

Michał Comporek^{*}

**WPŁYW WYNIKÓW SPORTOWYCH NA KURS AKCJI
SPORTOWYCH SPÓŁEK AKCYJNYCH
– STUDIUM PRZYPADKU AJAXU AMSTERDAM
I FENERBAHCE STAMBUŁ**

1. WPROWADZENIE

Tradycyjny model klubu piłkarskiego, który zaczął pojawiać się w latach 60. i 70. XX w., określany jest modelem skoncentrowanym na sporcie, gdzie sportowcy zaczynają traktować swoją pasję jako pracę i dostają za nią wynagrodzenie¹. Większość profesjonalnych klubów piłkarskich przychody finansowe czerpie zasadniczo z trzech rodzajów źródeł (tab. 1). Należą do nich: wpływy ze sprzedaży praw do transmisji meczów, wpływy od kibiców w dniu meczu – tzw. *matchday* (czyli wpływy ze sprzedaży biletów, programów meczowych itp.) oraz źródła komercyjne (sponsoring i merchandising)². Struktura wspomnianych głównych źródeł finansowania klubów piłkarskich może być przy tym zróżnicowana ze względu na kraj (a raczej specyfikę rozgrywek ligowych), z którego dany klub pochodzi (rys. 1).

W typowym europejskim klubie piłkarskim wielkość osiąganych przychodów bezpośrednio zależy od uzyskiwanych wyników sportowych. Sukcesy na płaszczyźnie sportowej przyczyniają się do: zwiększenia frekwencji kibiców na trybunach, zwiększenia wpływów ze sprzedaży pamiątek klubowych, wyższych wpływów od stacji telewizyjnych, a także przyciągania potencjalnych nowych sponsorów strategicznych. Ponadto najlepsze kluby, które zakwalifikują się do Ligi Mistrzów czy Ligi Europy, mogą zarobić dodatkowe pieniądze w wyniku uczestnicstwa w tych najbardziej elitarnych rozgrywkach piłkarskich w Europie (tab. 2).

^{*} Mgr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 90–214, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41.

¹ M. Głodowski, *Wycena klubu piłkarskiego na przykładzie Juventus Turyn*, [w:] M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, Wydawnictwo Poltex, Warszawa 2010, s. 602.

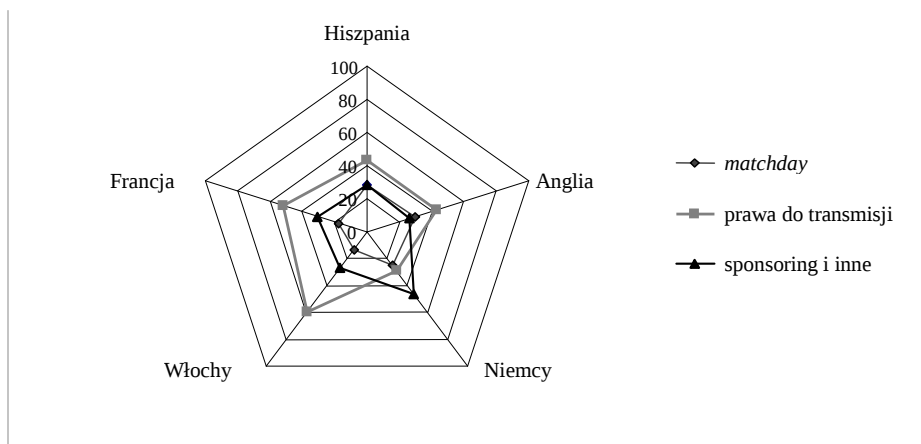
² M. Aglietta, W. Andreff, B. Drut, *Floating European football clubs in stock market*, [w:] Document de Travail, No. 2010–24, Université de Paris Ouest Nanterre La Defense, s. 9.

Tabela 1

Źródła przychodów finansowych (w %) wśród dwudziestu najbogatszych klubów piłkarskich Europy w 2011 r.

L.p.	Klub piłkarski	Źródło przychodów		
		matchday	prawa do transmisji	sponsoring i inne
1	Real Madryt	30	36	34
2	FC Barcelona	25	44	31
3	Manchester United	35	37	28
4	Bayern Monachium	21	26	53
5	Arsenal Londyn	42	38	20
6	Chelsea	32	41	27
7	AC Milan	13	60	27
8	Liverpool	23	43	34
9	Inter Mediolan	17	62	21
10	Juventus	8	65	27
11	Manchester City	20	43	37
12	Tottenham Hotspur	31	43	26
13	HSV Hamburg	34	23	43
14	Olympique Lyon	17	54	29
15	Olympique Marsylia	18	50	32
16	Schalke 04	18	25	57
17	Atletico Madryt	29	50	21
18	AS Roma	16	53	31
19	Vfb Stuttgart	26	42	32
20	Aston Villa	27	58	15

Źródło: opracowanie własne według Deloitte Football Money League 2011.



Rys. 1. Źródła przychodów finansowych wśród dwudziestu najbogatszych klubów piłkarskich Europy w 2011 r. według ligi, w której występują [w %]

Źródło: opracowanie własne według Deloitte Football Money League 2011.

Tabela 2

Wysokość premii finansowych (w EUR) przewidzianych dla klubów piłkarskich w związku z uczestnictwem w rozgrywkach Ligi Mistrzów i Ligi Europy w sezonie 2011/2012.

Wysokość premii w zależności od osiągniętego sukcesu	Rodzaj rozgrywek	
	Liga Europy	Liga Mistrzów
Awans do fazy grupowej	640 000 euro	3 900 000 euro
Rozegranie sześciu spotkań w fazie grupowej	360 000 euro	3 300 000 euro
Zwycięstwo w meczu fazy grupowej	140 000 euro	800 000 euro
Remis w meczu fazy grupowej	70 000 euro	400 000 euro
Awans do 1/16 finału	200 000 euro	-----
Awans do 1/8 finału	300 000 euro	3 000 000 euro
Awans do ćwierćfinału	400 000 euro	3 300 000 euro
Awans do półfinału	700 000 euro	4 200 000 euro
Awans do finału – finalista	2 000 000 euro	5 600 000 euro
Awans do finału – zwycięzca	3 000 000 euro	9 000 000 euro

Źródło: opracowanie własne według UEFA.

W 1983 r. Tottenham Hotspurs został pierwszym klubem piłkarskim w Europie, którego akcje stały się przedmiotem obrotu na giełdzie. Od tego czasu wiele klubów piłkarskich, głównie angielskich, postanowiło przeznaczyć swoje akcje do oferty publicznej³. Debiut giełdowy dotyczył znanych i rozpoznawalnych w świecie marek, takich jak: Manchester United, Chelsea Londyn, Leeds United czy Liverpool. Na początku lat 90. XX w., gdy akcje wskazanych klubów zadebiutowały na giełdzie, inwestorzy chętnie nabywali je licząc na wysoką stopę zwrotu. Jak się następnie okazało, większość z nich poniosła wyraźne straty. Klub piłkarski Aston Villa Birmingham zadebiutował na giełdzie z kursem akcji wynoszącym 11,75 GBP. Po niedługim czasie, wskutek braku satysfakcjonujących sukcesów sportowych, kurs spadł do poziomu 0,1025 GBP⁴. W późniejszym czasie naukowo stwierdzono także, że debiut giełdowy nie miał wpływu na osiągane przez klub piłkarski wyniki sportowe⁵. Emisja akcji miała przede wszystkim na celu zwiększenie kapitału własnego klubu piłkarskiego, poprawę *corporate governance*, zwrócenie uwagi inwestorów instytucjonalnych,

³ *Ibidem*, s. 3.

⁴ M. Głodowski, *op. cit.*, s. 609.

⁵ D. Baur, C. McKeating, *The Benefits of Financial Markets: A Case Study of European Football Clubs*, Institute for International Integration Studies Discussion Paper n°283, 2009.

poprawienie przejrzystości zarządzania poprzez przeniesienie pośredniej kontroli nad klubem w ręce jego akcjonariuszy⁶.

Należy pamiętać, że głównym celem funkcjonowania klubu piłkarskiego nie powinna być maksymalizacja zysku finansowego samego w sobie, lecz osiągnięcie jak najlepszych wyników sportowych. Kluby piłkarskie powinny się jednocześnie traktować jako swoistą instytucję reprezentującą dany region i budującą lokalną tożsamość⁷. Z perspektywy kibiców klub piłkarski był i pozostanie instytucją społeczną, kulturową, a nie typowym rynkowym przedsiębiorstwem⁸.

Zasadniczym celem artykułu jest zbadanie wpływu wyników sportowych osiąganych w krajowych rozgrywkach ligowych przez kluby sportowe działające w formie sportowych spółek akcyjnych na kształtowanie cen ich akcji. Dla celów badawczych postawiono hipotezę zakładającą, iż osiąganie przez klub sportowy satysfakcjonujących wyników sportowych, tj. zgodnych z przedsezonowymi założeniami i ambicjami kierownictwa klubu, przyczynia się do wzrostu kursu jego akcji.

W celu weryfikacji powyższej hipotezy zbadano i zweryfikowano sportowe osiągnięcia Ajaxu Amsterdam i Fenerbahce Stambuł w krajowych rozgrywkach ligowych w sezonie piłkarskim 2010/2011⁹. Następnie odniesiono uzyskane przez wspomniane kluby wyniki sportowe i skonfrontowano je ze zmianami cen akcji klubów w okresie od początku sierpnia 2010 r. do końca maja 2011 r. Biorąc pod uwagę zastosowane metody badawcze, w pracy posłużono się w głównej mierze metodą analizy zjawisk masowych w szeregu czasowym. Przyjęto jednocześnie założenie, że kształtowanie się kursów akcji obu podmiotów było w zdecydowanej mierze związane z uzyskiwanymi rezultatami sportowymi. W rozpatrywanym horyzoncie czasowym nie nastąpiły bowiem istotne zmiany, jeśli chodzi o inne czynniki mogące wpływać na rynkową cenę akcji sportowych spółek akcyjnych (takich jak: zmiany we władzach klubów, zmiany w standingu finansowym emitentów, zmiany w koniunkturze branży piłkarskiej itp.).

2. MOTYWY INWESTOWANIA W AKCJE

Motywacje skłaniające ludzi do inwestowania pieniędzy na giełdzie mają szerokie spektrum. Ludzie przeprowadzają transakcje z wielu powodów – racjo-

⁶ M. Aglietta, W. Andreff, B. Drut, *op. cit.*, s. 2–3.

⁷ R. Tacon, *Football and Social Inclusion: Evaluating Social Policy*, Football Governance Research Center, Research Paper 2005, No. 1.

⁸ Ł. Tusiński, *Trzy podstawowe funkcje w działalności klubów piłkarskich*, http://www.marketingsportowy.pl/index.php?option=com_content&task=view&id=346.

⁹ Wybór horyzontu czasowego, w którym przeprowadzano badania, nie jest przypadkowy. Oba kluby we wspomnianym sezonie (po wcześniejszym okresie sportowych niepowodzeń) zdobyły tytuły piłkarskich mistrzów swoich krajów. W badaniach skupiono się na wynikach osiągniętych w ligach krajowych – w europejskich pucharach oba kluby nie osiągnęły bowiem wyników wartych odnotowania.

nalnych i irracjonalnych. Gra na giełdzie oferuje możliwość zarobienia dużych pieniędzy w szybkim tempie¹⁰. To właśnie pokusa stosunkowo łatwego wzbogacenia się jest główną siłą sprawczą determinującą chęć inwestora do gry na giełdzie. Jednakże niektórzy badacze są zdania, iż wielu ludzi popełnia błąd wkraczając na rynki finansowe bez żadnego celu poza „zarobieniem mnóstwa pieniędzy”. Wprawdzie w celu tym nie ma nic złego, ale nie może on zaktywizować mechanizmów fizycznych i psychicznych, które przyczyniają się do odniesienia sukcesu¹¹.

Inwestowanie na giełdzie niesie za sobą dodatkowe możliwości, takie jak: możliwość samodzielnego ustalania godzin pracy czy poczucie niezależności i satysfakcji. Również ambicja, a także przyjemność gry sprawiają, że inwestorzy stawiają wyzwanie rynkowi¹². Dobrzy inwestorzy mają predyspozycje do ciężkiej pracy i samorealizacji. Ich celem nie jest zarabianie pieniędzy samych w sobie, lecz podejmowanie właściwych decyzji, które następnie przyczyniają się do finansowego sukcesu. Należy również wspomnieć o chęci ciągłego doskonalenia się. Dążenie do doskonałości stanowi cechę charakterystyczną dobrego inwestora¹³.

Podejmowanie gry giełdowej wiąże się z koniecznością akceptacji ewentualnego niepowodzenia inwestycji. Pojawiające się ryzyko powoduje, że gra na giełdzie jest formą hazardu, który niekiedy przyczynia się do wyzwalania silnych emocji wśród inwestorów. Emocje te są często istotnym czynnikiem motywującym ludzi – zwłaszcza tych, którzy lubią ryzyko bądź szukają nowych, „mocnych” wyzwań – do zaangażowania własnego kapitału poprzez inwestowanie w akcje.

W badaniach socjologicznych zauważono przy tym, iż motywacja do gry giełdowej różni się ze względu na płeć. O ile mężczyźni grają ze względu na rywalizację, wyzwanie i chęć udowodnienia własnych możliwości intelektualnych, o tyle u kobiet częstszymi przesłankami do podjęcia gry są: próba ucieczki od codziennych problemów lub chęć zwykłej, codziennej rozrywki¹⁴.

Na koniec warto odnieść się do motywacji inwestorów obracających akcjami klubów piłkarskich. Istotną kwestią o której należy pamiętać jest to, że kluby sportowe mają nieco odmienny charakter, aniżeli typowe przedsiębiorstwa rynkowe. Jest to spowodowane faktem, iż kluby sportowe pełnią określone funkcje społeczne na danym obszarze. W konsekwencji implikuje to swoistą „strukturę inwestorów”, którzy decydują się na nabycie akcji tego rodzaju podmiotów.

¹⁰ A. Elder, *Zawód inwestor giełdowy. Psychologia rynków. Taktyka inwestycyjna. Zarządzanie portfelem*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998, s. 24.

¹¹ T. Plummer, *Psychologia rynków finansowych. U źródeł analizy technicznej*, Wydawnictwo Wig Press, Warszawa 1995, s. 224.

¹² A. Elder, *op. cit.*, s. 24–25.

¹³ *Ibidem*, s. 25.

¹⁴ *Psychologia gracza. Dlaczego gramy na giełdzie?*, strona internetowa <http://spec.pl/zdrowie/psychologia/psychologia-gracza-dlaczego-gramy-na-gieldzie>.

W przypadku tradycyjnych przedsiębiorstw, emitowane akcje są nabywane przede wszystkim przez osoby znające się (w co najmniej dobrym stopniu) na prawach rządzących rynkiem papierów wartościowych. Są to „typowi” inwestorzy giełdowi, nastawieni w swoich działaniach w głównej mierze na zysk. Natomiast w przypadku klubów sportowych sytuacja może być nieco inna. Emitowane akcje będą nabywane zarówno przez „typowych” inwestorów, jak i kibiców¹⁵, którzy swoje działania inwestycyjne będą motywować „przywiązaniem” do klubu. Kibice ci teoretycznie nie mają wystarczającej wiedzy z zakresu rynków finansowych, lecz kupując akcje klubu stają się pełnoprawnymi graczami giełdowymi. Zdaniem autora takie zachowania można tłumaczyć na trzy sposoby:

– z jednej strony kibic kupuje akcje „ukochanego” klubu, ponieważ chce jeszcze bardziej zaangażować się w jego „życie”, być „bliżej” klubu. Dobrze zarządzane, profesjonalne kluby sportowe osiągają milionowe zyski z funkcjonujących pod własną marką sieci sklepów, restauracji, wypożyczalni samochodów, salonów fryzjerskich itp. Kierownictwo klubów sportowych doskonale zdaje sobie sprawę z faktu, iż wielu kibiców będzie korzystać usług firmowanych logo ukochanego klubu. Podobna sytuacja może wystąpić w przypadku akcji giełdowych. Kibic zdecyduje się na ich zakup, by jak najbardziej utożsamiać się ze „swoim” klubem piłkarskim;

– z drugiej strony kibice, których zachowanie kontrolowane jest przez potrzebę ochrony wizerunku, będą koncentrować swoją uwagę na uzyskaniu aprobaty ze strony innych. Aprobata tę będą mogli uzyskać wtedy, gdy – podobnie jak inni kibice, którzy już zdecydowali się na zakup akcji – sami staną się akcjonariuszami klubu. Założenie to ma charakter psychologiczny i odnosi się do specyfiki środowiska kibiców, które niejednokrotnie „wymaga” od swoich członków naśladownictwa i określonego zachowania. Jest ono jednak zgodne z koncepcją ochrony własnego wizerunku podejmowaną w nurtach finansów behawioralnych¹⁶;

– z trzeciej strony zachowania te tłumaczyć można tzw. heurystyką dostępności. Dostępność oparta na doświadczeniu oznacza, że ludzie posiadają większe zaufanie do tego, co wcześniej widzieli lub o czym słyszeli. Zauważono przy tym, że inwestorzy chętniej kupują akcje tych firm, które znają¹⁷. Kibice z reguły dobrze orientują w branży sportowej, dlatego też może być to wytłumaczeniem, dlaczego inwestują swój kapitał w akcje klubów sportowych, a nie innego

¹⁵ Przy czym może zdarzyć się sytuacja, że kibic danego klubu sportowego będzie jednocześnie sprawnym inwestorem giełdowym.

¹⁶ T. Plummer, *op. cit.*, s. 231.

¹⁷ P. Zielonka, *Czym są finanse behawioralne, czyli krótkie wprowadzenie do psychologii rynków finansowych*, „Materiały i Studia” 2003, Z. 158, Narodowy Bank Polski, Warszawa, s. 22.

rodzaju przedsiębiorstw. Wreszcie Tversky i Heath zaobserwowali, że ludzie uważają znane im rodzaje hazardu za mniej ryzykowne, niż nieznanie¹⁸.

3. CZYNNIKI KSZTAŁTUJĄCE KURS AKCJI GIEŁDOWYCH WEDŁUG KONCEPCJI FINANSÓW BEHAWIORALNYCH

Według ekonomicznej teorii rynku efektywnego kurs (cena) akcji ukazuje jej realną wartość przypadającą na dany moment. Podobnie jak cena każdego innego dobra, produktu czy usługi, tak cena akcji odzwierciedla ogólne zależności zachodzące pomiędzy popytem, a podażą. W przypadku, gdy liczba ofert sprzedaży akcji przeważa nad liczbą ofert ich kupna, kurs akcji obniża się. Z kolei, gdy propozycje kupna przewyższają liczbę oferowanych walorów, wówczas kurs akcji rośnie. Każda cena papierów wartościowych odzwierciedla chwilowy stan równowagi pomiędzy kupującymi, sprzedającymi i niezdecydowanymi inwestorami w momencie zawarcia transakcji¹⁹.

Analiza dynamiki ceny akcji umożliwia identyfikację ruchu kursu akcji oraz określenie kierunku i prędkości tych zmian. W przypadku, gdy dominująca grupa inwestorów jest zdecydowana i jednomyślna w stosunku do kupna lub sprzedaży papierów wartościowych danej spółki, dynamika jest wysoka, a cena szybko zmienia swoją wartość. Przeciwną sytuacją jest konsolidacja, w której inwestorzy czekają na dalszy rozwój wydarzeń lub panują podzielone zdania na temat ceny akcji, a na rynku widać niepewność²⁰. Można przy tym zauważyć, że dynamika spadków kursów akcji jest większa niż wzrostów. Jest to w głównej mierze spowodowane naturą ludzkiej psychiki, gdyż inwestorzy silniej reagują na możliwość straty, aniżeli na sposobność zarobku. Sytuacja ta przyczynia się do tego, iż generalnie w okresie hossy cena akcji rośnie powoli, lecz przez dłuższy okres, natomiast w okresie bessy spada szybko i gwałtownie²¹.

Na rynkową cenę akcji wpływ ma szereg czynników. Do najważniejszych z nich należą:

- standing finansowy emitenta,
- stan koniunktury branży, w której emitent akcji prowadzi działalność gospodarczą,
- ogólną sytuację polityczną, społeczną i ekonomiczną państwa,
- spekulację głównych inwestorów,

¹⁸ A. Tversky, C. Heath, *Preferences and beliefs, Ambiguity and competence in choice under uncertainty*, „Journal of Risk and Uncertainty” 1991, Vol. 4, Kluwer Academic Publishers, s. 5–28.

¹⁹ M. Krzywdą, *GPW II. Akcje i analiza fundamentalna w praktyce*, Wydawnictwo Złote Myśli, Gliwice 2010, s. 12.

²⁰ W. Moskaiewicz, *Ceny akcji. Kiedy rosną i dlaczego spadają*, Złote Myśli Sp. z o.o., Gliwice 2011, s. 27.

²¹ *Ibidem*, s. 30.

- poziom stóp procentowych,
- przepływ informacji na rynku itp.

Jednakże w zgodzie z nurtem finansów behawioralnych²² przy opisywaniu czynników kształtujących poziom kursów akcji coraz większą rolę przypisuje się ludzkiej psychice. Nadrzędnym problemem jest konieczność zrozumienia zakresu, w jakim reakcje inwestorów odnośnie zmian na rynku są kształtowane przez ludzką podświadomość. Rozpowszechnione przekonanie, że reakcje te są kierowane bezpośrednio przez świadomą część umysłu, a emocje są tylko „skutkiem ubocznym”, jest przekonaniem fałszywym. W przypadku, gdy w psychice zostaje stworzone „środowisko emocji”, liczba właściwych (w tym racjonalnych) reakcji ulega ograniczeniu²³. Z funkcjonowaniem rynków giełdowych nieodzownie wiąże się aspekt lęku inwestorów. Podświadome nawyki, które kształtują się jako sposoby radzenia sobie z lękiem (m. in. minimalizacja lęku, ochrona wizerunku i przestrzeni osobistej), zazwyczaj bardzo przeszkadzają w skutecznym dokonywaniu transakcji²⁴. Ma to następnie odbicie w nie do końca racjonalnych zmianach kursów akcji poszczególnych spółek giełdowych.

Tradycyjne miary wywodzące się z teorii portfelowej nie uwzględniają behawioralnych aspektów preferencji i oczekiwań jednostek w procesie formułowania decyzji inwestycyjnych. Tymczasem empiryczna weryfikacja teorii preskryptywnych wykazała wiele niespójności pomiędzy zachowaniami modelowymi, a rzeczywistym²⁵. Do głównych zarzutów, jakie stawiane są pod adresem współczesnej teorii ekonomicznej, należą:

- wykazywanie tendencji, by za pewnik (a nie jedynie za założenie) przyjmować fakt, iż jednostki zachowują się w sposób mechaniczny i linearny;
- nie uwzględnianie znaczenia zmienności nastrojów;
- nie uwzględnianie faktu, że jednostki podlegają bardzo silnym wpływom działań innych ludzi²⁶.

Według koncepcji finansów behawioralnych inwestorzy zachowują się „normalnie,” a to wiąże się z popełnianiem przez nich błędów. Uczestnicy giełdy wyznaczają swoje oczekiwania wobec przyszłych zysków w oparciu o posiadane informacje oraz odpowiednie modele służące przetwarzaniu tych informacji. Dochodzi wtedy do popełniania systematycznych błędów związanych z nieodpowiednim interpretowaniem posiadanych informacji²⁷. Zachowania te może

²² Finanse behawioralne to nauka, która na bazie badań indywidualnych oraz społecznych skłonności poznawczych i emocjonalnych wyjaśnia decyzje ekonomiczne inwestorów; K. Opolski, T. Potocki, T. Świąt, *Teorie inwestycyjne w zarządzaniu bogactwem na przykładzie instytucji Wealth Management*, „Bank i Kredyt” 2010, nr 41(5), s. 78.

²³ T. Plummer, *op. cit.*, s. 227–228.

²⁴ Szerzej w: T. Plummer, *op. cit.*

²⁵ K. Opolski, T. Potocki, T. Świąt, *op. cit.*, s. 78.

²⁶ T. Plummer, *op. cit.*, s. 46.

²⁷ M. Czuba, *Zachowania inwestorów*, Gazeta Giełdy Parkiet, wydanie internetowe <http://www.parkiet.com/artykul/70941.html?p=2>, 2000.

po części odzwierciedlać koncepcja racjonalności ograniczonej²⁸. Twierdzi ona, że inwestorzy w założeniu chcieliby postępować racjonalnie, ale w rzeczywistości ich postępowanie jest zdeformowane i niepełne. Przyczyną tego stanu rzeczy są cztery elementy: ograniczony dostęp do informacji, ograniczone możliwości przyswojenia dostępnych danych i przetworzenia ich na decyzje, skończona i ograniczona pamięć człowieka oraz fakt, że inwestor w praktycznym działaniu kieruje się zazwyczaj doraźnie satysfakcjonującymi go poziomami spełnienia swoich celów, a nie ich optymalizacją²⁹. Do podejmowania decyzji inwestorów na gruncie ekonomii behawioralnej odnosi się również słynna teoria perspektywy, którą sformułowali Daniel Kahneman i Amos Tversky. Zauważa ona, że decyzje podejmowane przez ludzi w warunkach niepewności mogą odbiegać od tych, jakie przewidywały tradycyjne teorie ekonomiczne. Dana sytuacja może być różnie postrzegana w zależności od perspektywy zysku bądź straty³⁰.

Klasyczna ekonomia opiera się na przypuszczeniu, że uczestnicy rynku zachowują się racjonalnie oraz kierują się swoimi interesami³¹. Nasuwa się jednak pytanie, czy taka sytuacja rzeczywiście zawsze ma miejsce na rynku kapitałowym? Analizując historię ekonomii niejednokrotnie można zauważyć, że musi istnieć powód, dla którego ludzie postępują tak samo w tym samym czasie – choćby było to zachowanie określane jako „dziwne”. Przykładem mogą być zdarzenia nawiązujące do holenderskiej „tulip-manii” z 1634 r., które z pewnością nie były skutkiem racjonalnych decyzji podejmowanych przez niezależne jednostki³². Jak ukazano w dalszej części artykułu, podobnie „dziwne” zachowania (choć w znacznie mniejszej skali) można zauważyć analizując kursy akcji klubów piłkarskich.

4. CHARAKTERYSTYKA SPORTOWYCH SPÓŁEK AKCYJNYCH PODDANYCH BADANIU

Dla celów niniejszego opracowania w próbie badawczej uwzględniono dwa podmioty funkcjonujące w formie sportowych spółek akcyjnych. Są to kluby piłkarskie notowane w prestiżowym indeksie giełdowym Stoxx Europe Football Index: Ajax Amsterdam oraz Fenerbahce Stambuł.

²⁸ W teorii ograniczonej racjonalności zasada maksymalizacji, pojawiająca się przy rozważaniu różnych typów racjonalności analitycznej, zastąpiona zostaje zasadą satysfakcji. Zgodnie z zasadą satysfakcji podejmujący decyzję formułuje przed przystąpieniem do wyboru przedziały zadowalających go ocen (wypłat), ograniczone tzw. poziomami rezerwacji i aspiracji, a następnie poprzestaje na pierwszym rozważanym wariantie, którego oceny (wypłaty) spełniają te ograniczenia. W ten sposób wyeliminowana zostaje konieczność wyznaczania wykorzystywanych do maksymalizacji pomocniczych funkcji, a także porównywania kryteriów niewspółmiernych; T. Szapiro, *Co decyduje o decyzji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993, s. 39–40.

²⁹ M. Czuba, *op. cit.*

³⁰ Szerzej w: D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, „Econometrica” 1979, Vol. XLVII, s. 263–291.

³¹ M. Czuba, *op. cit.*

³² T. Plummer, *op. cit.*, s. 47.

Zasadniczym pytaniem, które może pojawić się na początku badań dotyczących zmian kursów akcji wspomnianych klubów jest kwestia, czy oba podmioty w analizowanym okresie były w ekonomicznym (jak i oczywiście sportowym) względzie do siebie podobne? Zamiarem autora było bowiem porównanie tych klubów sportowych, które w badanym czasie: charakteryzowały się z jednej strony podobnym standingiem finansowym, z drugiej zaś uzyskiwały porównywalne sukcesy na płaszczyźnie sportowej. Zdaniem autora warunek ten został spełniony. Współczynnik UEFA Country Ranking³³, będący rankingiem mierzącym siłę poszczególnych piłkarskich lig Europy na podstawie występów drużyn klubowych w europejskich pucharach w przeciągu poprzednich pięciu sezonów, ukazuje, iż na początku rozpatrywanego sezonu 2010/2011 liga holenderska (której przedstawicielem jest Ajax Amsterdam) oraz liga turecka (reprezentowana przez Fenerbahce Stambuł) zajmowały odpowiednio dziesiątą i jedenastą pozycję w Europie (tab. 3). Co więcej, według rankingu klubowego UEFA³⁴, mierzącego siłę poszczególnych klubów piłkarskich w Europie, można zauważyć, iż w sezonie 2010/2011 Ajax Amsterdam i Fenerbahce Stambuł zajmowały (w hierarchii klubów uczestniczących w rozgrywkach międzynarodowych funkcjonujących pod egidą UEFA) miejsca blisko siebie – odpowiednio 32 i 34 (tab. 4).

Znaczne podobieństwa pomiędzy opisywanymi podmiotami widać także w przypadku, gdy za kryterium porównawcze przyjmie się szacowaną rynkową wartość obu klubów. Na wartość klubu piłkarskiego wpływ ma szereg determinant³⁵. Oprócz czynników typowych dla większości przedsiębiorstw (takich jak: sposób wykorzystania aktywów, sposób zarządzania klubem, potencjał wzrostu, przychody i koszty płynące z działalności operacyjnej itd.), będą to m. in.: wartość kart zawodniczych piłkarzy reprezentujących barwy określonego klubu, liczba kibiców, liczba sponsorów, potencjał marketingowy itp.

³³ Współczynnik ligowy obliczany jest w celu tworzenia rankingu najwyższych poziomów ligowych federacji członkowskich UEFA, według którego ustalany jest podział miejsc w rozgrywkach międzynarodowych UEFA – Lidze Mistrzów i Lidze Europy, przypadających danym federacjom. Więcej informacji na stronie internetowej www.country-rating.com oraz <http://pl.wikipedia.org/wiki/Wsp%C3%B3lczynnik UEFA>.

³⁴ Ranking (współczynnik) klubowy jest sumą 20% współczynnika ligowego federacji danej drużyny i liczby punktów rankingowych uzyskanych przez zespół w ostatnich pięciu sezonach rozgrywek międzynarodowych UEFA. Nie są do niego wliczane punkty zdobyte w meczach faz kwalifikacyjnych. Według zasad obowiązujących od sezonu 2009/2010 współczynniki klubowe są obliczane odrębnymi metodami dla Ligi Mistrzów i Ligi Europy UEFA. Szerzej na: www.uefa.com.

³⁵ Wartość firmy to suma wartości materialnych i niematerialnych, gdzie wartości materialne to posiadany przez firmę majątek, czyli wszystkie aktywa ewidencjonowane w bilansie pomniejszone o zobowiązania, a wartości niematerialne to nadwyżka wartości rynkowej składników firmy; W. Grudzewski, I. Hejduk, *Restrukturyzacja firmy jako kierunek wzrostu jej wartości*, [w:] A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1999, s. 200–201.

Tabela 3

Najsilniejsze piłkarskie ligi Europy według UEFA w sezonie 2010/2011

Lp.	Kraj	Punkty zdobyte w poszczególnych sezonach					
		2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	razem
1.	Anglia	14.428	16.625	17.875	15.000	17.928	81.856
2.	Hiszpania	15.642	19.000	13.875	13.312	17.928	79.757
3.	Włochy	15.357	11.928	10.250	11.375	15.428	64.338
4.	Niemcy	10.437	9.500	13.500	12.687	18.083	64.207
5.	Francja	10.812	10.000	6.928	11.000	15.000	53.740
6.	Rosja	10.000	6.625	11.250	9.750	6.166	43.791
7.	Ukraina	5.750	6.500	4.875	16.625	5.800	39.550
8.	Rumunia	16.833	11.333	2.600	2.642	6.083	39.491
9.	Portugalia	5.500	8.083	7.928	6.785	10.000	38.296
10.	Holandia	7.583	8.214	5.000	6.333	9.416	36.546
11.	Turcja	4.000	6.100	9.750	7.000	7.600	34.450

Źródło: opracowanie własne na podstawie Country-Ranking UEFA.

Tabela 4

Najsilniejsze kluby piłkarskie Europy według UEFA w sezonie 2010/2011

Lp.	Klub	Punkty zdobyte w poszczególnych sezonach					
		2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	razem
1.	FC Barcelona	32,128	17,800	27,775	28,662	30,585	136,951
2.	Manchester United	10,885	25,325	32,575	28,000	28,585	125,371
3.	Chelsea Londyn	15,885	26,325	28,575	25,000	22,585	118,371
4.	Bayern Monachium	29,885	16,325	21,575	22,000	25,585	115,371
5.	Liverpool FC	15,885	27,325	24,575	23,000	24,585	115,371
32.	Ajax Amsterdam	14,516	12,642	3,000	14,266	10,883	55,309
34.	Fenerbahce SK	6,800	10,220	18,950	6,400	12,520	54,890

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

W niniejszej analizie wartość obu klubów określona zostanie z jednej strony na podstawie wybranych pozycji oficjalnych bilansów³⁶ zestawiających aktywa i pasywa badanych podmiotów. Z drugiej strony zaś skonfrontowane zostaną szacunkowe wartości rynkowe piłkarzy, którzy reprezentowali w ówczesnym czasie barwy Ajaxu Amsterdam i Fenerbahce Stambuł (tab. 5)³⁷.

Tabela 6

Wybrane mierniki wartości klubów piłkarskich Ajax Amsterdam i Fenerbahce Stambuł
(kwoty podane w mln EUR).

Kryterium porównawcze	Klub	
	Ajax Amsterdam	Fenerbahce Stambuł
Aktywa ogółem, w tym:	100,0 ³⁸	84,16 ³⁹
– aktywa trwałe	63,6	16,39
– aktywa obrotowe	36,4	67,77
Pasywa ogółem, w tym:	100,0	84,16
– kapitały własne	44,7	73,88
– zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	55,3	10,28
Wartość kart zawodniczych według transfermarkt.de ⁴⁰	133,45	140,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.investing.businessweek.com oraz www.transfermarkt.de.

Z analizy danych uwzględnionych w tab. 6 wynika, że oba kluby charakteryzują się podobną wartością aktywów i pasywów. Ujęte w bilansie Ajaxu Amsterdam składniki majątku oraz źródła ich pochodzenia zostały wycenione na 100 mln EUR, podczas gdy wartość aktywów i pasywów Fenerbahce Stambuł wyniosła niewiele ponad 84 mln EUR. Zdaniem autora w przypadku klubów piłkarskich różnica ta nie jest wyraźnie znacząca. Zwracająca uwagę znaczna dysproporcja w strukturze aktywów i pasywów obu klubów wynika z różnic w sporządzaniu bilansów w holenderskich i tureckich podmiotach gospodarczych i nie będzie przedmiotem dalszej analizy.

³⁶ Ze względu na różnice w sporządzaniu bilansów holenderskich i tureckich podmiotów gospodarczych należy przyjąć, że ich porównanie ma jedynie charakter poglądowy.

³⁷ Wartość rynkowa piłkarzy została oszacowana na podstawie danych prestiżowego piłkarskiego portalu internetowego www.transfermarkt.de. Eksperti portalu oceniają potencjalną wartość kart zawodniczych piłkarzy z uwzględnieniem najbardziej prawdopodobnej ceny, jaką dany klub mógłby otrzymać na rynku na skutek sprzedaży praw do kraty zawodniczej piłkarza (pot. transferu piłkarza) na rzecz innego klubu.

³⁸ Zestawienie sporządzone na dzień 30.06.2011.

³⁹ Zestawienie sporządzone na dzień 31.05.2011.

⁴⁰ Zestawienie odnoszące się do sezonu piłkarskiego 2010/2011.

Co ciekawe zdaniem ekspertów branży piłkarskiej z uznanego portalu transfermarkt.de, to turecka drużyna miała w badanym okresie bardziej wartościowych piłkarzy. Z rynkowego punktu widzenia karty zawodnicze reprezentantów mistrza Turcji wyceniono na 140 mln EUR. Z kolei w przypadku Ajaxu Amsterdam karty zawodnicze piłkarzy klubu z Niderlandów wyceniono na 133,45 mln EUR. Warte podkreślenia są jednak niewielkie różnice w łącznej wartości wszystkich kart zawodniczych piłkarzy obu klubów.

Krótką charakterystyka działalności przyjętych do badań klubów sportowych wskazuje, że:

- Ajax Amsterdam to 31-krotny zdobywca mistrzostwa Holandii i 18-krotny triumfator Pucharu Holandii. Klub ten odniósł liczne sukcesy na arenie międzynarodowej: czterokrotnie zdobywał Puchar Mistrzów, trzykrotnie Superpuchar Europy, dwukrotnie Puchar Interkontynentalny, zaś po razie Puchar UEFA i Puchar Zdobywców Pucharów.

- Fenerbahce Stambuł to 18-krotny triumfator mistrzostwa Turcji i 5-krotny zdobywca krajowego pucharu. Na arenie międzynarodowej klub nie odniósł dotychczas spektakularnych sukcesów.

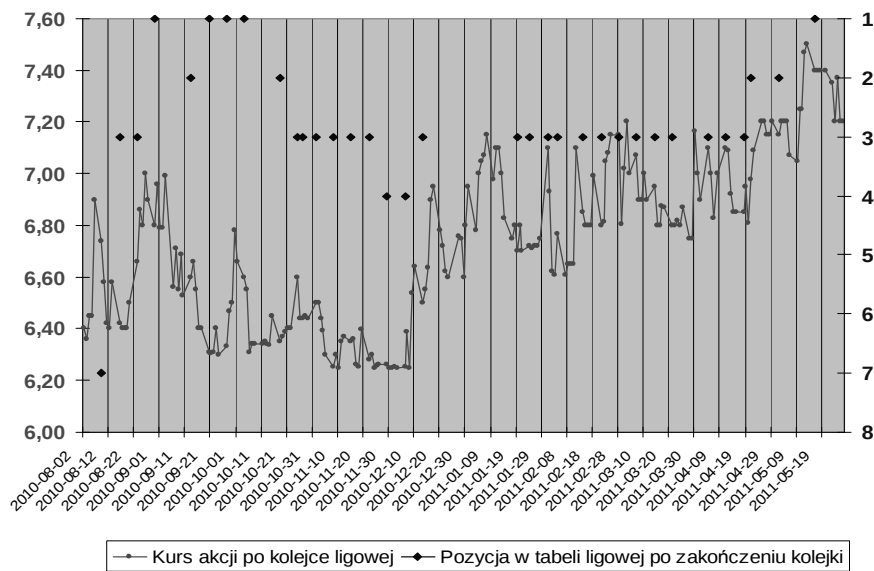
5. ROZWAŻANIA NA TEMAT WPŁYWU WYNIKÓW SPORTOWYCH NA KURS AKCJI SPORTOWYCH SPÓŁEK AKCYJNYCH

Jak już wcześniej zasygnalizowano, klasyczne założenia ekonomii podkreślają kwestię racjonalności zachowań inwestorów na rynku kapitałowym. W zgodzie z tym nurtem wydawać by się mogło, iż osiągniany przez klub sportowy sukces sportowy powinien przyczynić się do wzrostu kursu jego akcji. Satisfakcjonujące wyniki sportowe pociągają przecież za sobą nowe możliwości organizacyjno-finansowe (wyższe wpływy za sprzedaż praw do transmisji meczów, wyższe sumy za kontrakty podpisywane ze sponsorami, wzrost liczby kibiców, poprawa wizerunku marketingowego klubu itp.), które są „mile widziane” przez inwestorów. Z kolei zdaniem niektórych badaczy, na cenę akcji patrzeć można jako na zjawisko natury psychologicznej. Natomiast formacje, jakie tworzą ceny akcji na wykresach giełdowych, stanowią jedynie pewien obraz emocji tłumu inwestorów⁴¹.

Z analizy wyników przeprowadzonych badań wynika, że na początku sierpnia 2010 r. kurs akcji Ajaxu Amstardam kształtował się na poziomie 6,40 EUR za akcję (rys. 2). Tuż przed rozpoczęciem rozgrywek ligowych w Holandii w sezonie 2010/2011, tj. 6 sierpnia 2010 r., wzrósł on do poziomu 6,90 EUR za akcję. Zdaniem autora świadczyć to może o znacznym zainteresowaniu inwesto-

⁴¹ M. Krzywdą, *GPW II. Akcje i analiza fundamentalna w praktyce*, Wydawnictwo Złote Myśli, Gliwice 2010, s. 11.

rów startem piłkarskiej ligi i wiązaniem swoistych „nadziei” z możliwością osiągnięcia sportowych sukcesów na tej płaszczyźnie. Pierwsze mecze Ajaxu Amsterdam zdawały potwierdzać przedsezonowe mistrzowskie aspiracje klubu. Po czwartej kolejce ligowej Ajax zajął pierwsze miejsce w tabeli Eredivisie, które plasował (z niewielkimi wyjątkami) do połowy października 2010 r. W tym czasie kurs akcji klubu zmalał z około 7 EUR za akcję (stan na 31.08.2010 r. – dzień po objęciu pozycji lidera) do poziomu 6,35 EUR za akcję (stan na dzień 18.10.2010 r. – kiedy to klub stracił przodownictwo w tabeli). Przez dłuższą część sezonu (aż do dnia 20.04.2011 r.) Ajax Amsterdam zajmował trzecią pozycję w lidze, tuż za odwiecznymi rywalami – PSV Eindhoven i Twente Enschede. W tym czasie wartość kursu akcji była dość zróżnicowana. Wahala się ona w przedziale: od 6,25 EUR za akcję (stan na koniec listopada – początek grudnia 2010 r., kiedy to klub spadł czasowo na czwarte miejsce w lidze) do 7,20 EUR za akcję (stan na dzień 03.03.2011 r.). 24 kwietnia 2011 r. – po przekonującym zwycięstwie nad Excelsiorem Rotterdam w 32 kolejce sezonu – Ajax Amsterdam „wskoczył” na drugie miejsce w ligowej tabeli. Utrzymał je nadal tydzień później, po przedostatniej rundzie meczów.



Rys. 2. Kształtowanie się kursów akcji Ajaxu Amsterdam w sezonie piłkarskim 2010/2011 (w EUR za akcję)

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.investing.businessweek.com.

Punktem kulminacyjnym piłkarskiego sezonu w Holandii okazała się ostatnia – 34 kolejka ligowa. W zaplanowanym meczu Ajax (dotychczasowy wicelider) mierzył się liderem rozgrywek – Twente Enschede. Zwycięstwo w tej konfrontacji miało zagwarantować tytuł najlepszej drużyny w Holandii klubowi z Amsterdamu. Każdy inny rezultat oznaczał z kolei zdobycie tytułu mistrzowskiego przez ekipę piłkarską z Enschede. Towarzyszące „meczowi sezonu” emocje wpłynęły na kształtowanie się kursu akcji Ajaxu Amsterdam. W piątek, 13.05.2011 r., osiągnęły one rekordowy w rozpatrywanym okresie poziom cen wynoszący 7,50 EUR za akcję.

Decydujący o piłkarskim mistrzostwie Holandii mecz odbył się 15.05.2011 r. Ajax pokonał Twente Enschede w stosunku bramek 3:1 i zdobył tytuł najlepszej drużyny w kraju. Po tym niewątpliwym sukcesie sportowym cena akcji klubu przez dłuższy czas utrzymywała się na wysokim poziomie wynoszącym 7,40 EUR za akcję. Na koniec maja 2011 r. wyniosła zaś ona do 7,20 EUR za akcję. Zdaniem autora, koniec ligowego sezonu wpłynął na swoiste „rozprężenie” wśród inwestorów spółki. Brak sportowego „dreszczyku emocji” spowodował, iż akcje klubu przestały cieszyć się tak dużym zainteresowaniem, jak podczas ostatnich tygodni piłkarskiego kalendarza w Holandii.

Dosyć podobnie w piłkarskim sezonie 2010/2011 kształtowały się rynkowe ceny akcji tureckiego klubu sportowego Fenerbahce Sztambuł (rys. 3). Na początku rozpatrywanego okresu badawczego kurs akcji wspomnianego podmiotu wynosił 54 TRY⁴² za akcję. Tuż przed startem rozgrywek ligowych zmalał on do poziomu 49 TRY za akcję, by (aż do połowy września 2010 r.) oscylować w przedziale 50–55 TRY za akcję. Przez kolejne cztery miesiące zauważalne były znaczne wahania kursów akcji. Ich cena zmieniała się istotnie, osiągając z jednej strony wysokie wartości (wynoszące 67 TRY oraz 68,5 TRY za akcję – stan odpowiednio na dzień 24.09.2010 r. i 24.01.2011 r.), jak i wartości minimalne (wynoszące 53,25 TRY za akcję w dniu 22.12.2010 r.).

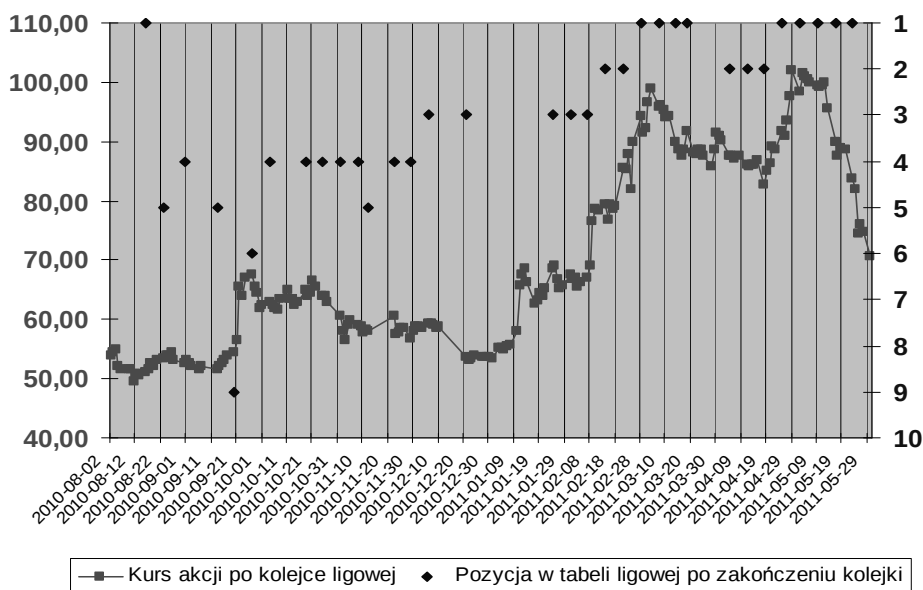
Należy zwrócić uwagę, że początkowe wyniki sportowe osiągane przez drużynę Fenerbahce były dalekie od oczekiwanych. Do końca listopada 2010 r. piłkarze z azjatyckiej części Sztambułu zajmowali zazwyczaj 4–5 miejsce w ligowej tabeli, co z całą pewnością nie potwierdzało mistrzowskich aspiracji klubu. Tuż przed końcem 2010 r. i planową zimową przerwą w rozgrywkach, Fenerbahce uplasował się na trzeciej pozycji w tabeli Super Lig, którą utrzymywał do połowy lutego 2011 r.

W dniu 14.02.2011 r., dzięki zwycięstwu nad Kayserispor, drużyna Fenerbahce Sztambuł zajęła miejsce wicelidera tureckich rozgrywek piłkarskich. Od tego momentu zauważyć można także znaczne zmiany w rynkowej cenie akcji klubu, której wartość na przestrzeni niespełna dwóch tygodni (od 14.02.2011 r. do 27.02.2011 r.) wzrosła z 79,25 TRY za akcję do poziomu 94 TRY za akcję.

⁴² TRY – oznaczenie tureckiej nowej liry – oficjalnej waluty Turcji.

Jak pokazały kolejne tygodnie, sportowa forma piłkarzy znad Bosforu wciąż rosła. Satysfakcjonujące wyniki sportowe pozwoliły drużynie Fenerbahce wraz z końcem lutego 2011 r. uplasować się na pierwszym miejscu w tabeli rozgrywek. W tym samym czasie kurs akcji klubu osiągnął pierwsze apogeum – jego wartość w dniu 03.04.2012 r. wyniosła 99 TRY za akcję.

Po bezbramkowym remisie z Bursaspor w 27 kolejce spotkań, drużyna Fenerbahce utraciła pozycję lidera piłkarskiej Super Lig. Spowodowało to jednoczesny spadek cen akcji klubu (14.04.2011 r. ich kurs spadł do poziomu 82,75 TRY za akcję). Ponowne odzyskanie „fotela lidera” rozgrywek wraz z dniem 24.04.2011 r. przyczyniło się do kolejnych wyraźnych zmian cen akcji klubu. W dniu 29.04.2011 r. wartość rynkowa akcji sportowej spółki akcyjnej Fenerbahce Sztambuł osiągnęła swoje maksimum, wynoszące 102 TRY za akcję.



Rys. 3. Kształtowanie się kursów akcji Fenerbahce Sztambuł w sezonie piłkarskim 2010/2011 (w TRY za akcję)

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.investing.businessweek.com.

Drużyna ze Sztambułu dzięki pięciu kolejnym zwycięstwom zdołała utrzymać prowadzenie w ligowej tabeli i w dniu 22.05.2011 r., po triumfie w wyjazdowym meczu z Sivasspor, przypieczętowała zdobycie osiemnastego piłkarskiego mistrzostwa Turcji. Jednak znakomite wyniki sportowe nie przełożyły się na równie oczekiwane wysokie wartości cen jego akcji w kolejnych dniach. Od połowy maja 2011 r., choć sezon piłkarski jeszcze trwał i piłkarze Fenerbahce

nie mieli zagwarantowanego tytułu mistrzowskiego, kurs akcji zaczął wyraźnie spadać. O ile w dniu 16.05.2011 r. cena akcji spółki wynosiła 90 TRY za akcję, o tyle już w dniu 30.05.2011 r. zmalała ona do poziomu zaledwie 70 TRY za akcję. Nie ma jednocześnie jednoznacznego wytłumaczenia, dlaczego doszło do tak wyraźnych zmian w cenie akcji klubu. Zdaniem niektórych badaczy, kurs akcji Fenerbahce rósł, kiedy zespół pił się po mistrzostwo. Kiedy je zdobył, przyszedł czas na realizację zysków⁴³. Z kolei inni eksperci uważają, że nie ma racjonalnego uzasadnienia do tego, co się faktycznie wydarzyło. Wraz z zapadnięciem ostatecznych rezultatów na boisku skończyły się swoiste emocje i sportowa „niepewność”, która mogła być siłą sprawczą, przyciągającą i zachęcającą inwestorów do podjęcia gry na giełdzie.

Zaprezentowane wyniki badań empirycznych są zaledwie wstępem do rozważań nad kształtowaniem się cen akcji sportowych spółek akcyjnych w zależności od uzyskiwanych rezultatów sportowych. Na podstawie powyższych analiz można jedynie wysunąć trzy wstępne spostrzeżenia, których słuszność i zasadność powinny zostać zweryfikowane na etapie dalszego postępowania badawczego:

1. W generalnym ujęciu osiągnięcie przez klub sportowy satysfakcjonujących i zgodnych z przedsezonowymi założeniami wyników sportowych w ligowych rozgrywkach krajowych przyczynia się do wzrostu kursu jego akcji. Należy jednak podkreślić, iż w czasie sezonu piłkarskiego trwającego zazwyczaj od sierpnia do maja roku następnego (będącego jednocześnie okresem badawczym poddawany analizie) dochodzi do znacznych wahań cen akcji tego typu podmiotów. W dużej mierze fluktuacje te są spowodowane zmiennością piłkarskiej formy, a co za tym idzie różnicowaniem się rezultatów sportowych osiągniętych w krótkich okresach czasu.

2. W drugiej połowie piłkarskiego sezonu, kiedy to czas sportowych rozstrzygnięć zbliża się ku końcowi, cena akcji klubu piłkarskiego jest w większym stopniu skorelowana z osiąganymi wynikami sportowymi.

3. Niezależnie od uzyskanego finalnego rezultatu sportowego, po zakończeniu sezonu piłkarskiego i przerwie w rozgrywkach kurs akcji sportowych spółek akcyjnych maleje. Po części może to być tłumaczone faktem, iż przerwa w „dostarczaniu” sportowych emocji powoduje, że akcje klubu piłkarskich przestają cieszyć się tak dużym zainteresowaniem ze strony inwestorów (często będących kibicami). Zgodnie z nurtem ekonomii behawioralnej istotną rolę odgrywa tu stworzone w psychice „środowisko emocji”, które nie przekłada się na pełną racjonalność zachowań inwestorskich.

⁴³http://wyborcza.biz/biznes/1,100896,10139497,Czy_futbol_i_gielda_ida_w_parze__Jak_za_robic_na_akcjach.html#ixzz2CfuMDAaa.

6. ZAKOŃCZENIE

Hipoteza zakładająca, że osiąganie przez klub sportowy satysfakcjonujących wyników sportowych w krajowych rozgrywkach ligowych przyczynia się do wzrostu kursu jego akcji, została zweryfikowana pozytywnie. Zarówno w przypadku Ajaxu Amsterdam, jak i Fenerbahce Stambuł, zdobycie piłkarskiego mistrzostwa w generalnym ujęciu spowodowało wzrost rynkowych cen akcji tych obu sportowych spółek akcyjnych.

Zauważono jednak, że kształtowanie się kursów akcji klubów piłkarskich nie zawsze ma charakter racjonalny. Przykładem może być fakt, że – niezależnie od ostatecznego rezultatu sportowego – tuż po zakończeniu rozgrywek piłkarskich w sezonie 2010/2011⁴⁴ kurs akcji obu klubów ponownie zmalął. A przecież uzyskane wyniki sportowe, będące wypełnieniem przedsezonowych mistrzowskich aspiracji obu podmiotów, stworzyły przed Ajaxem Amsterdam i Fenerbahce Stambuł nowe możliwości organizacyjno-finansowe (takie jak: prawo uczestnictwa w rozgrywkach elitarniej Ligi Mistrzów, wyższe wpływy za sprzedaż praw do transmisji meczów itp.), które powinny zadowolić inwestorów. Prawdopodobnie przy tym wydaje się stwierdzenie, że rynki finansowe stanowią odzwierciedlenie szybkich, nieustannie oscylujących procesów transformacji i zmian. Nie da się ich zdefiniować przy użyciu statycznych koncepcji i linearnych relacji⁴⁵.

Należy jednak wyraźnie zasygnalizować, że słuszność i zasadność poczynionych w artykule spostrzeżeń powinny zostać zweryfikowane na etapie dalszego postępowania badawczego. Ze względu na relatywnie krótki horyzont czasowy poczynionych obserwacji (ograniczony do jednego sezonu piłkarskiego) – osiągnięte wyniki badań empirycznych mogą okazać się niejednoznaczne i jednocześnie nie powinny być traktowane jako dowód istnienia wyraźnych zależności przyczynowo-skutkowych.

Michał Comporek

THE IMPACT OF SPORTS RESULTS ON THE SHARE PRICES OF SPORTS JOINT-STOCK COMPANIES – THE CASE STUDY OF AJAX AMSTERDAM AND FENERBAHCE ISTAMBUL

In 1983 Tottenham Hotspurs became the first football club in Europe, whose shares have traded on the stock exchange. Since then, many football clubs, mostly in England, decided to allocate their shares for public offering. In the early 90's Twentieth century, when the shares of

⁴⁴ A w zasadzie wraz z końcowymi rozstrzygnięciami sportowymi.

⁴⁵ T. Plummer, *op. cit.*, s. 48.

football clubs were floated on the stock exchange, investors eagerly bought them hoping for a high rate of return. As it subsequently turned out, most of them suffered a clear loss.

The main objective of the football club is not to maximize financial profits, but to achieve the best results in sport competition. This is a key factor differentiating sports clubs from typical commercial enterprises. From the perspective of fans, football clubs were and will remain a social or cultural institutions, but not a business companies.

The main objective of this paper is to investigate the impact of sports results on the share prices of sports joint-stock companies. For research purposes a hypothesis assumes that „the achievement by the football clubs satisfactory sports results contribute to increasing the prices of their shares”.

In order to verify the above hypotheses examined sports achievements of Dutch Ajax Amsterdam and Turkish Fenerbahce Istanbul in the national football leagues in the season 2010/2011. Then reference sports scores obtained by these clubs and confronted them with changes of their share prices during the analyzed period.

Key words: share prices, sports joint-stock company, football clubs, sports results.