sport Wyczynowy” 2001, nr 5, s. 60).

⁴ Pod względem zapłaconej przez dany klub piłkarski kwoty odstępnego za nabycie karty zawodniczej określonego piłkarza.

wpływ wymienionych transferów na kształtowanie kursu akcji poszczególnych spółek akcyjnych biorących udział w transakcjach. Zbadano także korelacje zachodzące pomiędzy zapłaconą przez dany klub kwotą odstępnego za danego piłkarza (co może być utożsamiane z ceną rynkową piłkarza), a zmianami kursu akcji klubu piłkarskiego w związku z dokonanym transferem. Wyniki analizy korelacji między różnicą w ewaluowanej za pomocą metody eksperckiej wartości godziwej piłkarza i faktycznie osiągniętej cenie rynkowej za danego zawodnika, a zmianami cen akcji klubu biorącego udział w transakcji zamykają opracowanie i tym samym tworzą podstawę sformułowania zasadniczego wniosku.

W pracy przyjęto założenie, że kształtowanie się kursów akcji analizowanych podmiotów było w zdecydowanej mierze związane z inwestycjami transferowymi. W rozpatrywanym horyzoncie czasowym nie nastąpiły bowiem istotne zmiany innych czynników mogących wpływać na rynkową cenę akcji sportowych spółek akcyjnych. Do czynników tych zostały zaliczone zmiany: władz klubów, standingu finansowego emitentów, koniunktury branży piłkarskiej itp.

Wycena inwestycji związanej z transferem piłkarza

Inwestowanie z racji odłożenia potencjalnych korzyści w czasie w stosunku do poniesionych wydatków oraz wielu złożonych czynności przygotowawczo-rozpoznawczych i wykonawczych – jest procesem specyficznym i zindywidualizowanym. Inwestowanie w postaci nabywania praw do kart zawodniczych piłkarzy wiąże się z zakupem wartości niematerialnych i prawnych, zaliczanych do składników majątku trwałego przedsiębiorstwa. W większości przypadków zainteresowany danym piłkarzem klub jest zobowiązany do zapłaty określonej kwoty pieniędzy na rzecz poprzedniego klubu piłkarza, w zamian za umożliwienie jego „odsprzedaży”. Klub znajdujący się w posiadaniu karty zawodniczej może bowiem posiadać ekspektatywę uzyskania zapłaty ceny transferowej. Dla ziszczenia się ekspektatywy zapłaty sumy transferowej przez klub pozyskujący na rzecz klubu odstępującego konieczne jest ziszczenie się dodatkowych przesłanek, takich jak: znalezienie klubu zainteresowanego transferem zawodnika, zawarcie umowy transferowej czy też wyrażenie zgody na grę w klubie pozyskującym przez transferowanego zawodnika⁵.

W odniesieniu do większości inwestycji rachunkowość dysponuje wieloma sposobami odzwierciedlenia ich wartości, co jest przede wszystkim uwarunkowane ich dużą przedmiotową różnorodnością i źródłami ich pozyskiwania⁶. W przypadku klubów sportowych znacznym problemem wydaje się wycena praw do rejestracji piłkarzy przed dokonaniem lub po upływie pewnego okresu po dokonaniu transferu. Niewielka przewidywalność sportowej rywalizacji powoduje, że bardzo trudno jest osądzić, czy wydatkowana na danego zawodnika kwota zwróci się w jakiegokolwiek formie w przyszłości. Inwestycja tego rodzaju narażona jest na wysokie ryzyko. W piłce nożnej często mają miejsce kontuzje, obniżka formy sportowej, choroby itp.

⁵ W. Rudzki: *op.cit.*, s. 96–97.

⁶ M. Gmytrasiewicz: *Aktywa inwestycyjne przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2002, s. 22.

Wycena karty zawodniczej piłkarzy dokonywana jest zazwyczaj za pomocą dwóch metod. W przypadku, gdy w rozpatrywanym okresie następuje wymiana transferowa, wartość karty zawodniczej może być w prosty sposób ewaluowana na podstawie ceny rynkowej zawodnika, wynegocjowanej przez oba kluby biorące udział w transakcji. Od momentu podpisania umowy transferowej piłkarz, a dokładnie prawo do jego karty zawodniczej staje się elementem majątku klubu-nabywcy. W tej sytuacji wartość inwestycji będzie równa sumie pieniędzy wydanych na „transferowanie” sportowca. Jednakże wartość karty zawodniczej piłkarza może być również szacowana na podstawie tzw. wartości godziwej⁷. Jeżeli nie jest możliwe ustalenie wartości karty za pomocą cen sprzedaży, zgodnie z przyjętymi zasadami określa się ją szacunkowo, we własnym zakresie lub przy pomocy rzeczoznawców⁸. W praktyce możliwość korzystania z wspomnianych metod może przyczynić się do powstania pewnych niejasności dwojakiego rodzaju:

1. Niektóre kluby piłkarskie dokonują odpisów z tytułu utraty wartości kart zawodniczych, jeżeli ich wartość bilansowa jest wyższa od wartości możliwej do uzyskania na rynku⁹. Z kolei, jeśli klub piłkarski pozyska piłkarza na zasadzie tzw. wolnego transferu¹⁰, to jego karta nie podlega wycenie bilansowej. Nie oznacza to przy tym, że pozyskany za darmo zawodnik będzie bezużyteczny. Wręcz przeciwnie – klub będzie mógł w pełni korzystać z jego umiejętności sportowych, a w przyszłości może nawet sprzedać jego kartę za znaczną kwotę pieniędzy.
2. Różnica w wartości godziwej karty zawodniczej oraz w jej osiągniętej cenie rynkowej jest zbyt duża. Tego typu sytuacja może nastąpić, gdy:
 - klub piłkarski posiadający prawo do karty zawodniczej piłkarza ma kłopoty finansowe i w celu szybkiego pozyskania środków finansowych dokonuje transakcji ich sprzedaży po cenie rynkowej wyraźnie niższej od ich wartości godziwej. Analogiczna sytuacja zachodzi w przypadku, gdy władze klubu chcą pozbyć się tych zawodników, którzy w ramach wcześniej wynegocjowanego kontraktu zarabiają w klubie najwięcej¹¹;
 - klub piłkarski jest na tyle zdeterminowany, by nabyć prawa do karty zawodniczej określonego piłkarza, że decyduje się złożyć ofertę powszechnie uznawaną

⁷ Wartość godziwa to kwota, za jaką dany składnik majątku mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane, na warunkach transakcji rynkowej pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami.

⁸ Z. Adamkiewicz: *Wartość godziwa i jej ustalenie*, „Rachunkowość” 2001, nr 9, s. 562–569.

⁹ K. Maksymiuk: *Cristiano Ronaldo w sprawozdaniu finansowym, czyli o wartościach niematerialnych w klubach piłkarskich*, „BDO Podatki i Rachunkowość” 2008, nr 8 (10), www.bdo.pl.

¹⁰ Zawodnik nie jest związany kontraktem z żadnym innym klubem i można go pozyskać bez konieczności zapłaty sumy odstępnego innemu klubowi (teoretycznie więc cena rynkowa wynosi zero).

¹¹ Przykładem takiego postępowania może być sprzedaż przez Inter Mediolan karty zawodniczej holenderskiego piłkarza Wesleya Sneijdera na rzecz Galatasaray Istambuł za kwotę 7,5 mln euro, podczas gdy wartość godziwa karty zawodnika była szacowana przez ekspertów portalu transfermarkt.de na kwotę 17 mln euro. Władze Interu zdecydowały sprzedać Sneijdera – powszechnie uznawanego za lidera zespołu – za stosunkowo niewielkie pieniądze, wiedząc, iż sam sportowiec miał być jeszcze przez okres półtora roku związany z klubem bardzo wysokim kontraktem (jego pensja estymowana była na kwotę 9–10 mln euro rocznie brutto).

za „nie do odrzucenia” i dokonuje transferu sportowca po cenie rynkowej kilkakrotnie wyższej od estymowanej wartości godziwej karty zawodniczej¹².

Emocje jako przesłanka dokonywania transakcji giełdowych w nawiązaniu do teorii finansów behawioralnych

Behawioralna teoria finansów zakłada odstępstwa od racjonalności nie tylko pojedynczego inwestora, ale i całego rynku. Na rynku giełdowym zdarzają się bowiem okresy, kiedy inwestorzy – zazwyczaj kierujący się racjonalnymi zasadami – nagle zaczynają zachowywać się zupełnie inaczej, wbrew tym zasadom. Tego typu zachowania nazywa się w literaturze przedmiotu „zachowaniami stadnymi”. Występują one zazwyczaj w dwóch okresach:

- euforii na rynku, gdy obserwuje się masowe nabywanie akcji spółek, również tych, które znajdują się w złej kondycji finansowej;
- paniki na rynku kapitałowym, gdy obserwuje się masowe sprzedawanie akcji spółek, również tych, które znajdują się w dobrej kondycji finansowej¹³.

Przyczyną tego stanu rzeczy jest między innymi ograniczony dostęp do informacji, ograniczone możliwości przyswojenia dostępnych danych, ograniczona pamięć człowieka oraz kierowanie się przez inwestora doraźnie satysfakcjonującymi go poziomami spełnienia swoich celów¹⁴.

Przy opisywaniu czynników kształtujących poziom kursów akcji coraz większą rolę przypisuje się ludzkiej psychice, w której zostaje stworzone swoiste „środowisko emocji”. To one powodują, że liczba właściwych (w tym racjonalnych) reakcji podczas prowadzenia gry giełdowej ulega ograniczeniu¹⁵. Decyzje finansowe na giełdzie podejmowane są szybko i intuicyjnie. W związku z tym inwestor w swoich poczynaniach giełdowych niejednokrotnie woli patrzeć w przeszłość, aniżeli skupić swoją uwagę na obecnej bądź przyszłej sytuacji. Co więcej, bardziej obawia się on potencjalnych strat, niż ceni sobie ewentualne zyski. Wysokie ryzyko strat jest powszechnie powiązane z transakcjami transferowania piłkarzy do klubu piłkarskiego. Nie ma pewności, iż znaczne środki finansowe wydatkowane na konkretnego zawodnika kiedykolwiek się zwrócą. Sport jest bowiem działalnością niepodlegającą się przewidywalnej predykcji.

¹² Przykładem takiego postępowania może być transfer belgijskiego piłkarza Axela Witsela za kwotę 40 mln euro z Benfiki Lizbona do Zenitu St. Petersburg we wrześniu 2012 r. Rosyjski klub zapłacił za kartę zawodniczą piłkarza pięciokrotnie więcej, aniżeli portugalski klub nabywając prawa do karty Witsela zaledwie rok wcześniej. Osiągnięta cena rynkowa była jednocześnie wielokrotnie wyższa od wartości godziwej karty zawodniczej sportowca, szacowanej przez ekspertów transfermarkt.de.

¹³ K. Jajuga, T. Jajuga: *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 147.

¹⁴ M. Czuba: *Zachowania inwestorów*, „Gazeta Giełdy Parkiet”, <http://www.parkiet.com/arttykul/70941.html?p=2>, 2000.

¹⁵ T. Plummer: *Psychologia rynków finansowych. U źródeł analizy technicznej*, Wig-Press, Warszawa 1995, s. 227–228.

Można przypuszczać, że wpływ emocji na podejmowanie decyzji inwestycyjnych dotyczy przede wszystkim działań dokonywanych w krótkim okresie. Krótkoterminowy trend zmian średnich na rynku akcji, będący głównym przedmiotem zainteresowania w niniejszym opracowaniu, jest bowiem najmniej przewidywalnym trendem. Ma on istotne znaczenie jedynie dla graczy giełdowych. Zainteresowanie trendem krótkoterminowym ze strony spekulantów i inwestorów powinno ograniczać się wyłącznie do optymalizowania zysków i minimalizowania strat przez zsynchronizowanie w czasie zakupu bądź sprzedaży akcji zgodnie z ruchem trendu krótkoterminowego¹⁶.

Okres transferowy¹⁷ przez kibiców sportowych niejednokrotnie postrzegany jest za najciekawszy czas w ciągu piłkarskiego sezonu. Ewentualne spekulacje dotyczące możliwych transakcji zakupu/sprzedaży zawodników do i z klubów elektryzują całą futbolową populację, zaś już dokonane transfery mogą być przyczyną skrajnych emocji – zarówno euforii, jak i przygnębienia – wśród milionów sympatyków piłki nożnej na całym świecie. Pojawia się tylko pytanie, czy inwestorzy zachowują się pod tym względem w sposób podobny jak kibice? W przypadku wielu klubów sportowych należy bowiem pamiętać o istotnej kwestii związanej z faktem, iż emitowane przez klub akcje mogą być nabywane zarówno przez „typowych” inwestorów, jak i „typowych” kibiców – niezających się na giełdowych realiach – którzy swoje działania inwestycyjne będą motywować jedynie „przywiązaniem” do klubu lub tzw. heurystyką dostępności¹⁸.

Kształtowanie trendu cen akcji klubów piłkarskich w związku z zakupem prawa do karty zawodniczej sportowca

Wydaje się, że zakup przez klub sportowy karty zawodniczej znanego piłkarza powinien przyczynić się do wzrostu kursu akcji klubu. Jest to przecież inwestycja, która ma na celu pociągnięcie za sobą nowych możliwości sportowo-marketingowych. Klasowy piłkarz powinien pomóc klubowi w osiągnięciu coraz bardziej spektakularnych sukcesów sportowych, które z kolei pozytywnie wpłyną na sferę finansową działalności klubu (satysfakcjonujące wyniki sportowe przekładają się na wyższe wpływy ze sprzedaży praw do transmisji meczów, wyższe sumy za kontrakty podpisywane ze sponsorami, wzrost liczby kibiców, poprawę wizerunku marketingowego klubu itp.). Trzeba jednak pamiętać, iż transfer piłkarza to swoista inwestycja w kapitał ludzki, o powodzeniu której zdecydować może szereg czynników „zewnątrznych”. Nie da się bowiem przewidzieć, czy dany zawodnik nie dozna kontuzji, czy też

¹⁶ V. Sperandeo, T. Sullivan Brown: *Trader Vic. Metody mistrza Wall Street*, Wolters Kluwer Business, Warszawa 2012, s. 65.

¹⁷ Okres, w którym przepisy zezwalają na dokonywanie transferów kupna-sprzedaży kart zawodniczych piłkarzy. W większości krajów Europy trwa on w okresie 1 lipca – 31 sierpnia (tzw. letnie okienko transferowe) oraz przez cały styczeń (tzw. zimowe okienko transferowe). W Polsce zimowe okienko transferowe trwa również w lutym.

¹⁸ Koncepcja twierdząca, że ludzie posiadają większe zaufanie do tego, co wcześniej widzieli lub o czym słyszeli. W przypadku rynku giełdowego wiąże się ona z większą chęcią zakupu przez inwestorów akcji tych przedsiębiorstw, które dobrze znają.

nie będzie miał problemów z aklimatyzacją w nowym piłkarskim środowisku. Stąd też wśród wielu inwestorów może pojawić się swoista niechęć do wydatkowania przez klub, którego są akcjonariuszami, znacznych środków pieniężnych na tak ryzykowne inwestycje.

Tabela 2

Najwyższe pod względem sumy odstępnego transakcje kupna kart zawodniczych piłkarzy wśród klubów notowanych na Stox Europe Football Index w sezonach 2011/2012 i 2012/2013

Lp.	Zawodnik	Wartość godziwa karty zawodnika (w mln euro) ^a	Osiągnięta cena rynkowa (w mln euro)	Procentowa zmiana kursu akcji w kolejnym dniu notowań giełdowych w stosunku do kursu akcji w dniu potwierdzenia transferu				
				1	2	3	4	5
1.	S. Giovinco	21	22	-1,66	0,00	-3,70	-4,08	-4,08
2.	M. Isla	14	18,8 ^b	-1,33	-0,50	0,94	3,04	1,33
3.	K. Asamoah	19	18	-0,11	0,27	13,01	5,63	7,05
4.	M. Reus	30	17	5,00	3,65	3,13	4,69	4,84
5.	E. Lamela	22	17	-1,45	-2,90	-1,45	-2,90	-1,45
6.	P. Osvaldo	18	15,75	-1,47	-1,47	-1,47	0,00	-1,47
-	A. Matri ^c	-	15,5	2,38	2,38	4,76	4,76	4,76
7.	M. Vucinic	21,5	15	1,20	-1,20	-3,61	-6,02	-6,02
8.	Danilo	10	13	-18,75	-11,25	-15,00	-15,00	-15,00
9.	A.Vidal	30	12,5	-1,16	0,00	-1,16	-2,33	-3,49
10.	B. Krkic	14	12	0,15	0,15	0,00	-0,74	-0,60
11.	M. Destro	13	11,5	0,99	-0,74	2,22	0,25	2,71
12.	E. Salvio	11,5	11	0,00	12,50	7,14	12,50	1,79
13.	M. Pjanic	12	11	1,49	0,00	0,00	0,00	0,00
-	F. Quagliarella	-	10,5	2,38	2,38	4,76	4,76	4,76
14.	R. Meireles	14	10	-0,60	-1,20	-2,20	-1,80	-2,40
15.	M. Sow	12	10	-1,01	-1,52	7,32	4,80	7,32
16.	S. Lichtsteiner	16,5	10	-1,14	-0,23	0,00	-0,45	0,00
-	M. Borriello	-	10	0,00	0,00	0,00	1,47	2,94
17.	A. Sandro	8,5	9,6	-4,23	-4,23	-4,23	11,27	7,04
18.	E. Elia	6	9	-1,22	0,00	2,44	6,10	8,54
19.	O. John	9	9	-1,54	-1,54	-18,46	15,38	-1,54
20.	E. Emenike	12	9	2,68	0,67	-5,37	-5,03	-7,72

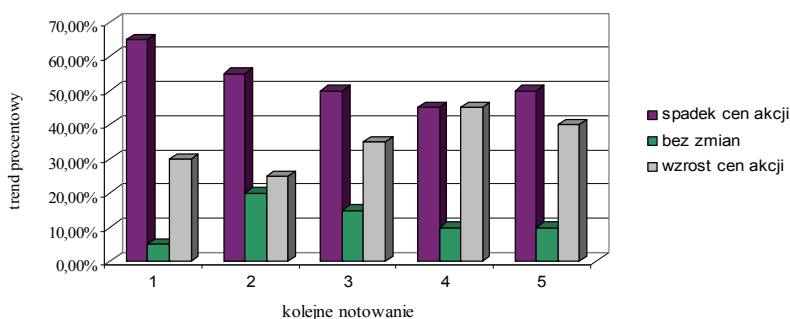
^a W dniu transferu, według ekspertów portalu transfermarkt.de

^b Na potrzeby opracowania w przypadku piłkarzy M. Isla i K. Asamoah łączna cena rynkowa karty zawodnika została wyliczona jako dwukrotność ceny zapłaconej przez klub za tzw. połowę praw do karty zawodniczej sportowca. Tego typu transakcje transferowe powszechnie występują w zawodowej piłkarskiej lidze we Włoszech.

^c W analizie nie uwzględniono transferów następujących piłkarzy: A. Matri, F. Quagliarella i M. Borriello. Wiąże się to z faktem, że wymienieni zawodnicy początkowo przebywali w klubie będącym ich przyszłym pracodawcą na zasadzie wypożyczenia. Dopiero później, po potwierdzeniu przez zawodników swoich sportowych umiejętności, klub zdecydował się na zakup ich kart zawodniczych i stał się ich formalnym pracodawcą. W ten sposób w znacznym stopniu wyeliminowane zostało ryzyko, że określony piłkarz w danym klubie nie sprawdzi się pod względem sportowym.

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.transfermarkt.de.

Poddając analizie dwadzieścia największych ze względu na wartość sumy odstępnego transakcji kupna kart zawodniczych piłkarzy, jakie przeprowadzono w sezonach 2011/2012 i 2012/2013 wśród klubów notowanych na Stoxx Europe Football Index (tab. 2), można wskazać, że w pierwszym dniu notowań giełdowych następującym po oficjalnym potwierdzeniu transferu zawodnika, aż w 65% kursy akcji badanych klubów ulegały obniżeniu (rys. 1). Z kolei średnia zmiana cen akcji podmiotów poddanych analizie wyniosła $-1,2\%$. Może świadczyć to o fakcie, iż akcjonariusze ze znaczną dozą niepewności podchodzą do inwestycji związanych z zakupem praw do kart zawodniczych piłkarzy. Wydaje się, iż wydatkowanie pokaźnej kwoty pieniężnej w wysokości kilku bądź kilkunastu milionów euro na transfer jednego zawodnika budzi w nich raczej negatywne emocje. Można zauważyć wyraźną różnicę w podejściu do tego typu inwestycji wśród akcjonariuszy klubu oraz jego kibiców. Podczas gdy ci drudzy wyrażają swoją aprobatę kwestii zakupu nowych zawodników (dla kibiców najważniejszy jest wyniku zyskiwany na boisku, a nowy piłkarz w założeniu powinien być sportowym wzmocnieniem zespołu), to inwestorzy bardziej obawiają się potencjalnych strat finansowych (historia piłki nożnej niejednokrotnie ukazywała, że nieudane lub przeszacowane transfery zawodników przyczyniały się do późniejszego bankructwa klubu¹⁹).



Rysunek 1. Średni trend zmian cen akcji klubów piłkarskich w pięciu kolejnych notowaniach giełdowych po oficjalnym potwierdzeniu transferu piłkarza

Źródło: opracowanie własne na podst. www.transfermarkt.de.

W kolejnych dniach notowań giełdowych zauważyć można wyraźną różnicę w trendzie zmian cen akcji klubów piłkarskich (w stosunku do kursu akcji w dniu potwierdzenia transferu). Począwszy od trzeciego notowania (następującego po zatwierdzeniu transakcji kupna karty zawodniczej piłkarza), notuje się systematyczne zwiększanie liczby podmiotów wykazujących trendy wzrostowe cen akcji. Podczas gdy w pierwszym dniu notowań 30% cen akcji

¹⁹ Przykładem takiej sytuacji mogą być m.in. zespoły: Leeds United, Lazio Rzym, AC Parma, które na przełomie XX i XXI w. znalazły się na skraju upadłości w związku z nieodpowiednią polityką transferowo-płacową.

wykazywało tendencję wzrostową, to w czwartym i piątym dniu notowań ich odsetek wynosił odpowiednio 35% i 40%. Niemniej jednak nadal dominowały podmioty z ujemną procentową zmianą ceny akcji w stosunku do kursu akcji w dniu potwierdzenia transferu.

Przeprowadzone badania wykazały, że nie zaobserwowano wyraźnych korelacji²⁰ zachodzących pomiędzy zapłaconą przez dany klub kwotą odstępnego za danego piłkarza, a zmianami kursu akcji klubu piłkarskiego w związku z dokonaniem transferem. Współczynnik korelacji związków istniejących między opisywanymi parametrami wynosił, w zależności od kolejnego notowania, od $r = -0,075$ (pierwszy dzień notowań) do $r = -0,29$ (czwarty dzień notowań). Świadczy to o słabym stopniu współzależności i dowodzi faktu, iż cena rynkowa piłkarza „sama w sobie” nie wpływa na kształtowanie dalszych kursów akcji klubów sportowych.

Analiza korelacji występujących między różnicą w ewaluowanej za pomocą metody eksperckiej wartości godziwej karty piłkarza i faktycznie osiągniętej cenie rynkowej za danego zawodnika, a zmianami cen akcji klubu biorącego udział w transakcji transferowej wskazuje, że w pierwszym dniu notowań ma miejsce występowanie wyraźnych współzależności pomiędzy wspomnianymi parametrami. Wartość współczynnika korelacji, wynosząca w prezentowanym opracowaniu 0,55 ($r = 0,55$), wskazuje, że im cena rynkowa transferu jest korzystniejsza względem szacowanej wartości godziwej karty zawodnika, tym większe istnieje prawdopodobieństwo wystąpienia trendu wzrostowego cen akcji klubów piłkarskich biorących udział w transferze piłkarza. Empirycznym potwierdzeniem tego typu sytuacji mogą być transakcje transferowe takich piłkarzy, jak M. Reus, czy M. Vucinić. W obu przypadkach klub dokonujący zakupu prawa do karty zawodniczej sportowca zdołał wynegocjować cenę rynkową znacznie niższą od szacowanej wartości godziwej karty piłkarza, co spowodowało wzrost kursu klubu w pierwszym notowaniu po ogłoszeniu transferu. Z kolei w przypadku takiego gracza jak Danilo, wyraźnie wyższa cena rynkowa zapłacona za piłkarza w stosunku do estymowanej wartości jego karty zawodniczej, w połączeniu z sześciomiesięcznym odroczeniem terminu jego przyjazdu z brazylijskiego klubu FC Santos do portugalskiego FC Porto, przyczyniła się do bardzo dużego spadku cen akcji klubu z *Estadio de Dragao*. Można zatem przypuszczać, iż inwestorzy giełdowi inwestujący posiadane środki finansowe w sportowe spółki akcyjne, ze znaczną dozą prawdopodobieństwa potrafią ocenić, czy zakup karty zawodniczej danego piłkarza został dokonany po atrakcyjnej z rynkowego punktu widzenia cenie, czy też nie.

Podsumowanie

Hipoteza zakładająca, że wydatkowanie znacznej sumy środków pieniężnych w związku z nabywaniem karty zawodniczej piłkarza przyczynia się do wzrostu kursu akcji klubu piłkarskiego w krótkim okresie, została zweryfikowana negatywnie. W pierwszym dniu notowań giełdowych po oficjalnym potwierdzeniu transferu zawodnika, aż w 65% kursy akcji

²⁰ W celu obliczenia tych współzależności wykorzystano współczynniki korelacji rangowej Spearmana. Z myślą o uzyskaniu precyzyjnych danych zdecydowano się na zaprezentowanie w pracy jedynie korelacji o wysokim poziomie istotności równym $\alpha = 0,05$.

badanych klubów sportowych ulegały obniżeniu. W przypadku kolejnych czterech następujących po sobie notowań także dominowały podmioty wykazujące niekorzystne różnice w zakresie cen akcji giełdowych w stosunku do dnia potwierdzenia transakcji transferowej.

W badaniach nie zaobserwowano przy tym wyraźnych korelacji zachodzących pomiędzy ceną rynkową piłkarza, a zmianami kursu akcji klubu uczestniczącego w zakupie. Zauważono jednak istnienie okresowych, wyraźnych współzależności między różnicą w ewaluowanej wartości godziwej karty piłkarza i realnie osiągniętej cenie rynkowej za danego zawodnika, a zmianami cen akcji klubu. Dotyczą one tylko i wyłącznie pierwszego dnia notowań giełdowych, następującego po nabyciu praw do karty zawodnika. Sytuację tę można tłumaczyć tym, że pierwsze chwile po oficjalnym potwierdzeniu transferowego ruchu wzbudzają największe emocje i nadzieję na otrzymanie korzyści kapitałowych przez inwestorów. Inwestorzy ci w kolejnych dniach zachowują się ostrożniej na rynku giełdowym, oczekując na rozpoczęcie zmagania sportowych na boisku i wyniki meczów piłkarskich.

Literatura

- Adamkiewicz Z.: *Wartość godziwa i jej ustalanie*, Rachunkowość nr 9/2001, Warszawa 2001.
- Cajsel W., *Charakter prawny karty zawodniczej (karty zgłoszenia)*, „Sport Wyczynowy” 2001, nr 5.
- Czuba M.: *Zachowania inwestorów*, „Gazeta Giełdy Parkiet”, <http://www.parkiet.com/artykul/70941.html?p=2>, 2000.
- Gmytrasiewicz M.: *Aktywa inwestycyjne przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2002.
- Jajuga K., Jajuga T.: *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
- Maksymiuk K.: *Cristiano Ronaldo w sprawozdaniu finansowym, czyli o wartościach niematerialnych w klubach piłkarskich*, „BDO Podatki i Rachunkowość” 2008, nr 8 (10).
- Plummer T.: *Psychologia rynków finansowych. U źródeł analizy technicznej*, Wig-Press, Warszawa 1995.
- Sperandeo V., Sullivan Brown T.: *Trader Vic. Metody mistrza Wall Street*, Wolters Kluwer Business, Warszawa 2012.
- Rudziński W.: *Piłkarz jako wkład niepieniężny do spółki akcyjnej*, [w:] *Prawo sportowe i turystyczne – między regulacją a deregulacją*, red. M. Kaliński, M. Koszowski, AT Wydawnictwo, Kraków 2011.
- Sznajder A., *Marketing sportu*, PWE, Warszawa 2008.

mgr Michał Comporek
Uniwersytet Łódzki

Streszczenie

Cechą charakterystyczną działania największych i najbardziej rozpoznawalnych klubów piłkarskich świata jest globalny zasięg ich działania w formie głównie spółek akcyjnych oraz funkcjonowanie skierowane na maksymalizację zysku finansowego. Takim stanowi rzeczy sprzyjać mają szeroko rozumiane inwestycje. W przypadku klubów piłkarskich mogą to być inwestycje związane z nabywaniem praw do kart zawodniczych sportowców.

Głównym celem artykułu jest zbadanie wpływu inwestycji dotyczącej zakupu prawa do karty zawodniczej piłkarza na kształtowanie cen akcji sportowych spółek akcyjnych w okresie pięciu kolejnych notowań następujących po oficjalnym potwierdzeniu zawarcia transakcji transferowej. Badania empiryczne opierają się na wyodrębnionych dwudziestu największych co do wartości transferach zawodników do klubów piłkarskich notowanych na Stoxx Europe Football Index w sezonach 2011/2012 i 2012/2013.

THE IMPACT OF THE INVESTMENT ON THE PURCHASE OF THE RIGHTS TO THE PLAYER ON THE PRICING OF SPORT JOINT STOCK COMPANIES IN A SHORT PERIOD

Summary

A characteristic feature of the largest and most recognized football clubs in the world is the global reach of their operations, mainly in the form of joint stock companies and the operation aimed to maximize financial gain. Investments in their broad sense are conducive to such a situation. In the case of football clubs, they can be widespread investments related to transfers of players.

The main objective of this paper is to examine the impact of the investment on the purchase of the rights to the player on the pricing of sport joint stock companies during the five consecutive exchange quotations following the official confirmation of the transfer transaction. Empirical studies are based on twenty largest transfers of football players to clubs listed on the Stoxx Europe Football Index in the seasons 2011/2012 and 2012/2013.

