

УДК 336.647.2

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ АКЦИЙ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ СПОРТИВНЫХ КЛУБОВ

Титов В.А., Вейнберг Р.Р., Литвишко О.В.

ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова»,
Москва, e-mail: vtitov213@yandex.ru, veynberg@gmail.com, OL-1@mail.ru

Отечественный спорт в настоящий момент находится в процессе перехода на рыночные отношения. Усиливающаяся тенденция коммерциализации, с одной стороны, дефицит бюджетных средств – с другой, свидетельствуют, что спорт должен самостоятельно извлекать доход из имеющихся в его распоряжении ресурсов и научиться использовать существующие рыночные механизмы привлечения капитала. В поисках новых источников финансирования спортивные клубы могут обратить внимание на возможности фондового рынка по мобилизации временно свободных денежных средств, что приведет к появлению на российском рынке инструмента со специфическими инвестиционными характеристиками. В статье рассматривается типовой портрет инвестора, а также приводится модель цены акции спортивного клуба, основанная на ее корреляционной связи с новостными факторами. Статья будет интересна для студентов, аспирантов и всех интересующихся управлением и финансированием спортивной деятельности.

Ключевые слова: первичный рынок капитала, профессиональный спорт, акции, инвестор, риск, регрессионный анализ, рентабельность

EQUITY OF PROFESSIONAL SPORT CLUBS INVESTMENT HIGHLIGHTS

Titov V.A., Veynberg R.R., Litvishko O.V.

Plekhonov Russian University of Economics, Moscow,
e-mail: vtitov213@yandex.ru, veynberg@gmail.com, OL-1@mail.ru

National sport is currently in the process of transition to market relations. The growing trend of commercialization, on the one hand, the budget deficit – on the other, suggest that sport should independently extract income from its available resources and learn how to use existing market mechanisms to attract capital. In search of new sources of funding, sports clubs can draw attention to stock market possibility to mobilize temporarily free funds, which will lead on Russian market creation of the instrument with specific investment characteristics. The article discusses typical portrait of investor and share price model of sports clubs, based on its correlation with news factors. The article will be interesting for students, phd students and for all who are interesting in management and financing of sport industry.

Keywords: initial capital market, professional sports, stocks, investor, risk, regression analysis, profitability

Финансовая специфика зрелищно-массовых услуг профессионального спорта дает отрасли конкурентные преимущества по отношению к иным услугам аналогичного свойства и качества, представленным на рынках развлечения. Исключительность продукта профессионального спорта заключается:

- в возможности продажи услуги в различных формах ее существования: в виде билетов, видео- и аудиотрансляции, информации в печатном издании и сети Интернет, а также в форме материального носителя в виде атрибутики;

- в потенциально неограниченной доходности спортивной услуги, которая в силу своей зрелищности и постоянной новизны является массовым товаром, уровень чистого дохода с реализации которого находится в прямой зависимости от числа покупателей этой услуги.

Именно благодаря финансовой специфике услуг профессионального спорта активы организаций, функционирующих

в данной отрасли экономики, рассматриваются как эффективный инвестиционный и рекламный инструмент. Так, инвестиции в спорт, несмотря на характерный для спортивного бизнеса высокий риск, могут принести существенный доход как в виде дивидендов и имиджевого капитала, так и в виде социально значимого эффекта в процессе реабилитации и воспроизводства качественной рабочей силы.

Исходя из социально-экономического значения профессионального спорта для общества, сформировалась специфическая форма оплаты спортивно-зрелищных услуг, основанная на единстве прямых (услуги оплачивают потребители) и косвенных (спонсорские платежи и государственные ассигнования) источников финансирования. Расходы государства на развитие индустрии спорта в данном случае рассматриваются как экономически выгодное вложение в развитие человеческого потенциала и улучшение качества жизни граждан.

Большая популярность профессионального спорта в мире послужила толчком к появлению нового способа аккумуляции дополнительных финансовых ресурсов для повышения рентабельности деятельности и ухода от спонсорства как неэффективного источника финансирования коммерческой организации: выход на первичный рынок капитала. Помимо вышеназванной цели данный механизм позволяет повысить лояльность болельщиков к руководству клуба путем распространения акций между фанатскими объединениями, предоставляя им возможность участвовать в процессе управления пропорционально их доли в собственности клуба. В мировой практике существуют примеры взятия организованными движениями болельщиков контроля над клубом. Определенные системой корпоративного управления клуба две ключевых категории акционеров – болельщики и инвесторы – получают возможность стать единым целым. Однако подобная структура владения содержит в себе риск возникновения конфликта интересов между двумя типами акционеров, что связано с наличием различных подходов к развитию спортивного клуба. Первый подход, характерный для США, заключается в стремлении к максимизации доходов, при этом спортивная деятельность и ее результаты рассматриваются как средство достижения прибыли. Второй подход характерен для европейских стран, в том числе и для России, где спортивное соперничество является приоритетным фактором и обязательным условием ведения бизнеса. Часто в погоне за спортивным результатом экономическая эффективность и фундаментальные принципы построения бизнеса остаются на втором плане.

На фондовом рынке рациональные спекулянты находят акции, которые являются недооцененными или переоцененными относительно своей реальной стоимости, и их дальнейшие действия создают финансовые потоки, стабилизирующие курс акций относительно среднего значения. Однако ценность спортивного клуба в большой степени зависит от факторов, которые содержат в себе большие риски и неопределенность. Такая зависимость может породить неуверенность относительно стоимости клуба, и инвесторы могут быть не в состоянии стабилизировать курс акций. Вместо того, чтобы открыть позицию на основе различия между текущей и фундаментальной стоимостью команды, инвесторы действуют согласно своему восприятию поведения рынка. При

иррациональном поведении инвесторов на рынке часто формируется множественное равновесие. Курс акций при такой ситуации может увязнуть в длительном равновесии на нижнем уровне, где все испытывают пессимизм и воздерживаются от инвестирования в подобные активы, что приводит к спаду как в случае со многими зарубежными спортивными клубами. О том, что акции футбольных клубов являются высокорисковым инструментом, говорят коэффициенты эксцесса и асимметрии, а также максимальный месячный рост/падение индекса (32,85–25,14%). Положительный коэффициент эксцесса свидетельствует о том, что распределение графика фондового индекса футбольных клубов Европы (STOXX Europe Football Index) имеет более выраженный пик, чем у нормального распределения, которое называется островершинным. Такое распределение характеризует торговлю, которая подвержена большим скачкам цен, т.е. такой рынок является высоковолатильным. Отрицательная асимметрия индекса означает, что направленные вниз отклонения курсовой стоимости более вероятны, чем направленные вверх [1].

В большинстве европейских клубов нематериальные активы, к которым относятся права на регистрацию игроков, учитывающиеся по методу «капитализации и амортизации», занимают существенную долю в структуре основного капитала и играют важную роль для фундаментальной оценки стоимости акций. Ценность нематериальных активов сильно привязана к спортивным результатам. Победы в турнирах поднимают ценность человеческого капитала, деловую репутацию, имидж и бренд клуба, что выражается в повышении дохода, и наоборот, плохие спортивные результаты снижают стоимость нематериальных активов.

Рассматривая отрасль спорта под другим углом, с помощью методики «Анализа пяти сил Портера», можно выявить низкую привлекательность индустрии профессионального спорта из-за высокого уровня конкурентной борьбы в отрасли и рыночной власти поставщиков, которыми в данном случае выступают клубы и спортсмены. Основной причиной является тот факт, что доходы клубов сильно зависят от спортивных результатов. У клубов, ставящих перед собой высокие цели, большие расходы на выплату заработной платы спортсменам, им обязательно нужно выигрывать турниры. Невыполнение командой поставленных на сезон задач грозит серьезными убытками и падением рыночной капитализации акций.

Анализ привлекательности отрасли

| Конкурентные силы | Степень влияния | Факторы | Эффект |
|--|------------------|--|------------------|
| Угрозы появления продуктов-заменителей | Средняя | <ul style="list-style-type: none"> ● исключительность продукта ● наличие потребителей, чувствительных к изменению цены и качества ● спортивные традиции | + - + |
| Угрозы появления новых игроков | Низкая | <ul style="list-style-type: none"> ● высокие стартовые затраты ● стоимость уникального бренда (широкая фанатская база) | + + |
| Рыночная власть поставщиков | Высокая | <ul style="list-style-type: none"> ● спортсмены – самый ценный актив клуба ● высокая дифференциация товара (спортсменов) ● наличие профессиональных контрактов | - - - |
| Рыночная власть потребителей | Низкая / Средняя | <ul style="list-style-type: none"> ● в условиях конкурентной борьбы между телевизионными компаниями и спонсорами реализуется монопольная власть спортивных лиг | + |
| Уровень конкурентной борьбы | Высокая | <ul style="list-style-type: none"> ● большое количество конкурентов с высокими амбициями (достижение спортивного результата, привлечение лучших спортсменов) ● низкие барьеры входа в отрасль ● барьеры выхода из отрасли ● лояльность болельщиков к клубу | - - - + |

Направления стабилизации ценности активов клуба состоят в повышении доли материальных активов в общей структуре внеоборотного капитала посредством строительства материально-технической базы, а также в диверсификации деятельности и развитии непрофильных активов, что позволит генерировать доход помимо основной деятельности, делая клуб менее зависимым от спортивных результатов. Таким образом, спортивный клуб при размещении своих акций должен предложить инвесторам вкладывать капитал не только в команду, состоящую из известных игроков и участвующую в различных соревнованиях, но в первую очередь в организацию, владеющую спортивной инфраструктурой, имеющую свой раскрученный бренд, который независимо от спортивных результатов команды будет приносить прибыль. Для повышения рентабельности своей деятельности зарубежные спортивные клубы помимо основного направления занимаются ведением непрофильного бизнеса. Синергетический эффект, т.е. возрастание эффективности деятельности в результате слияния отдельных частей в единую систему, имеет место благодаря ведению бизнеса под брендом популярного спортивного клуба.

Так как теоретически цена акции компании равна сумме будущих дисконтированных денежных потоков, акции публично торгуемых клубов также должны сильно зависеть от спортивных результатов. Применение метода дисконтирования денежных потоков в отличие от других методов способно включить в оценку клуба некоторые из

основных непризнанных активов, такие как: база болельщиков; репутация клуба, право участия в доходных соревнованиях, которые не могут быть приняты на баланс спортивной организации в силу того, что их стоимость чрезвычайно трудно определить [2].

Текущие цены акций клуба отражают всю доступную информацию для инвесторов, в том числе прогнозируемые результаты матчей. Для любой конкретной игры эта информация включает в себя такие переменные, как статус соперника, фактор поля, возможность задействовать в матче определенного игрока, квалификация судьи, текущая форма и боевой дух команды и многие другие факторы. Когда результат игры становится известным, рынок корректирует цену, чтобы отразить неожиданные компоненты матча, которые должны быть преобразованы в изменение ожидаемых денежных потоков клуба и, следовательно, доходности его акций. Одним из методов контроля ожидаемых результатов матчей является использование коэффициентов букмекерских контор. Вероятность (Q) на победу конкретной ставки с денежным выигрышем (W) рассчитывается следующим образом:

$$Q = 1/(W \cdot k), \quad (1)$$

где k – корректирующий коэффициент, учитывающий маржу букмекерской конторы и рассчитываемый путем суммирования обратной величины коэффициентов на все возможные исходы матча. Ожидаемое количество очков за матч при учете того, что за победу дается 3 очка, за ничью – 1

и за поражение – 0, (*expectedpoints*, *EP*), рассчитывается по формуле

$$EP = 3 \cdot Q_{win} + 1 \cdot Q_{draw} + 0 \cdot Q_{loss}.$$

Количество очков выше или ниже прогнозируемой величины составляет ошибку ожидания (*surpriseleaguepoints*, *S*) и рассчитывается в зависимости от исхода матча следующим образом:

$$\begin{aligned} S_{win} &= 3 - EP, \text{ в случае победы команды;} \\ S_{draw} &= 1 - EP, \text{ при ничейном исходе матча;} \\ S_{loss} &= 0 - EP, \text{ в случае поражения.} \end{aligned} \quad (2)$$

На основании результатов проведенного регрессионного анализа можно определить влияние на ценовые колебания акций таких факторов, как процентное изменение фондового индекса и ошибка ожидания (*S*) (β составляет 0,165 и 0,204 при коэффициенте Стьюдента (*t*-критерии) 5,813 и 3,849 соответственно). Мультипликативное взаимодействие фактора *S* с переменной, оценивающей приближение окончания сезона, с учетом возрастающего или уменьшающегося значения последующих матчей и фиктивной переменной, делящей матчи на домашние и выездные, повышает значимость фактора *S* в волатильности рыночной цены акции (β составляет 0,340 и 0,220 при коэффициенте Стьюдента (*t*-критерии) 10 и 2,157 соответственно). По показателям других коэффициентов можно подчеркнуть, что они оказывают незначительное влияние на зависимую переменную, что связано с недостаточной ликвидностью рынка, вызванной малой долей акций в свободном обращении и низкими объемами торгов, что сказывается на запоздалой реакции инвесторов на новостной фон [3].

Из этого следует, что фондовые активы клубов реагируют на итог спортивных матчей, являясь чувствительными к ценовой информации, в довольно грубой форме, что говорит о недостаточной эффективности данного рынка. Связано это с тем, что основная доля свободно обращающихся акций находится на руках инвесторов – любителей спорта. Такой тип инвестора в первую очередь рассматривает данный актив как сувенирную продукцию, так как спортивные клубы, как правило, распространяют среди болельщиков акции без права голоса. Они не слишком обращают внимание на появляющуюся информацию с точки зрения ее возможного влияния на курсовую стоимость ценных бумаг, их поведение на рынке характеризуется как иррациональное. Эти инвесторы испытывают огромный интерес к команде и, следовательно, находят ценность только во владении частью клуба. До-

ходность от инвестиций может измеряться не ростом курсовой стоимости акций и не суммой выплаченных дивидендов, а количеством титулов, завоеванных клубом, что позволяет им, поддерживая свою команду, получать положительные эмоции.

О готовности российских спортивных клубов к выходу на первичный рынок капитала говорить пока преждевременно. Большинство спортивных клубов в нашей стране не оправдывают своих затрат, являясь неэффективными [4, 5], что связано с недостаточной мотивацией менеджмента на привлечение дополнительных средств из-за наличия:

- акционеров в виде крупнейших государственных и частных компаний, позволяющих за счет своих мощных финансовых ресурсов ежегодно наращивать клубам свои бюджеты, покрывать их огромные текущие расходы;

- собственников в лице органов власти, как реализовано в большинстве региональных клубов, также осуществляющих финансовую поддержку текущей деятельности клубов.

В направлении достижения клубами самокупаемости должно произойти перенаправление государственного финансирования текущей деятельности на поддержку развития клубной инфраструктуры, что изменит структуру финансирования и будет являться стимулом для поиска эффективного управления и достижения экономической эффективности текущей деятельности.

Решить проблему инфраструктуры должна Федеральная целевая программа «Развитие физической культуры и спорта в Российской Федерации», в соответствии с которой к Чемпионату мира по футболу 2018 года в стране будет открыто 12 современных футбольных стадионов, средства на строительство которых выделяются из федеральных и региональных бюджетов, а также инвесторами на условиях государственно-частного партнерства. Развиваемые формы государственно-частного партнерства в сфере физической культуры и спорта должны основываться на рыночных механизмах и совпадении экономических интересов всех вовлеченных в эту сферу отношений субъектов. Перспективными являются распространение в спортивной отрасли экономики практики заключения концессионных соглашений, контрактов жизненного цикла, применения конструкции ЗПИФов, а также обеспечение эффективного использования находящегося в государственной или муниципальной собственности имущества и повышение качества спортивного продукта, предоставляемого потребителям.

Однако, чтобы вложенные средства принесли прибыль, нужно активизировать интерес граждан России к спорту и к здоровому образу жизни. Популяризация спорта обернется не только прибылью организаций, функционирующих в данной индустрии, но и будет иметь социально значимый эффект. Нельзя рассматривать спорт в отрыве от состояния национальной экономики и уровня жизни в стране, который у нас на порядок ниже, чем во многих европейских странах, где у организаций, функционирующих в индустрии спорта, имеются лучшие условия для ведения бизнеса.

В России болельщик так и не стал экономической составляющей спорта, что характерно для развитых стран. Он, напротив, приносит клубам убытки, если иметь ввиду низкую посещаемость матчей, крайне слабые телевизионные рейтинги и крупные штрафы, которые платят клубы и федерации за нарушение болельщиками общественного порядка. Все это никак не способствует повышению рентабельности спортивного бизнеса в России и, как следствие, тормозит развитие спорта. Повышение уровня денежных доходов населения в конечном счете является необходимым условием обеспечения денежной выручки российских спортивных клубов.

Список литературы

1. Галанов В.А. Финансы, денежное обращение, кредит: учебник. – 2-е изд. – М.: ФОРУМ: ИНФРА-М, 2011. – 416 с.
2. Ковалев В.В. Управление денежными потоками, прибылью и рентабельностью: учебно-практ. пособие. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2008. – 336 с.

3. Koller, T., Goedhart, M., & Wessel, D. (2010). *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*. Hoboken: JohnWiley&Sons, Inc.

4. Michel Aglietta & Wladimir Andreff & Bastien Drut, 2010. «Floating European football clubs in the stock market», *EconomiX Working Papers 2010–24*, University of Paris West – Nanterre la Défense, EconomiX.

5. Morrow S. (1999). *The new business of football: Accountability and finance in football*. Basingstoke: Macmillan Business.

References

1. Galanov V.A. *Finansy, denezhnoe obrashhenie, kredit: uchebnik*. 2-e izd. M.: FORUM: INFRA-M, 2011. 416 p.
2. Kovalev V.V. *Upravlenie denezhnymi potokami, pribylju i rentabelnostju: uchebno-prakt. posobie*. M.: TK Velbi, Izd-vo Prospekt, 2008. 336 p.
3. Koller, T., Goedhart, M., & Wessel, D. (2010). *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*. Hoboken: JohnWiley&Sons, Inc.
4. Michel Aglietta & Wladimir Andreff & Bastien Drut, 2010. «Floating European football clubs in the stock market», *EconomiX Working Papers 2010–24*, University of Paris West Nanterre la Défense, EconomiX.
5. Morrow S. (1999). *The new business of football: Accountability and finance in football*. Basingstoke: Macmillan Business.

Рецензенты:

Тихомирова Е.И., д.э.н., профессор, декан факультета математической экономики и информатики, ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», г. Москва;

Халиков М.А., д.э.н., профессор кафедры математических методов в экономике, ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» Министерства образования и науки РФ, г. Москва.