

# GOSPODARKA NARODOWA

5-6  
(261-262)  
Rok LXXXIII/XXIV  
maj-czerwiec  
2013  
s. 123-151

---

Artur WYSZYŃSKI\*

## Ekonomiczne aspekty wejścia klubów piłkarskich na giełdę

---

**Streszczenie:** Celem artykułu jest przedstawienie problematyki związanej z wejściem klubów sportowych na rynek giełdowy na przykładzie Spółki Akcyjnej Ruch Chorzów S.A., która 4 grudnia 2008 r. zadebiutowała na rynku NewConnect, prowadzonym jako alternatywny system obrotu przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. W tym celu, z jednej strony, na podstawie przeglądu literatury przedmiotu, pokazano zalety i wady, jak też obowiązki oraz potencjalne zagrożenia dla organizacji sportowej, wynikające z wejścia jej na parkiet giełdowy. Z drugiej, przeprowadzono analizę wyników ekonomiczno-finansowych i sportowych przed wejściem i po wejściu na rynek NewConnect w Warszawie. Pierwszy okres analizy obejmował lata 2005-2007 (przed wprowadzeniem akcji), drugi od 2008 do 2010 r. (po debiucie na rynku NewConnect). Na podstawie przeprowadzonej analizy stwierdzono, że do najważniejszych zalet dla klubu wynikających z wejścia na rynek NewConnect był dostęp do nowego źródła kapitału. Badana spółka w latach 2008-2011 r. przeprowadziła emisję akcji (oferta prywatna) serii G, H, I, J i K, które następnie wprowadziła do obrotu giełdowego. Zwiększenie kapitału zakładowego wpłynęło na poprawę zarówno kondycji finansowej, jak też wyników sportowych po debiucie na rynku kapitałowym. Stałe podnoszenie kapitału akcyjnego wywarło wpływ z jednej strony na zmniejszenie ryzyka finansowego (wzrost kapitału własnego w strukturze kapitałowej), a z drugiej na poprawę płynności finansowej w porównaniu do innych klubów Ekstraklasy. Po debiucie giełdowym najlepsze wyniki sportowe Ruch osiągnął w sezonie 2009/2010 i 2011/2012 zdobywając kolejno 3 i 2 miejsce w rozgrywkach ligowych.

**Słowa kluczowe:** rynek kapitałowy, rynek sportu, pierwsza oferta publiczna, kluby sportowe

**Kody JEL:** G10, G30

---

Artykuł wpłynął do druku 10 maja 2013 r.

---

---

\* Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie, Katedra Finansów i Bankowości, e-mail: arturwy@uwm.edu.pl

## Wstęp

Od końca pierwszej dekady XXI wieku Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) dostarcza coraz większą szansę nie tylko dużym, ale również średnim i małym przedsiębiorstwom zaistnieć na rynku giełdowym. Dla tych mniejszych, Warszawska Giełda powołała dwa rynki, na których przedsiębiorstwa mogą na rynku pierwotnym zdobyć środki finansowe. Na pierwszym utworzonym w 2007 r., tzw. rynku NewConnect (ASO – Alternatywny System Obrotu) firmy mogą zdobyć kapitał ze sprzedaży głównie akcji. Na drugim rynku powołanym przez GPW w 2009 roku, tj. Catalyst, na którym przedsiębiorstwa mogą zdobyć środki finansowe ze sprzedaży instrumentów dłużnych, przede wszystkim obligacji. Wśród przedsiębiorstw notowanych na rynku NewConnect, obecne są dwa kluby piłkarskie, tj. Ruch Chorzów S.A. i GKS GieKSa Katowice S.A. Obecnie, pierwszy klub swoje mecze rozgrywa w najwyższej lidze rozgrywek piłkarskich w Polsce tj. w Ekstraklasie, drugi – poziom niżej, w pierwszej lidze. Kluby te decydując się na debiut giełdowy oczekują, że pomoże to im na zrealizowanie celów zarówno ekonomicznych, jak i sportowych.

Od debiutu na Londyńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w 1983 roku pierwszego klubu piłkarskiego na świecie, jakim był klub angielskiej Premier League, Tottenham Hotspur minęło blisko 30 lat. W ostatnich dwudziestu latach XX wieku na rynkach finansowych głównie w zachodniej Europie obserwowano wzmożone zainteresowanie klubów piłkarskich pozyskaniem kapitału poprzez wejście na publiczny rynek giełdowy. Początek dały kluby Anglii i Szkocji, które w latach 90. ubiegłego wieku debiutowały na Giełdzie Londyńskiej (LSE – London Stock Exchange), rynku alternatywnym AIM oraz Ofex (Plus Market). W tym okresie na rynku londyńskim przewinęło się ponad 20 klubów piłkarskich, do których zaliczono m.in.: Chelsea Londyn, Manchester United, Arsenal Londyn czy Glasgow Rangers. Również na innych europejskich rynkach kapitałowych tj. Francji, Portugalii, Włoch, Danii, Turcji i innych obserwowano zainteresowanie klubów piłkarskich uczestnictwem na rynku giełdowym. Na przykład przedmiotem notowań Giełdy Nasdaq OMX Nordic jest około połowa duńskich klubów piłkarskich wchodzących w skład najwyższej ligi rozgrywkowej w tym kraju, m.in. Brøndby IF, Aalborg Boldspilklub, FC København i innych. Pojawienie się klubów piłkarskich na rynku giełdowym przyczyniło się do powstania na wzór innych spółek notowanych na rynku kapitałowym, specjalistycznych indeksów giełdowych takich jak, Dow Jones Stoxx Football czy Nomura Football Club. Również i w Polsce na rynku giełdowym zaczęły się pojawiać kluby piłkarskie. W grudniu 2008 roku na rynku alternatywnym NewConnect Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie zadebiutował klub piłkarski Ruch Chorzów S.A. Był to pierwszy debiut polskiego klubu sportowego na rynku giełdowym w Polsce od powstania GPW w Warszawie w 1991 r. Obok Ruchu Chorzów, w 2011 roku na rynku NewConnect nastąpił debiut drugiego klubu piłkarskiego, tj. GKS Katowice.

Od momentu urynkwienia się polskiej gospodarki obserwowane są procesy związane z profesjonalizacją i komercjalizacją organizacji sportowych. Procesy te zostały przyspieszone m.in. przez wejście w 2010 roku ustawy o sporcie<sup>1</sup>. Ustawa ta uchylając dwie obowiązujące ustawy tj. ustawę o sporcie kwalifikowanym<sup>2</sup> oraz ustawę o kulturze fizycznej<sup>3</sup>, wprowadziła istotne zmiany w zakresie regulacji prawnych obejmujących kulturę fizyczną w Polsce w tym działalność klubów sportowych. Zgodnie z treścią art. 15 pkt. 3 wspomnianej ustawy w skład ligi zawodowej w grach zespołowych wchodzi wyłącznie kluby sportowe funkcjonujące jako spółki akcyjne. W związku z tym kluby mające aspirację na grę w najwyższych klasach rozgrywek ligowych (w przypadku piłki nożnej – Ekstraklasa, piłki siatkowej- PlusLiga i innych) aby otrzymać licencję od związku sportowego na grę muszą działać jako spółki akcyjne.

Problematyka związana z wejściem klubu piłkarskiego na rynek giełdowy, wymaga przeprowadzania analizy efektów zarówno ekonomicznych, jak i sportowych. W tym celu, w niniejszym opracowaniu z jednej strony na podstawie przeglądu literatury przedmiotu, zaprezentowano zalety i wady, jak też obowiązki oraz potencjalne zagrożenia dla organizacji sportowej, wynikające z wejścia jej na parkiet giełdowy. Z drugiej, dokonano określenia efektów ekonomiczno-finansowych i sportowych klubu piłkarskiego, na przykładzie Spółki Akcyjnej Ruch Chorzów S.A., która pod koniec 2008 roku zadebiutowała na rynku NewConnect. Przedmiotem tej analizy były wyniki ekonomiczno-finansowe w postaci struktury, dynamiki majątku i kapitału, wyników finansowych oraz wyniki sportowe Ruchu Chorzów przed wejściem i po wejściu na rynek NewConnect w Warszawie. Pierwszy okres obejmował lata 2005-2007 (przed wprowadzeniem akcji), drugi od 2008 do 2010 roku (po debiucie na rynku NewConnect).

### **Efekty ekonomiczne i sportowe organizacji sportowych po debiucie na rynku giełdowym**

W literaturze przedmiotu związanej z upublicznieniem przedsiębiorstw i wejściem na giełdę papierów wartościowych najwięcej miejsca poświęcono efektom ekonomicznym. Efekty sportowe dotyczą przede wszystkim organizacji sportowych, do których zalicza się kluby piłkarskie. Efekty ekonomiczne i sportowe organizacji sportowych są generowane na specyficznym i szczególnym rynku, rynku sportowym. Rynek ten jest znacząco inny od tradycyjnego rynku dóbr i usług konsumpcyjnych, na którym notowana jest na giełdach papierów wartościowych na świecie większość firm z nie związanych ze sportem.

Specyfika rynku sportowego związana jest z silnym z różnicowaniem organizacji sportowych działających po stronie podaży [Sznajder, 2012, s. 59]. Organizacje sportowe różnią się od innych organizacji przede wszystkim: celami

<sup>1</sup> Dz.U. Nr 127, poz. 857 ze zm.

<sup>2</sup> Dz.U. z 2007 r., Nr 226, poz. 1675 ze zm.

<sup>3</sup> Dz.U. Nr 155, poz. 1298 ze zm.

swojego działania, formą prawną, strukturą oraz zasięgiem działania. Kluby sportowe, w tym piłkarskie, funkcjonujące jako spółki kapitałowe zarządzane jako przedsiębiorstwa rynkowe, z jednej strony dążą do zwiększania efektów ekonomicznych poprzez maksymalizowanie bogactwa ich właścicieli, a z drugiej zwiększenia efektów sportowych związanych z wywalczeniem jak najwyższego miejsca w krajowych i zagranicznych rozgrywkach ligowych. Specyficzną cechą rynku sportowego jest istnienie podwójnej zależności pomiędzy profesjonalnymi i zawodowymi klubami sportowymi. Zależność ta polega na tym, że kluby sportowe z jednej strony silnie ze sobą konkurują, a z drugiej są od siebie zależne. Na rynku sportowym nie istnieje monopol, jak to jest w przypadku tradycyjnego rynku dóbr i usług. Trudno bowiem sobie wyobrazić sytuację w której zawodnicy, kluby sportowe w współzawodnictwie sportowym nie mają przeciwników. W literaturze przedmiotu sytuacja ta jest nazwana przez Neale'a [1964] paradoksem Louisa-Schmellinga. Paradoks ten polega na tym, że zawodnicy i kluby sportowe, będą uzyskiwały wyższe przychody, im większa będzie pomiędzy nimi konkurencja, gdyż dla odbiorców widowisk sportowych najatrakcyjniejsze są pojedynki rywali na tym samym poziomie.

Klub sportowy funkcjonujący jako spółka kapitałowa prowadzi działalność gospodarczą na dwóch rynkach, tj. rynku sportowym i rynku reklamowo-sponsoringowym [Sznajder, 2012, s. 66]. W przypadku pierwszego rynku odbiorcami sprzedaży produktów sportowych są konsumenci indywidualni, na drugim instytucjonalni. Odbiorcom indywidualnym, przedsiębiorstwa sportowe sprzedają przede wszystkim produkt w postaci widowiska sportowego, tj. meczu piłkarskiego. Dla klienta instytucjonalnego produktem sportowym będzie poprzez zawartą z klubem umowę sponsoringową reklamowanie produktów bądź usług podczas widowiska sportowego. Specyfika rynku sportowego wpływa na zróżnicowanie dochodów klubów piłkarskich uzyskiwanych na obu rynkach. Do najważniejszych źródeł przychodów klubów piłkarskich na świecie oprócz środków pochodzących z umów sponsoringowych oraz publicznych należą: sprzedaż praw do transmisji meczów, sprzedawanych podczas widowisk sportowych biletów, premie jakie mogą otrzymać od krajowych i zagranicznych organizatorów rozgrywek ligowych (np. UEFA, FIFA), transfery piłkarzy i inne. Należy jednak zaznaczyć, że w przypadku klubów uczestniczących w najwyższych klasach rozgrywek ligowych, przychody ze sponsoringu i praw telewizyjnych są w dużym stopniu osiągane w ramach systemów scentralizowanych, czyli sprzedawanych przez spółkę zarządzającą ligą – w Polsce w przypadku piłki nożnej to Ekstraklasa S.A., koszykówki (drużyn męskich) Polska Liga Koszykówki S.A., siatkówki Profesjonalna Liga Piłki Siatkowej S.A.

Kluby piłkarskie w Polsce w porównaniu do zachodnich są raczej słabymi zarówno pod względem finansowym, jak i sportowym. Słabe wyniki ekonomiczne polskich klubów piłkarskich przejawiają się tym, że tylko nieliczne generują dodatnie wyniki finansowe. Kształtowanie relacji wielkości zysków netto do przychodów ze sprzedaży (rentowności netto) klubów piłkarskich polskiej Ekstraklasy w latach 2007-2010 zaprezentowano w tablicy 1.

**Tablica 1**  
**Wskaźniki rentowności dla klubów Ekstraklasy w latach 2007-2010 (%)**

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010
Lech Poznań	-9,5	1,4	1,6	13,6
Legia Warszawa	-19	-203	-92	-116
Wisła Kraków	-33,7	-22	-54,3	4,9
Jagiellonia Białystok	-93,4	30,1	-44,2	-72,1
Śląsk Wrocław	-108	-42,9	-2,4	-53,7
Lechia Gdańsk	1,8	-4,8	-6,5	-31,3
KGHM Zagłębie Lubin	-7,7	-65,5	-266,6	-1,1
Ruch Chorzów	1,2	-48,6	-14,1	9,7
Widzew Łódź		-211,6	-47,3	-182,4
Cracovia Kraków	-1,3	2,5	-21	-19,3
Polonia Warszawa	9,7	-181,4	-92,4	-162,8
Górnik Zabrze	-125,9	-125,9	-83,6	-121
Korona Kielce	x	1	-145,8	-55,8
PGE GKS Bełchatów	1,1	0,6	-11,1	-8,4
Arka Gdynia	-1,9	2,2	-22,4	-20,3
Podbeskidzie Bielsko-Biała	x	x	32	0,7
Polonia Bytom	-21,8	-18,9	0,9	-54,8
ŁKS Łódź	x	x	x	-270,5

Źródło: opracowanie na podstawie *Ekstraklasa piłkarskiego biznesu 2011* – Ernst&Young

Na podstawie kształtowania się rentowności sprzedaży netto w polskich klubach piłkarskich reprezentujących najwyższą klasę rozgrywkową w Polsce wynika, że w latach 2007-2010 tylko cztery kluby w co najmniej w dwóch okresach (sezonach) uzyskały dodatnią wartość badanego wskaźnika. Były to: Wisła Kraków, Ruch Chorzów, PGE GKS Bełchatów i Podbeskidzie Bielsko-Biała. Pozostałe kluby w tym czasie generowały ujemne wyniki finansowe, co przełożyło się na ujemną rentowność.

W Polsce od wielu lat obserwujemy sytuację, w której kluby piłkarskie zarówno z wyższych lig, jak i niższych bez wsparcia finansowego ze strony sponsorów, państwa, samorządów lokalnych nie utrzymałyby się na rynku. Podobną sytuację obserwujemy w przypadku ich sytuacji sportowej. Od blisko 15 lat żaden z polskich klubów piłkarskich nie awansował do fazy grupowej najbardziej elitarnej ligi piłkarskiej w Europie, tj. rozgrywek Ligi Mistrzów. Brak pozytywnych efektów ekonomicznych i sportowych skłania kluby piłkarskie w Polsce do poszukiwania alternatywnych źródeł przychodów w porównaniu do otrzymanych środków publicznych czy pochodzących od sponsorów. Jednym z rozwiązań wykorzystywanych do poprawy sytuacji ekonomicznej i sportowej dla klubów piłkarskich mogą być środki pozyskane ze sprzedaży papierów wartościowych na rynku giełdowym.

Analiza efektów ekonomicznych klubów, których akcje notowane są na giełdzie papierów wartościowych jest uzależniona od struktury własności właścicieli klubów. Kesenne [2008] przedstawił dwa różne motywy właścicieli decydujących o wprowadzaniu spółki sportowej na giełdę. Pierwszy, to maksymalizowanie korzyści ekonomicznych dla właścicieli. Pozyskane środki pieniężne na rynku giełdowym mogą z jednej strony zwiększyć wyniki finansowe, a z drugiej być wykorzystane na restrukturyzację finansową, związaną na przykład ze spłatą nadmiernego zadłużenia klubu. Drugi, to maksymalizowanie wyników sportowych na arenie krajowej i międzynarodowej. Cel ten może być realizowany przez przeznaczenie środków finansowych na inwestycje związane np. z zakupem wartościowych zawodników oraz budowę bądź renowację stadionu piłkarskiego.

Wyniki badań wielu autorów zajmujących się oceną efektów ekonomicznych spółek po debiucie giełdowym wskazują na pogorszenie się ich wyników finansowych. Ritter i Welch [2002] analizując IPO<sup>4</sup> (IPO – Initial Public Offering, – pierwotna emisja akcji) spółek notowanych na rynku giełdowym w USA w latach 1980-2001 odkryli, że wyniki finansowe po trzech latach po debiucie zmniejszyły się średnio o 23,4%. Zmniejszenie wyników finansowych po pierwszych trzech latach po IPO potwierdzają badania przeprowadzone na rynkach kapitałowych: w Hiszpanii przez Alvarez i Gonzales [2005], brytyjskim przez Levis'a [1993], niemieckim przez Ljungvist [1997], włoskim przez Pagano [1993] oraz w Australii przez Lee [1996]. Obniżenie wyników finansowych w pierwszych latach po debiucie giełdowym na rynku kapitałowym w Polsce mierzone przy pomocy zysku bezwzględniego oraz rentowności aktywów ogółem potwierdzają badania przeprowadzone przez Dutko-Kopczewską [2004]. Rentowność spółek notowanych na GPW Warszawie po IPO zanotowały spadek o ok. 23-30%.

### **Zalety dla klubu piłkarskiego wynikające z wejścia na rynek giełdowy**

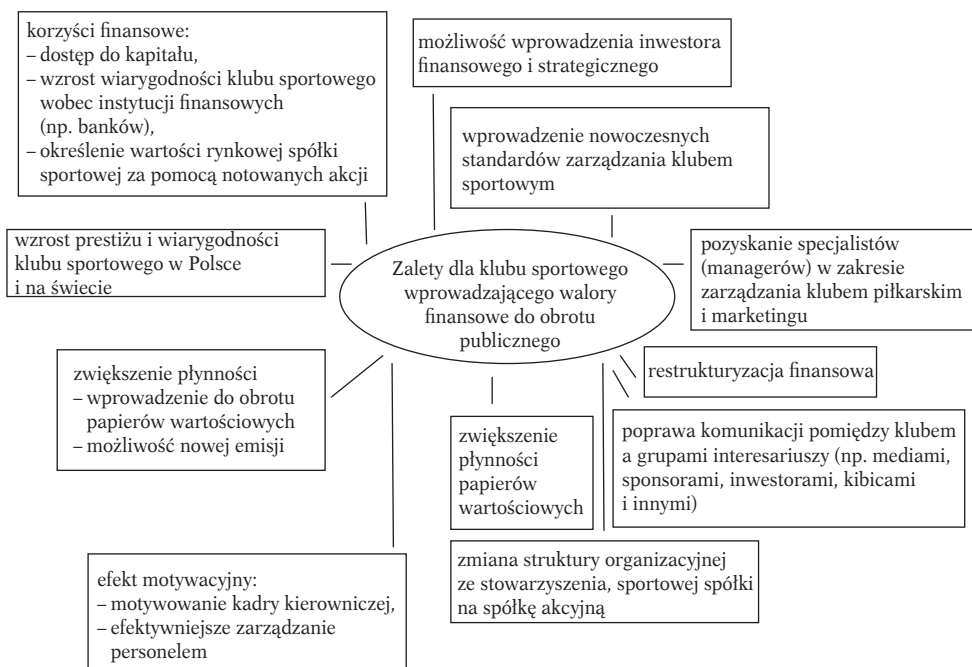
W przypadku klubu piłkarskiego proces upublicznienia na rynkach finansowych nie jest tak powszechny jak w przypadku innych przedsiębiorstw, których przedmiotem nie jest działalność sportowa, ale produkcyjna czy usługowa. Dotąd na europejskim rynku kapitałowym zadebiutowało ponad 40 klubów piłkarskich. Wyniki badań empirycznych nad efektami pierwotnej emisji akcji IPO klubów piłkarskich w Europie wskazują na niewielkie korzyści dla nich. Wiele klubów sportowych osiąga gorsze wyniki zarówno finansowe, jak i sportowe po debiucie na rynku giełdowym. Baur i McKeating [2011] przeprowadzili badania, których celem było określenie związku pomiędzy wejściem na giełdę papierów wartościowych a uzyskanymi z tego tytułu wynikami sportowymi (zdobycie wyższego miejsca w rozgrywkach ligowych) dla klubów piłkarskich. Do badań wykorzystano wyniki finansowe i sportowe 27 europejskich klubów piłkarskich wchodzących w skład branżowego indeksu Dow Jones Stoxx Football. Wyniki badań wspomnianych autorów wskazują, że większość klubów nie osiągnęła

<sup>4</sup> IPO – pierwotna emisja akcji to pierwsza oferta publiczna akcji firmy, powodująca zmianę w strukturze własności spółki z prywatnej na publiczną.

lepszych wyników sportowych po debiucie giełdowym niż uzyskiwały przed upublicznieniem. Korzyści (zajęcie wyższego miejsca) były jedynie widoczne dla klubów, które przed debiutem zajmowały niższą lokatę w krajowych rozgrywkach ligi piłkarskiej. Ponadto korzyści dla klubów związane z debiutem giełdowym były ograniczane przez ich wyniki sportowe. Baur i McKeating [2011, s. 17] na podstawie przeprowadzonych badań stwierdzają, że środki pieniężne pozyskane na giełdzie papierów wartościowych kluby piłkarskie mogą przeznaczyć na zwiększenie dyscypliny finansowej celem uniknięcia bankructwa klubu czy sprzedaży wartościowych zawodników.

Na podstawie przeglądu literatury przedmiotu, m.in. Brigham, Gapenski [2000], Dietl, Franck i Lang [2008], Dobson, Goddard [2005], Franck [2010], Leal Garrett, Green [2010], Morrow [1999], Pagano, Panetta, Zingales, [1998], Schneider [1995], i innych oraz badań własnych autora można zaproponować następujące potencjalne zalety oraz wady dla klubu piłkarskiego oraz innych organizacji sportowych związane z debiutem giełdowym (rysunki: 1 i 2):

**Rysunek 1**  
**Potencjalne zalety (korzyści) dla klubu sportowego (piłkarskiego) wprowadzającego walory finansowe do obrotu giełdowego**



Źródło: opracowanie własne

W literaturze polskiej, jak też zagranicznej nt. zalet i wad pierwotnej oferty publicznej IPO najwięcej miejsca zajmują opracowania dotyczące spółek produkcyjnych, usługowych, których przedmiotem nie jest działalność stricte spor-

towa. Uznać należy, że kluby sportowe, podobnie jak pozostałe przedsiębiorstwa notowane na rynku giełdowym, przechodzą ten sam proces upublicznienia chcąc znaleźć się na parkiecie giełdy. Jednym z etapów tego procesu jest zmiana istniejącej formy organizacyjnej debiutującego przedsiębiorstwa na podmiot kodeksu spółek handlowych – spółkę akcyjną.

W literaturze przedmiotu autorzy często łączą kwestie zalet i wad z wejściem przedsiębiorstwa, w tym sportowego na rynek publiczny z debiutem giełdowym. Połączenie tych kwestii jest związane z tym, że spółka oferując swoje walory finansowe (akcje) przyszłym akcjonariuszom na rynku pierwotnym, w niedalekiej przyszłości pragnie wprowadzić również część swoich akcji do obrotu giełdowego. W Polsce pierwotna emisja akcji większych spółek jest przeprowadzana na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, natomiast oferty spółek, które nie spełniają wymogów GPW są przeprowadzone na alternatywnym rynku obrotu GPW, tj. NewConnect. Papiery dłużne (obligacje) emitowane przez przedsiębiorstwa i jednostki samorządu terytorialnego (jst) mogą być przedmiotem handlu na rynku Catalyst i BondSpot.

Do najważniejszych zalet wejścia organizacji sportowej (np. klubu piłkarskiego) na rynek giełdowy należy zaliczyć dostęp do nowego, alternatywnego źródła kapitału. Większość klubów piłkarskich zarówno profesjonalnych, jak i amatorskich funkcjonujących na rynku sportowym w Polsce i na świecie finansowana jest z następujących źródeł: publicznych, sponsoringu i reklamy, sprzedaży praw do transmisji radiowo-telewizyjnych, sprzedaży zawodników (transferów) czy przychodów działalności handlowej (sprzedaż biletów, pamiątek klubu i innych). Środki pieniężne pozyskane ze sprzedaży papierów wartościowych na rynku pierwotnym inwestorom mogą stanowić ważny element budżetu klubu. W sytuacji, gdy przedsiębiorstwo sportowe potrzebuje nowego kapitału, a jednocześnie nie jest zdolne do zwiększenia swojego kapitału pochodzącego z innych źródeł, jednym z rozwiązań, które może wykorzystać jest właśnie pozyskanie środków finansowych na rynku giełdowym [Leal Garrett, Green 2010, s. 4]. Środki te mogą być skierowane na finansowanie inwestycji sportowych, w rzeczowe środki trwałe np. budowę czy remont stadionu, jak też w zakup wartości niematerialnych i prawnych (osobowych), tj. zakup wartościowych zawodników.

Należy zaznaczyć, że pozyskanie funduszy poprzez ofertę publiczną lub prywatną powinno być szczególnie odnoszone do organizacji sportowych, które charakteryzują się dużymi obecnymi i przyszłymi inwestycjami, wysoką dźwignią finansową oraz znacznym wzrostem. Pozyskanie na rynku publicznym środków pieniężnych ze sprzedaży akcji czy obligacji należy do głównych korzyści wejścia spółek na giełdę papierów wartościowych.

W literaturze przedmiotu na co zwracają badania Pagano, Panetty i Zingales'a [1998] na włoskim rynku giełdowym można zauważyć inną korzyść płynącą z wprowadzenia spółki do obrotu publicznego, a mianowicie tzw. „powtórne przebilansowanie” (*rebalance accounts*) aktywów firmy. Zjawisko to może być związane z restrukturyzacją organizacyjną, finansową przedsiębiorstwa sportowego, w którym występuje wysoki udział zadłużenia w strukturze kapitałowej.



W przedsiębiorstwach sportowych po okresie większych inwestycji, finansowanych głównie ze środków obcych, np. długoterminowych kredytów bankowych, zauważalne jest obniżanie się wskaźnika zadłużenia (dźwigni finansowej). Stąd decyzję przedsiębiorstwa o upublicznieniu się, a następnie wejściu na rynek giełdowy, interpretuje się jako próbę powtórnego „zbilansowania” aktywów i pasywów. Ma to na celu zmniejszenie ryzyka finansowego w firmie poprzez utrzymywanie wskaźników zadłużenia na bezpiecznym poziomie. Także badania przeprowadzone na rynku kapitałowym w Szwecji [Rydqvist, Hogholm 1995] oraz Hiszpanii [Plannell 1995] potwierdzają ten motyw upublicznienia przedsiębiorstwa. W przypadku Ruchu Chorzów, debiutującego na rynku NewConnect, obserwowano zmianę struktury kapitałowej. Klub ten przed upublicznieniem posiadał zadłużenie pozostałe z poprzednich struktur organizacyjnych działających jako stowarzyszenie sportowe. Chcąc zmniejszyć udział środków obcych w strukturze kapitałowej, właściciele klubu dokonywali podniesienia kapitału zakładowego (akcyjnego) poprzez emisje akcji i wprowadzenie ich na rynek NewConnect.

Debiut giełdowy może być dla spółki sportowej sposobem zwiększenia jej wartości. Model Maksimovica i Pichlera [2001], opierający się na cyklu życia organizacji reprezentuje pogląd, że uczestnictwo spółki w notowaniach giełdowych może zwiększyć wartość spółki oraz dodać jej prestiżu i wiarygodności w oczach instytucji finansowych (np. banków), obecnych właścicieli (akcjonariuszy), inwestorów a w przypadku klubów piłkarskich także kibiców, co przedkłada się na zajmowaną pozycję na rynku i świadczy o jej konkurencyjności. Efektem wprowadzenia akcji spółki sportowej do notowań giełdowych może być zwiększenie jej pozycji przetargowej w negocjacjach z przyszłymi kredytodawcami i kontrahentami. Często spółkom giełdowym jest łatwiej i szybciej wygrać np. przetarg, czy uzyskać korzystny kontrakt. Pierwsza oferta publiczna według Mello i Persons'a [1998], może być procesem ujawniania prawdziwej, ekonomicznej wartości spółki, która może być wykorzystywana przy kolejnych emisjach akcji.

Obecność klubu piłkarskiego na rynku kapitałowym przyczynia się do zwiększenia prestiżu i wiarygodności w oczach obecnych właścicieli oraz dawców kapitału (jednostek samorządowych, państwa, sponsorów i innych), co przedkłada się na zajmowaną pozycję na rynku i zwiększa jej konkurencyjność. Już sam fakt notowania walorów na parkiecie giełdowym powoduje, że nazwa spółki pojawia się w codziennych serwisach informacyjnych giełdy, w komunikatach w radiu czy telewizji oraz innych środkach masowego przekazu. Budowa komunikacji poprzez IPO [Song, Rhee, Adams, 1999] może być cennym składnikiem planu marketingowego, którego głównym celem jest zwiększenie dynamiki sprzedaży (produktów sportowych) po debiucie giełdowym.

Wprowadzenie klubu piłkarskiego na giełdę w Polsce jest związane ze zmianą struktury organizacyjnej i prawnej ze stowarzyszenia, związku sportowego, sportowej spółki w spółkę kodeksu spółek handlowych tj. w spółkę akcyjną. Jednym z kryteriów przyznania polskiemu klubowi sportowemu licencji na grę w lidze zawodowej przez związek sportowy jest przyjęcie formy prawnej w postaci spółki akcyjnej. Zgodnie bowiem z treścią art. 15 pkt 1 ustawy o sporcie, gdy

współzawodnictwo sportowe jest organizowane w formie rozgrywek ligowych, polski związek sportowy może utworzyć ligę zawodową. Liga zawodowa jest zarządzana przez osobę prawną działającą w formie spółki akcyjnej (w przypadku piłki nożnej – Ekstraklasa S.A.). W Polsce, tylko w najwyższej klasie rozgrywkowej w piłce nożnej tj. w Ekstraklasie wymóg działania w formie spółki akcyjnej bądź sportowej spółki akcyjnej jest jednym z wymogów uzyskania licencji nadanej klubowi przez Polski Związek Piłki Nożnej (PZPN) na występy w Ekstraklasie [Podręcznik licencyjny na sezon 2012/2013]<sup>5</sup>. Oznacza to, że wszystkie kluby Ekstraklasz niezależnie od planowanego debiutu giełdowego, muszą ten warunek spełnić. Warto zauważyć, że tzw. sportowa spółka akcyjna definiowana w uchylonej w 2010 roku ustawie o kulturze fizycznej, była w istocie spółką akcyjną spełniającą kryteria określone w Kodeksie Spółek Handlowych, do których stosowano pewne szczególne rozwiązania organizacyjne wynikające z działania w sferze sportu wyczynowego. O ile kluby Ekstraklasz posiadają status spółek akcyjnych, to na niższych poziomach rozgrywek w piłce nożnej, funkcjonują głównie jako stowarzyszenia. W ich przypadku do uzyskania licencji na grę w rozgrywkach ligowych organizowanych przez związek sportowy nie jest wymagany status spółki akcyjnej. Należy jednak zauważyć, że kluby mające ambicje gry w Ekstraklasie, będą musiały zmienić swoją formę prawną. Ponadto, obserwowany wzrost klubów o statusie spółki akcyjnej na bezpośrednim zapleczu Ekstraklasz tj. w I lidze (w sezonie 2012/2013 na 18 klubów – stan na 3 kwietnia 2013 roku – dziesięć funkcjonowało jako spółki akcyjne natomiast osiem jako stowarzyszenia), wymusi na nich uzyskanie statusu spółki akcyjnej, ponieważ zgodnie z art. 15 pkt. 2 ustawy o sporcie „w przypadku gdy ponad połowa klubów sportowych biorących udział w rozgrywkach ligowych działa w formie spółek akcyjnych, związek sportowy jest zobowiązany utworzyć ligę zawodową”, w której skład będą mogły wejść wyłącznie kluby działające jako spółki akcyjne (art. 15 pkt. 3 ustawy o sporcie).

Zmiana formy prawnej klubu połączona z debiutem na rynku giełdowym może zatem wymusić na właścicielach wprowadzenie nowoczesnych standardów w zarządzaniu klubem sportowym. Wdrożenie nowoczesnych standardów w zarządzaniu przedsiębiorstwem sportowym, (np. w rachunkowości – wdrożenie Międzynarodowych Standardów Rachunkowości – MSR) ma za zadanie zwiększenie transparentności i przejrzystości w jego finansach. Na przykład poprzez systematyczne publikowanie sprawozdań finansowych oraz zdarzeń mogących mieć istotny wpływ na cenę akcji, klub piłkarski umacnia swoją wiarygodność. Sprawne zarządzanie przedsiębiorstwem sportowym notowanym na rynku giełdowym może również mieć wpływ na racjonalizację wydatków publicznych na działalność sportową, które kluby otrzymują z budżetu państwa czy budżetów samorządowych w postaci dotacji i innych form wsparcia. Środki publiczne w przypadku klubów sportowych pochodzących z niższych lig stanowią wysoki udział w budżecie klubu.

<sup>5</sup> <http://www.pzpn.pl/index.php/Federacja/Dokumenty/Dokumenty-dot.-systemu-licencyjnego/Podręcznik-licencyjny-dla-klubow-ekstraklasz-na-sezon-2012-2013>.

Kształtowanie wizerunku klubu sportowego notowanego na giełdzie w oczach kontrahentów i inwestorów odgrywa bardzo ważną rolę, nie mniejszą niż sama promocja i reklama widowiska sportowego. Już sama informacja o chęci wprowadzenia walorów finansowych na rynek giełdowy niesie za sobą pewien element promocji, natomiast obecność spółki na rynku efekt marketingowy umacnia. Upublicznienie wszelkich informacji na temat działalności klubu powoduje, że stają się one bardziej znane i rozpoznawalne, a dzięki temu lepiej im znaleźć potencjalnych kontrahentów, w tym sponsorów. Większy poziom zaufania do spółek sportowych notowanych na giełdzie powoduje zwiększenie zainteresowania wśród potencjalnych sponsorów krajowych i zagranicznych. Stała obecność klubu sportowego na rynku giełdowym utrwala znak klubu w oczach klientów bez kosztownej kampanii reklamowej. Z tego też względu przedsiębiorstwo sportowe powinno dążyć do maksymalizacji efektu marketingowego już na etapie przygotowania spółki do upublicznienia, bowiem udana kampania promocyjna może mieć istotny wpływ na powodzenie emisji papierów wartościowych dopuszczanych do obrotu giełdowego.

Przez uzyskanie publicznego statusu przedsiębiorstwo sportowe może stać się aktywnym podmiotem na rynku fuzji i przejęć (M&A). Przedsiębiorstwa dzięki uzyskaniu statusu publicznego mają możliwość przejmowania innych spółek w zamian za własne akcje, nie wydatkując swoich środków pieniężnych. Kodeks Spółek Handlowych dopuszcza możliwość wydania, w zamian za akcje przejmowanej spółki, akcji spółki przejmującej lub utworzenie nowej spółki akcyjnej, która przejmie majątek wszystkich innych łączących się spółek. W przypadku gdy stroną przejmującą jest spółka notowana na giełdzie, stosowana jest inkorporacja. Przez inkorporację akcjonariusze przejmowanej spółki otrzymują w zamian za swoje akcje, akcje spółki przejmującej. Należy zauważyć, że korzyść ta w przypadku spółek sportowych praktycznie nie ma zastosowania. Ze względu jednak na specyfikę branży, w tym zwłaszcza konieczność zachowania konkurencji rywalizacji sportowej fuzje na rynku klubów sportowych, w szczególności fuzje w rozumieniu tradycyjnym dla rynku kapitałowego praktycznie nie występują.

Kolejną potencjalną korzyścią dla klubu sportowego decydującego się na debiut giełdowy, jest zwiększenie płynności papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu giełdowego. Walory finansowe spółek prywatnych w przeciwieństwie do publicznych charakteryzują się brakiem płynności. Akcjonariusze spółek prywatnych chcąc pozbyć się swoich udziałów muszą we własnym zakresie znaleźć potencjalnych nabywców, co jest procesem trudnym. W przypadku znalezienia potencjalnego nabywcy akcji, dodatkowym problemem będzie ustalenie ceny, po której zostanie rozliczona transakcja. Ponadto, inwestorzy instytucjonalni często nie są zainteresowani mniejszościowymi pakietami walorów finansowych, ponieważ wyjście z takiej inwestycji jest bardzo utrudnione. Natomiast w sytuacji sprzedaży większościowego pakietu udziałów spółki, oznaczać może utratę kontroli nad przedsiębiorstwem. W przypadku wycofania w całości lub części zainwestowanego kapitału przez akcjonariuszy spółki ma to szczególne znaczenie dla tych, którzy są jej pracownikami.

Zwiększenie płynności papierów wartościowych wprowadzonych do obrotu giełdowego przez spółki sportowe może mieć duże znaczenie dla pierwotnych właścicieli przedsiębiorstwa, ponieważ umożliwia im częściowe wyjście z inwestycji. W trakcie stałego wzrostu wartości rynkowej spółki, rośnie również wartość kapitału zaangażowanego przez właścicieli. W przypadku upadłości przedsiębiorstwa może oznaczać ogromne straty dla ich założycieli, którzy ulokowali w spółce cały swój majątek. Dopuszczenie spółki do obrotu publicznego daje pierwotnym właścicielom możliwość zmniejszenia ryzyka straty, poprzez sprzedaż dowolnego zainwestowanego w przedsiębiorstwo pakietu akcji. Uzyskane w ten sposób środki mogą następnie być przeznaczone na zakup udziałów w innych spółkach, przez co dotychczasowi akcjonariusze mogą zdywersyfikować własne portfele inwestycyjne [Gajdka, Walińska, 1998]. Znaczenie płynności papierów wartościowych emitowanych przez spółki publiczne umożliwia również zmianę polityki dywidend. W spółkach prywatnych dywidenda należy do głównych źródeł dochodów właścicieli, z tego też względu spółki te często utrzymują wysoki wskaźnik wypłat dywidend, co rzutuje na niski poziom zysku zatrzymanego, przeznaczonego na rozwój działalności firmy. W przypadku akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym, źródłem dochodu obok dywidendy jest różnica między kursem akcji, a ceną, po której obejmowano lub kupowano akcje wcześniejszych emisji. Zatem spółki notowane na GPW i NewConnect mogą utrzymywać mniejszy poziom wskaźnika wypłaty dywidendy, zatrzymując w ten sposób znaczną część z wypracowanego zysku netto, przeznaczając ją na inwestycje. Zwiększona płynność akcji powoduje również to, że w rozliczeniach finansowych akcje mogą być traktowane na równi z gotówką. Ma to zastosowanie przy kredytowaniu działalności, w której zabezpieczeniem udzielanych kredytów są emitowane przez spółki papiery wartościowe, w tym akcje.

Porównując polski rynek giełdowy z rozwiniętymi giełdami papierów wartościowych w krajach Europy Zachodniej można stwierdzić, że charakteryzuje on się niską płynnością walorów dopuszczonych do obrotu giełdowego. Sytuacja ta jest związana ze zbyt małym pakietem akcji, znajdujących się w obrocie. Na polskim rynku giełdowym notowana jest tylko pewna część akcji spółek, gdyż pierwotni właściciele zostawiają sobie pakiet kontrolny, dlatego też utrzymywanie niskiej płynności staje się wyborem między stopniem płynności a zachowaniem pakietu kontrolnego w spółce.

Bardzo często łatwość zbycia papierów wartościowych jest istotnym kryterium decydującym o wejściu do przedsiębiorstwa poważnych inwestorów finansowych i strategicznych oraz sponsorów. Na polskim rynku finansowym występuje bardzo dużo instytucjonalnych inwestorów finansowych oferujących środki finansowe, w postaci funduszy inwestycyjnych. Na rynku najmocniej zaznaczył się podział na inwestorów angażujących się kapitałowo w projekty inwestycyjne na rynku niepublicznym (przed wprowadzeniem papierów wartościowych do obrotu) oraz specjalistów od inwestycji na rynku publicznym (giełdowym). Przedstawiony podział wiąże się głównie z akceptowaną wielkością ryzyka, wynikającą z braku płynności instrumentów udziałowych (akcje

i udziały) na rynku niepublicznym. Jest to związane z większą niepewnością co do wyceny walorów finansowych na rynku. Wyższe ryzyko oraz niższa płynność są kompensowane wyższymi stopami zwrotu z inwestycji. Na rynku niepublicznym działają różne rodzaje funduszy, m.in. fundusze venture capital, private equity, fundusze Pre-IPO, fundusze bankowe i inne.

Następną zaletą uczestnictwa klubu sportowego na rynku giełdowym jest jej obiektywna rynkowa wycena przez kształtowanie się kursu akcji na regulowanym rynku. Codziennie, na podstawie cen akcji na rynku giełdowym akcjonariusze spółki uzyskują bieżącą wycenę spółki i nie są narażeni na żadne spekulacje. Przez kojarzenie na regulowanym rynku wtórnym popytu i podaży ze strony wielu inwestorów inwestujących w akcje, pozwala na wyznaczenie obiektywnej ceny akcji na rynku. Ustalana cena akcji stanowi bardzo często odniesienie dla kolejnych emisji akcji, co jest związane z wpływem ceny akcji na koszt pozyskania kapitału. W tej sytuacji emitent mając możliwość rynkowej wyceny akcji nie musi przeprowadzać kosztownych wycen określających optymalną cenę akcji na rynku publicznym, czy prywatnym. Rynkowy kurs akcji staje się również punktem odniesienia przy wyznaczaniu ceny, jaką zaoferują zainteresowani inwestorzy rynku publicznego oraz inwestorzy strategiczni. Rynkowa wycena spółki na podstawie kształtowania się kursu akcji ma ścisły związek z płynnością. Ta sama spółka na rynku prywatnym ma mniejszą wartość niż na rynku giełdowym. Nabywca zamierzający kupić akcje spółki z rynku niepublicznego, często żąda dyskonta z tytułu braku płynności. Dyskonto podlegające negocjacji między stronami transakcji będzie tym wyższe, im niższa będzie pozycja przetargowa spółki prywatnej. Rynkowa wycena przedsiębiorstwa pomaga również w przyszłych negocjacjach z instytucjami oraz potencjalnymi wierzycielami, a także innych w sytuacjach, jak np. w postępowaniu spadkowym czy oferowaniu pracownikom opcji na akcje spółki [Brigham, 1996].

Wprowadzenie klubu sportowego na rynek giełdowy jest dla zarządzających często czynnikiem silnie motywującym do stałego podnoszenia kwalifikacji i jakości zarządzania. Ponadto, dla pracowników spółki publicznej jest to możliwość przyznania im opcji na akcje własnej firmy bądź wynagradzania akcjami lub prawami poboru akcji za uzyskanie zarówno wyższych wyników finansowych, jak też wyników sportowych. W tej sytuacji tworzone są więzi załogi i kadry kierowniczej z przedsiębiorstwem, sprzyjającej wzrostowi lojalności i efektywności pracy. Ma to ważne znaczenie w przypadku najwyższego kierownictwa, które motywowane jest do realizacji celu akcjonariuszy, jakim jest dążenie do maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

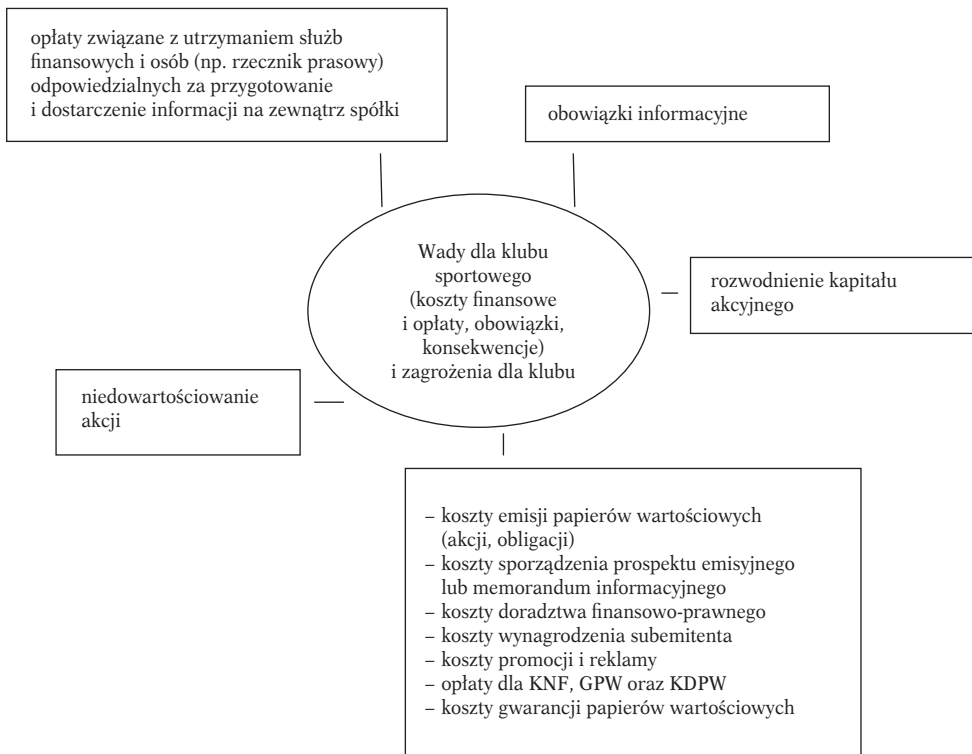
Zakup papierów wartościowych notowanych na rynku przez kibiców powoduje, że mogą oni stać się współwłaścicielami klubu i mają z tego tytułu prawa jak np. prawo do udziału w Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy, czy prawo udziału w zyskach spółki – do dywidendy. Uczestnictwo klubu sportowego na parkiecie giełdy papierów wartościowych zwiększa relacje komunikacyjne pomiędzy klubem a grupami interesariuszy do których należą: media, sponsorzy, inwestorzy, kibice i inni.

## Wady i koszty finansowe z tytułu wejścia klubów sportowych do obrotu giełdowego

Wprowadzenie akcji klubu sportowego podobnie jak w przypadku firm niesportowych na rynek giełdowy związane jest z poniesieniem określonych kosztów. Do niekorzyści dla organizacji sportowej debiutującej na giełdzie papierów wartościowych w literaturze przedmiotu zalicza się koszty i opłaty finansowe, obowiązki, konsekwencje oraz zagrożenia, co z ilustrowano na rysunku 2.

Rysunek 2

Potencjalne wady (niekorzyści) dla spółki sportowej wprowadzającej walory finansowe do obrotu giełdowego



Źródło: opracowanie własne

Do najważniejszych niekorzyści oraz zagrożeń dla klubu sportowego (piłkarskiego) związanego z debiutem giełdowym, możemy zaliczyć koszty emisji papierów wartościowych oraz obowiązki informacyjne. Koszty emisji ponoszone są przez podmiot na etapie wstępnym debiutu giełdowego i są związane ze sporządzeniem prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego, doradztwem finansowo-prawnym, wynagrodzeniem subemitenta, promocją i reklamą, gwarancją emisji akcji, opłatami dla instytucji giełdowych. Każda

spółka wprowadzająca swoje walory finansowe do obrotu publicznego, ponosi z tego tytułu określone koszty finansowe. Są one związane z upublicznieniem firmy i mogą podlegać znacznym wahaniom w zależności od tego, czy spółka wybiera publiczną subskrypcję akcji nowej emisji, czy też decyduje się wprowadzić już istniejące walory do obrotu giełdowego. Znaczne zróżnicowanie kosztów w tym przypadku, jest związane głównie z rynkiem NewConnect, który pozwala na wprowadzenie już wyemitowanych akcji bez oferty publicznej, jedynie na podstawie memorandum informacyjnego lub dokumentu informacyjnego. Natomiast wprowadzenie do obrotu wyemitowanych akcji bez podwyższania kapitału, wymaga dodatkowych kosztów związanych z doradztwem ekonomiczno-prawnym, przygotowaniem prospektu emisyjnego z wejściem na rynek giełdowy lub memorandum informacyjnego na rynek pozagiełdowy.

Należy zwrócić uwagę, że termin memorandum informacyjne to termin zdefiniowany w ustawie o ofercie publicznej<sup>6</sup> (oraz dyrektywie UE o prospektach emisyjnych<sup>7</sup>) i odnosi się do dokumentu informacyjnego stosowanego w przypadku niektórych rodzajów ofert publicznych. W przypadku rynku NewConnect, na którym większość ofert spółek ma charakter ofert prywatnych, nie podlegających przepisom ustawy o ofercie publicznej nie ma obowiązku sporządzania nawet memorandum informacyjnego a jedynie jeszcze prostszego, tj. dokumentu informacyjnego, którego zawartość określana jest regulaminie rynku NewConnect. Takie dokumenty sporządziły dwa kluby piłkarskie (Ruch i GKS), które zadebiutowały na rynku NewConnect.

Jedną z konsekwencji wynikającej z wejścia spółki na rynek giełdowy jest jawność informacji. Spółki publiczne są zobligowane, m.in. do przekazywania informacji o wszelkich zdarzeniach, które mogłyby w sposób znaczący wpłynąć na cenę lub wartość papieru wartościowego. Obowiązki informacyjne wynikają z rozporządzenia rady ministrów w sprawie rodzaju, formy i zakresu informacji bieżących i okresowych oraz terminów ich przekazywania przez emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu. Zgodnie z nim spółki publiczne mają obowiązek przekazywania informacji w postaci m.in. raportów okresowych. Informacje przekazywane przez spółki do środków masowego przekazu, mogą być analizowane i wykorzystywane przez konkurencję. Jednak jawność informacji jest podstawowym zabezpieczeniem interesów inwestorów i podstawą ich zaufania, ponieważ pozwala ocenić atrakcyjność inwestowania w akcje danej spółki.

Według Michalskiego [2000] obowiązki informacyjne spółki publicznej wynikające z obecności na giełdzie mogą mieć charakter czasowy lub stały, względny lub bezwzględny. Do obowiązków informacyjnych mających charakter czasowy zaliczamy przedstawienie prospektu emisyjnego i memorandum informacyjnego,

<sup>6</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych Dz.U. 2005 Nr 184 poz. 1539.

<sup>7</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/73/UE z dnia 24 listopada 2010 r.

a także każdą aktualizację tych dokumentów. Obowiązki informacyjne o charakterze stałym są związane z uzyskaniem przez spółkę statusu publicznego. Spółka ma obowiązek składania informacji bieżących i okresowych, które mogą mieć wpływ na cenę akcji. Natomiast do obowiązków informacyjnych o charakterze bezwzględny zaliczamy informacje spółki przekazywane do Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) niezależnie od tego czy mogłyby naruszyć interes gospodarczy spółki publicznej. W stosunku do pozostałych podmiotów, tzn. do GPW i NewConnect obowiązki informacyjne mają charakter względny, ponieważ spółka może zwrócić się do komisji o zatajenie niektórych informacji, które mogłyby naruszyć jej interes gospodarczy.

Konsekwencją dla klubu sportowego i wprowadzającego papiery wartościowe na rynek giełdowy może być rozwodnienie kapitału oraz ryzyko utraty kontroli przez dotychczasowych właścicieli spółki [Leal Garrett, Green, 2010, s. 13]. Rozwodnienie jako negatywna konsekwencja upublicznienia spółki pojawia się gdy wejście spółki na regulowany rynek giełdowy jest połączony z publiczną emisją nowych akcji. Rozwodnienie jest stratą ponoszoną przez dotychczasowych właścicieli w wyniku sprzedaży nowej emisji akcji [Jordan, Ross, Westerfield, 1999]. Autorzy ci wyróżniają następujące rodzaje rozwodnienia: rozwodnienie procentowego udziału we własności firmy, rozwodnienie wartości rynkowej i rozwodnienie wartości rynkowej i zysków na akcje.

Kolejną konsekwencją dla klubu wprowadzającego akcje na regulowany rynek giełdowy może stać się niedowartościowanie pierwotnych ofert publicznych. Wynika to z faktu, że każda spółka wchodząc na rynek publiczny, będzie starała się żeby cena akcji na rynku pierwotnym była wyznaczona na takim poziomie, aby było to warunkiem powodzenia emisji, i mogło wpłynąć pozytywnie na kształtowanie się cen kursu akcji na rynku wtórnym. Spółka wprowadzając akcje do obrotu publicznego ponosi koszty, zarówno wtedy gdy cena emisyjna została ustalona na zbyt wysokim, jak i zbyt niskim poziomie. W przypadku, gdy rynek wycenił nową emisję zbyt wysoko, wówczas może to zakończyć się niepowodzeniem emisji i spółka zostanie zmuszona do jej wycofania. Podobna sytuacja może zaistnieć, gdy akcje nowej emisji zostaną wycenione poniżej rzeczywistej wartości rynkowej, wówczas dotychczasowi właściciele spółki ponoszą stratę alternatywną, jako że sprzedają swoje akcje po cenie niższej od ich wartości [Jordan, Ross, Westerfield, 1999]. Badania empiryczne prowadzone przez wielu naukowców z różnych krajów nad wyceną akcji w pierwszej ofercie publicznej (IPO) dowodzą, że niedowartościowanie tych ofert jest zjawiskiem dosyć często występującym. Zjawisko niedowartościowania akcji podczas pierwszej emisji, może stanowić zachętę dla potencjalnych inwestorów, umożliwiając im osiągnięcie wyższych dochodów w zamian za wyższe ryzyko. W tym przypadku dotychczasowi akcjonariusze tracą na niedowartościowaniu nowej emisji akcji, ponieważ stanowi to dla nich pośredni koszt z nią związany. Ritter [1987] uważa zatem niedowartościowanie akcji za koszt, jaki ponoszą spółki – emitenci, zalicza ten wydatek do kosztów wejścia do obrotu publicznego. W przypadku Ruchu Chorzów różnica (efekt niedoszacowania ceny akcji w pierwszej ofercie) między ceną akcji na zamknięcie



pierwszego dnia notowań z dnia 4 grudnia 2008 roku tj. 1,84 zł a ceną z oferty prywatnej tj. 1,70 zł – cena emisyjna akcji H – wynosiła 0,14 zł.

## Charakterystyki prywatnych subskrypcji emisji akcji spółki Ruch Chorzów

Zgodnie z uchwałami: nr 13 pkt. A i B Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Emitenta z dnia 27 marca 2008 roku, Walne Zgromadzenie spółki Ruch Chorzów postanowiło podwyższyć kapitał zakładowy poprzez emisję akcji zwykłych o wartości nominalnej 1 zł, tj. 1 712 500 sztuk serii G oraz co najmniej 1 a maksymalnie 2 500 000 sztuk akcji serii H<sup>8</sup>. W stosunku do akcji serii G i H wyłączono prawo poboru dotychczasowym akcjonariuszom. Charakterystykę akcji wyemitowanych i wprowadzonych do obrotu rynku NewConnect w latach 2008-2011 przedstawiono w tablicy 2.

**Tablica 2**

**Charakterystyki emisji serii akcji: G, H, I, J i K spółki Ruch Chorzów wyemitowanych i wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu rynku NewConnect w latach 2008-2011**

Akcje serii	G	H	I	J	K
Rok emisji	2008	2008	2009	2011	2011
Liczba akcji oferowanych (szt.)	1 712 500	2 500 000	10 000 000	2 500 000	2 500 000
Liczba akcji objętych (szt.)	1 712 500	1 064 516	1 415 693	2 500 000	2 500 000
Cena nominalna (zł)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Cena emisyjna (zł)	1,0	1,7	1,0	1,3	1,3
Koszt całkowity (zł)	74 123		45 000	45 000	

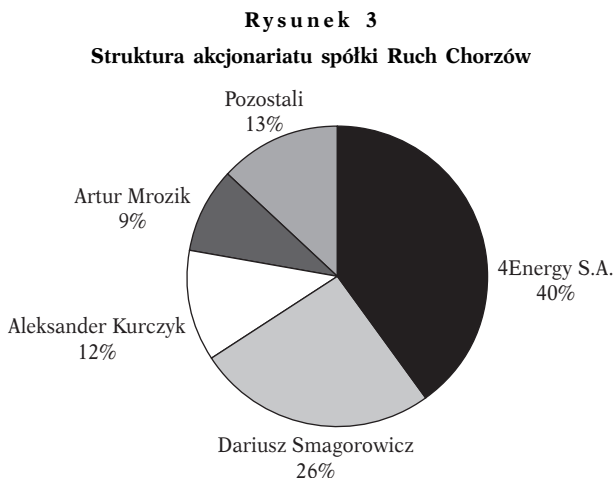
Źródło: opracowanie na podstawie: <http://www.bankier.pl/inwestowanie/spolki/RUCHCHORZ/akcje>, [http://www.newconnect.info/spolka/ruch\\_chorzow\\_spolka\\_akcyjna-RCW/akcjonariat](http://www.newconnect.info/spolka/ruch_chorzow_spolka_akcyjna-RCW/akcjonariat)

Akcje serii G w trybie subskrypcji prywatnej zostały skierowane i objęte w całości przez dwóch dotychczasowych akcjonariuszy, tj. przewodniczącego oraz członka Rady Nadzorczej spółki. Natomiast akcje serii H zostały zaoferowane 59 inwestorom indywidualnym i instytucjonalnym w trybie subskrypcji prywatnej. W rezultacie 14 inwestorów objęło 1 064 516 akcji H na łączną kwotę 1 809 667,20 zł. Łączne koszty Emitenta związane z przeprowadzeniem oferty prywatnej akcji serii G i H wynosiły 74 123 złotych<sup>9</sup>, co w porównaniu do wpływów z ich emisji stanowiło 4,10%. W wyniku przeprowadzonej oferty akcji serii G i H w 2008 roku spółka uzyskała łącznie 3 522 177,2 złotych. Po debiucie na rynku giełdowym w 2008 roku, spółka dokonała 3 kolejnych emisji akcji tj. serii I w 2009 roku oraz serii J i K w 2011 roku. Akcje serii J i K zostały skierowane i objęte przez sześć podmiotów. W przypadku serii J, ich właścicielami zostali większościowi akcjonariusze spółki, tzn. Dariusz Smagorowicz, Janusz Paterman, Artur Mrozik i spółka 4energy S.A (rysunek 3). Koszty

<sup>8</sup> Dokument informacyjny Ruch Chorzów SA z dnia 28 listopada 2008 roku

<sup>9</sup> [http://www.newconnect.info/spolka/ruch\\_chorzow\\_spolka\\_akcyjna-RCW/akcjonariat](http://www.newconnect.info/spolka/ruch_chorzow_spolka_akcyjna-RCW/akcjonariat)

spółki związane z przeprowadzeniem oferty prywatnej akcji serii J i K wynosiły 45 000 złotych, co w porównaniu do wpływów z ich emisji stanowiło 0,7%.



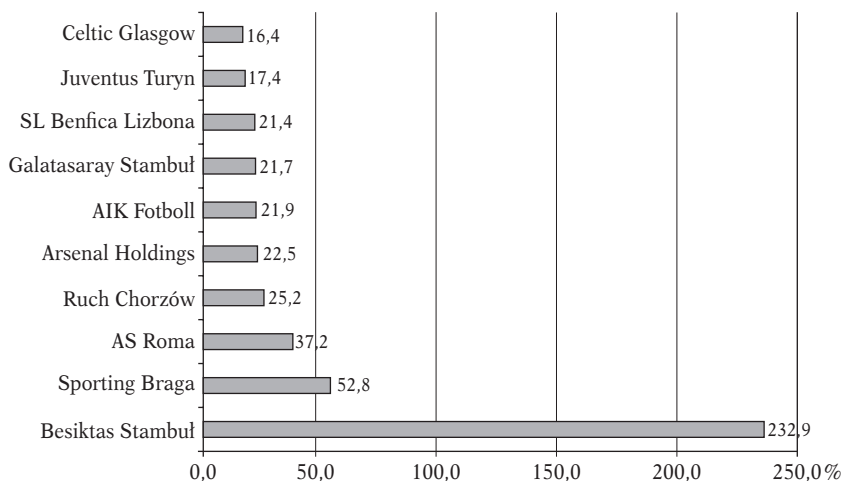
Źródło: opracowanie na podstawie [www.newconnectinfo/](http://www.newconnectinfo/) (stan na 4 września 2012 roku)

Należy zaznaczyć, że przed debiutem giełdowym w 2008 roku spółka dokonała emisji 6 serii akcji, tj. A, B, C, D, E i F o wartości nominalnej 500 zł. Uchwałą Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia z dnia 4 lutego 2008 roku, spółka dokonała podziału akcji (split) poprzez obniżenie wartości nominalnej z 500 do 1 złotego, jednocześnie zwiększając liczbę akcji bez obniżania kapitału zakładowego. Na podstawie dokumentu informacyjnego z dnia 3 grudnia 2010 roku następujące wielkości akcji serii A, B, C, D, E i F na okaziciela o wartości nominalnej 1 zł każda zostały wprowadzone do obrotu na rynku NewConnect:

- 346 000 akcji serii A,
- 351 000 akcji serii B,
- 927 500 akcji C,
- 1 144 000 akcji serii D,
- 795.000 akcji serii E,
- 3 000 000 akcji serii F.

Uwzględniając emisję akcji serii L w 2012 roku (290 992 sztuk), wartość cyna kapitału akcyjnego spółki na koniec 2012 roku wynosiła blisko 17 mln zł.

Warto zauważyć, że w 2009 roku w porównaniu do 28 klubów piłkarskich notowanych na różnych rynkach kapitałowych w Europie, akcje Ruchu Chorzów zyskały 25,2% i pod tym względem zajęły czwarte miejsce na świecie [Kowalski, 2010, s. 38]. Dynamika wzrostu ceny akcji chorzowskiego klubu ustąpiły tylko takim klubom, jak: Besiktas Sztambuł (+232,8%), Sporting Braga (+52,8%) oraz AS Roma (37,2%), a wyprzedzając jednocześnie akcje Arsenalu (+22,5%) czy Benfiki Lizbona (+21%) (wykres 4).

**Rysunek 4****Akcje dziesięciu klubowych przedsiębiorstw piłkarskich o najwyższej dynamice wzrostu w 2009 roku**

Źródło: opracowanie INVESTconGROUP S.A., *Futbol na parkiecie*, Wojciech Szymon Kowalski, INVESTCON MAGAZINE, Dodatek futbolowy Mundial 2010 r., s. 38

Wyniki ekonomiczno-finansowe i sportowe klubu piłkarskiego Ruch Chorzów w dwóch okresach

Głównymi celami emisji akcji przeprowadzonej przez spółkę Ruch Chorzów poprzez ofertę prywatną na rynku NewConnect w 2008 roku były zarówno cele sportowe, jak i ekonomiczno-finansowe. Głównym celem sportowym emisji akcji było pozyskanie środków pieniężnych na uzyskanie znacznie lepszych wyników sportowych w rozgrywkach piłkarskich organizowanych w Polsce i zagranicą. Zgodnie z założonymi celami sportowymi zawartymi w dokumencie emisyjnym, spółka postawiła sobie następujące cele sportowe [Dokument informacyjny Ruch Chorzów SA, z dnia 28 listopada 2008 roku, s. 55]:

- w sezonie 2008/2009 – osiągnięcie pozycji 6-8 w Ekstraklasie,
- w sezonie 2009/2010 – osiągnięcie pozycji 4-6 w Ekstraklasie,
- w sezonie 2010/2011 – osiągnięcie pozycji 1-4 w Ekstraklasie,
- w sezonie 2011/2012 – osiągnięcie pozycji 1-3 w Ekstraklasie i gra w europejskich pucharach.

Porównując postawione cele sportowe emisji akcji przez spółkę przedstawionymi w dokumencie informacyjnym wynika, że oprócz sezonu 2010/2011, w pozostałych sezonach zostały one spełnione (tablica 3).

**Tablica 3****Miejsca Ruchu Chorzów w rozgrywkach II ligi i Ekstraklasy w latach 2005-2012**

2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
II liga -7	II liga -1	10	9	3	12	2

Źródło: opracowanie na podstawie portalu [www.90minut.pl](http://www.90minut.pl)

Po debiucie giełdowym w 2008 roku klub piłkarski Ruch Chorzów zajmował następujące miejsca w rozgrywkach Ekstraklasy: 9 w sezonie 2008/2009, 3 w sezonie 2009/2010, 12 w sezonie 2010/2011 i 2 w sezonie 2011/2012. Ponadto bardzo dobre miejsca klub zajmował w rozgrywkach Pucharu Polski (tablica 4). W sezonach 2008/2009 i 2011/2012 dotarł do finału zajmując ostatecznie drugą pozycję.

**Tablica 4**

**Wyniki klubu sportowego Ruch Chorzów w rozgrywkach Pucharu Polski w latach 2005-2012**

2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
I runda	¼ finału	¼ finału	finał	½ finału	¼ finału	finał

Źródło: opracowanie na podstawie portalu [www.90minut.pl](http://www.90minut.pl)

Bardzo dobre wyniki sportowe w rozgrywkach Ekstraklasy oraz w Pucharze Polski uzyskane po debiucie giełdowym Ruchu Chorzów umożliwiły jej na start w rozgrywkach organizowanych przez Europejską Unię Piłkarską (UEFA) – w Lidze Europy w sezonach: 2008/2009 i 2011/2012.

Analizując okres działalności klubu sportowego od 2005 roku, a więc okresu w którym spółka przejęła od Stowarzyszenia Klub Sportowy „Ruch Chorzów” sekcję piłki nożnej wraz z prawem wstąpienia w jego miejsca do rozgrywek piłkarskich notowany był systematyczny wzrost przychodów ogółem, co pokazano w tablicy 5.

**Tablica 5**

**Przychody osiągnięte przez spółkę w latach 2005-2010 (w tys. zł)**

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Przychody ze sprzedaży (netto)	480	2014	5902	9649	12304	17624
Pozostałe przychody operacyjne	20	359	1438	365	1573	4705
Przychody finansowe	0	0	729	69	1	292
Przychody ogółem	500	2373	8068	10084	13877	22620

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki

Wzrost przychodów ogółem był głównie związany ze zwiększoną blisko 37 razy sprzedażą produktów (netto) od poziomu 480 tys. zł w 2005 r. do 17 624 tys. zł w 2010 r. Do najważniejszych źródeł przychodów netto spółki zaliczono wpływy ze sprzedaży biletów, zawartych umów sponsoringowych ze sponsorami oraz prowadzonej działalności handlowej (komercyjnej) (tablica 6). Są to wpływy, które nie uwzględniają kategorii zaliczających się do pozostałych przychodów operacyjnych, tzn. transferów oraz wypożyczeń piłkarzy. Przychody pozaoperacyjne często są dla klubu wydarzeniami jednorazowymi i nie odzwierciedlają możliwości stałego ich generowania. Źródła przychodów netto klubu sportowego Ruch Chorzów SA w latach 2006-2010 przedstawiono w tablicy 6.

**Tablica 6****Źródła przychodów netto ze sprzedaży produktów towarów i materiałów spółki w latach 2006-2011**

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009	2010
Wpływy z biletów	801	1862	2249	2537	2255
Sponsoring i reklama	1156	1893	1773	2447	3204
Przychody z transmisji (prawa telewizyjne)	0	2024	5429	7037	7825
Działalność handlowa (komercyjna)	56	122	198	283	4383
Zmiana stanu produktów	1	0	0	0	-43
Razem przychody netto	2014	5902	9649	12304	17624

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki

Na podstawie wielkości źródeł przychodów netto z podziałem na poszczególne rodzaje działalności zawarte w tablicy 6 wynika, że największy wpływ na osiągniętą sprzedaż po debiucie giełdowym, tj. w latach 2008-2010 miały przychody ze sprzedaży praw do transmisji. Wynosiły one odpowiednio 5,4 mln zł w 2008 do 7,8 mln zł w 2010 r.

W praktyce sportowej, kluby piłkarskie dążą do takiej struktury przychodów, w której udział najważniejszych źródeł jest do siebie zbliżony. Do najważniejszych źródeł przychodów klubów piłkarskich zalicza się: wpływy z działalności komercyjnej wraz ze sponsoringiem, sprzedaż biletów w dniu meczu, oraz przychody ze sprzedaży praw do transmisji meczów piłkarskich. Proporcjonalny ich udział w przychodach klubu piłkarskiego zapewnia dywersyfikację ryzyka działalności. Związane jest to z ograniczaniem wpływu na ryzyko operacyjne takich czynników, jak: gorsze wyniki w lidze, mniejsze zainteresowanie kibiców danym meczem bądź mniejszymi wpływami ze sprzedaży praw transmisyjnych. Strukturę procentową przychodów badanej spółki w dwóch okresach działalności przedstawiono w tablicy 7.

**Tablica 7****Struktura przychodów klubu z podziałem na poszczególne rodzaje działalności w latach 2006-2010 (%)**

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009	2010
Wpływy z biletów	40	32	23	21	13
Działalność komercyjna oraz sponsoring i reklama	60	34	20	22	43
Przychody z transmisji (prawa telewizyjne)	0	34	56	57	44

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki

Na podstawie danych zawartych w tablicy 7 stwierdzono, że tylko w 2007 roku obserwowano sytuację w której trzy główne źródła przychodów miały podobny udział procentowy w całkowitych przychodach netto. Od 2008 roku, po debiucie giełdowym obserwowano zróżnicowanie tej proporcji, w której dominującym źródłem finansowania działalności sportowej spółki była sprzedaż praw telewizyjnych do meczów piłkarskich. Należy zaznaczyć, że u większości

klubów piłkarskiej Ekstraklasy obserwuje się znaczne zróżnicowanie źródeł działalności przychodów. Podobnie jak w przypadku Ruchu Chorzów dominującym źródłem przychodów, jak w większości klubów Ekstraklasy stanowią wpływy pochodzące ze sprzedaży praw telewizyjnych do meczów piłkarskich.

Wielkość osiągniętych przychodów i kosztów wpłynęła na uzyskanie przez spółkę wyników finansowych w postaci zysków i strat. Wyniki finansowe na poszczególnych rodzajach działalności w badanych okresach przedstawiano w tablicy 8.

**Tablica 8**  
**Wyniki finansowe spółki w latach 2005-2010 (w tys. zł)**

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Zysk/Strata ze sprzedaży	-2517	-2154	-1389	-4472	-2301	-2097
Zysk/Strata na działalności operacyjnej	-2556	-2068	-289	-4417	-1158	2147
Zysk/Strata brutto	-2565	-2195	72	-4688	-1741	1730
Zysk/Strata netto	-2565	-2195	72	-4688	-1741	1709

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki

Analiza wyników finansowych spółki wskazuje, że tylko w 2010 roku spółka osiągnęła dodatnie wyniki finansowe na działalności operacyjnej, brutto i netto. W pozostałych okresach oprócz 2007 roku spółka na każdej działalności generowała straty finansowe. Wyniki finansowe netto uzyskane przez spółkę miały wpływ na rentowność kapitału własnego, aktywów ogółem i sprzedaży netto. Kształtowanie się wartości wskaźników rentowności zaprezentowano w tablicy 9.

**Tablica 9**  
**Wskaźniki rentowności badanego klubu: sprzedaży, aktywów ogółem i kapitału własnych spółki w dwóch okresach badań (%)**

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Rentowność sprzedaży (ROS)	-534,1	-109,0	1,2	-48,6	-14,1	9,7
Rentowność aktywów ogółem (ROA)	-0,5	-0,4	0,0	-1,2	-0,5	0,4
Rentowność kapitału własnego (ROE)	3,1	1,5	0,0	1,4	0,3	-0,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki

Rentowność spółki Ruch Chorzów przed wejściem, jak i po wejściu na rynek NewConnect podlegała wysokim fluktuacjom. Tylko w dwóch latach, tj. w 2007 i 2010 roku spółka uzyskała dodatnie wskaźniki rentowności. Z analizy przeprowadzonej dla klubów polskiej Ekstraklasy przez firmę Ernst&Young [2011] wynika, że w latach 2007-2010 większość klubów piłkarskiej Ekstraklasy wygenerowała ujemne wartości wskaźnika rentowności netto co pokazano w tabeli 10.

**Tablica 10**  
**Rentowność sprzedaży netto dla polskich klubów Ekstraklasy w latach 2007-2010 (%)**

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010
Lech Poznań	-9,5	1,4	1,6	13,6
Legia Warszawa	-19	-203	-92	-116
Wisła Kraków	-33,7	-22	-54,3	4,9
Jagiellonia Białystok	-93,4	30,1	-44,2	-72,1
Śląsk Wrocław	-108	-42,9	-2,4	-53,7
Lechia Gdańsk	1,8	-4,8	-6,5	-31,3
KGHM Zagłębie Lubin	-7,7	-65,5	-266,6	-1,1
Ruch Chorzów	1,2	-48,6	-14,1	9,7
Widzew Łódź	x	-211,6	-47,3	-182,4
Cracovia Kraków	-1,3	2,5	-21	-19,3
Polonia Warszawa	9,7	-181,4	-92,4	-162,8
Górnik Zabrze	-125,9	-125,9	-83,6	-121
Korona Kielce	x	1	-145,8	-55,8
PGE GKS Bełchatów	1,1	0,6	-11,1	-8,4
Arka Gdynia	-1,9	2,2	-22,4	-20,3
Podbeskidzie Bielsko-Biała	x	x	32	0,7
Polonia Bytom	-21,8	-18,9	0,9	-54,8
ŁKS Łódź	x	x	x	-270,5

Źródło: opracowanie na podstawie *Ekstraklasa piłkarskiego biznesu 2011* – Ernst&Young.

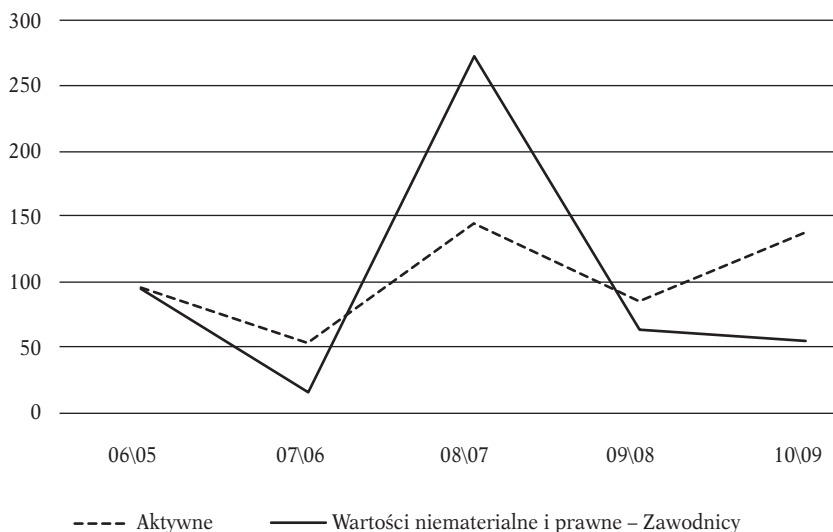
Na podstawie danych zawartych w tablicy 10 wynika, że w 2010 roku tylko cztery kluby uzyskały dodatnie wartości wskaźnika rentowności sprzedaży, tzn. Lech Poznań (13,9%), Wisła Kraków (4,9%), Ruch Chorzów (9,7%) oraz Podbeskidzie Bielsko-Biała (0,7%).

Istotną korzyścią wynikającą z pozyskania środków pieniężnych na rynku giełdowym jest możliwość realizacji celów rozwojowych spółki przez alokację środków pochodzących z emisji akcji w aktywa trwałe. W badanej spółce działania tego rodzaju były wyraźnie widoczne. Skutkiem emisji akcji przez spółkę było zwiększenie sumy bilansowej aktywów. Dynamikę zmian w sumie bilansowej aktywów ogółem i wartości niematerialnych i prawnych przedstawiono na rysunku 5.

Z danych przedstawionych na rysunku 5 wynika, że przełomowym dla wzrostu aktywów ogółem dla klubu, był rok 2008 rok – okres w którym spółka weszła na rynek NewConnect – w którym w porównaniu do roku poprzedniego zanotowano wzrost aktywów o blisko 150%. Na zwiększenie aktywów ogółem wpływ miało przede wszystkim zwiększenie wartości niematerialnych i prawnych (zakup zawodników), których dynamika w 2008 roku wynosiła blisko 300%. Środki pieniężne pozyskane z rynku kapitałowego, tj. z emisji akcji w 2008 roku w wysokości blisko 2 mln złotych zostały przeznaczone na finansowanie inwestycji związanej transferami zawodników.

Rysunek 5

Dynamika aktywów ogółem wartości materialnych i prawnych w badanych okresach (%)



Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki.

Kolejnym istotnym efektem pozyskania dodatkowego kapitału dla klubu, dzięki prywatnej emisji akcji było zwiększenie wielkości kapitału własnego. Powtórne zwiększenie kapitału własnego pozwoliło na zmianę struktury kapitałowej (przebilansowanie aktywów), którą przedstawiono w tablicy 11.

**Tablica 11**  
Struktura kapitału w spółce w latach 2005-2010 (%)

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Pasywa	100	100	100	100	100	100
I. Kapitały własny	-16	-31	-193	-124	-178	-65
Kapitał podstawowy	35	68	165	361	346	264
Kapitał zapasowy	0	0	0	27	26	27
Zysk (strata) z lat ubiegłych	0	-52	-361	-343	-490	-396
Zysk (strata) netto	-50	-45	3	-168	-60	39
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	116	131	293	224	278	165
Rezerwy na zobowiązania	0	0	0	2	4	4
Zobowiązania długoterminowe	0	0	17	1	0	2
Zobowiązania krótkoterminowe	116	129	260	215	274	138
Rozliczenia międzyokresowe	0	2	16	5	0	21

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki

Zwiększenie kapitału własnego, przy zmniejszonym udziale kapitału obcego, umożliwiło spółce realizację w danym roku planowanych celów. Po pierwsze,



spółka obniżyła poziom zadłużenia, miało to wpływ na optymalizowanie struktury kapitału z punktu widzenia ryzyka finansowego, a po drugie, operacje te przygotowały podstawę pod przyszłe finansowanie majątku zadłużeniem.

W strukturze kapitałowej spółki Ruch Chorzów w dwóch okresach badań dominowały głównie kapitały obce w postaci zobowiązań krótkoterminowych, które stanowiły w pasywach ogółem od 116% w 2005 roku do 274% w 2009 roku. Na tę sytuację finansową klubu miała wpływ wysoka wartość zadłużenia, wynikająca z przejęcia zobowiązań od Stowarzyszenia Klubu Sportowego „Ruch” Chorzów w 2005 r. Wysoki udział długu w pasywach przełożył się na ujemne wartości kapitału własnego obserwowane na przestrzeni badanego okresu. Ze względu na konieczność spłaty przejętych zobowiązań oraz inwestycje w transfery, spółka musiała pozyskać środki finansowe na te cele. Jednym z rozwiązań było zwiększenie kapitału własnego poprzez emisję nowych akcji (serie G, H, I, J, K i L). Zwiększenie procentowego udziału kapitału akcyjnego w kapitale ogółem poprawiło płynność w spółce, a tym samym jej wypłacalność na rzecz wierzycieli (dostawców surowców, materiałów, a także instytucji finansujących ich działalność) co pokazano w tablicy 12.

**Tablica 12**

**Wskaźniki płynności finansowej w klubie sportowym Ruch Chorzów w latach 2005-2010**

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Wskaźnik płynności bieżącej	0,04	0,04	0,26	0,23	0,20	0,54
Wskaźnik płynności szybkiej	0,03	0,03	0,25	0,21	0,19	0,45

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółki

Pomimo poprawy płynności finansowej zarówno bieżącej, jak i szybkiej w spółce po debiucie na rynku NewConnect, wartości wskaźników znacznie odbiegały od normy. W przypadku wskaźnika bieżącej płynności, który w teorii i praktyce finansowej powinien kształtować się od 1,20 do 2,00, w badanej spółce wahał się od 0,23 w 2008 roku do 0,54 w 2010 roku. Podobną sytuację obserwowano w przypadku płynności szybkiej. Niskie wartości tych wskaźników oznaczają, że spółka nie jest zdolna do spłaty swoich bieżących zobowiązań w sytuacji kryzysowej dla klubu. Specyfiką klubów sportowych w Polsce jest niski udział, zarówno aktywów obrotowych (zapasów), jak i aktywów trwałych (głównie rzeczowych) w aktywach ogółem. Niski udział aktywów obrotowych w strukturze majątku skutkuje tym, że kluby piłkarskie nie dysponują dostatecznymi środkami płynnymi niezbędnymi do utrzymania płynności finansowej (tablica 13). W strukturze aktywów trwałych dominują wartości niematerialne w postaci kapitału ludzkiego, tj. zawodników, których sprzedaż, w sytuacji gdy kluby piłkarskie osiągają gorsze wyniki sportowe i ekonomiczne, służy do spłaty zobowiązań. Ponadto w Polsce większość klubów sportowych, w tym piłkarskich nie jest właścicielami stadionów bądź innych obiektów sportowych na których rozgrywane są mecze i treningi. Brak prawa własności do tych obiektów (rzeczowych aktywów trwałych) przez kluby wpływa na wzrost kosztów wynajmu tych obiektów.

Tablica 13

## Kształtowanie płynności bieżącej w klubach piłkarskich Ekstraklasy w latach 2007-2010

	2007	2008	2009	2010
Lech Poznań	1,11	0,88	0,74	1,24
Legia Warszawa	2,57	2,09	1,86	1,53
Wisła Kraków	0,12	0,17	0,1	0,14
Jagiellonia Białystok	0,21	0,72	0,24	0,23
Śląsk Wrocław	1,53	0,51	4,29	0,61
Lechia Gdańsk	0,5	0,48	0,95	1,39
KGHM Zagłębie Lubin	0,88	1,29	0,68	1,38
Ruch Chorzów	0,25	0,19	0,19	0,46
Widzew Łódź	x	0,64	0,34	0,22
Cracovia Kraków	0,49	0,41	0,21	0,75
Polonia Warszawa	4,26	0,81	0,13	0,2
Górnik Zabrze	0,3	0,27	0,25	0,19
Korona Kielce	0,29	0,97	0,6	0,56
PGE GKS Bełchatów	0,67	0,83	0,61	0,43
Arka Gdynia	0,59	0,9	0,59	0,32
Podbeskidzie Bielsko-Biała	x	x	0,39	0,16
Polonia Bytom	0,26	0,24	0,95	0,41
ŁKS Łódź	x	x	x	0,09

Źródło: opracowanie na podstawie *Ekstraklasa piłkarskiego biznesu 2011* – Ernst&Young

## Podsumowanie

Ze względu na krótką historię giełdową Ruchu Chorzów, którego akcje są przedmiotem obrotu na rynku NewConnect trudno jest jednoznacznie wskazać na bilans korzyści i niekorzyści wynikający z uczestnictwa jej na parkiecie giełdy papierów wartościowych. Niewątpliwie, jedną z głównych zalet wejścia organizacji sportowej na rynek giełdowy jest dostęp do alternatywnego źródła kapitału innego niż dotacje budżetowe, środki finansowe pozyskane od sponsorów. Jednak w warunkach polskich w wielu organizacjach sportowych w tym piłkarskich, tj. w klubach, w stowarzyszeniach czy w związkach sportowych brak jest jasnej polityki finansowej w zarządzaniu przedsiębiorstwem sportowym. Debiut giełdowy klubu sportowego wymusza na akcjonariuszach (właścicielach) wprowadzenie nowoczesnych standardów w zarządzaniu oraz ma za zadanie zwiększyć transparentność i przejrzystość w finansach klubu. Do najważniejszych niekorzyści wynikających z wejścia klubu sportowego na giełdę należą koszty finansowe, związane z debiutem giełdowym. Do nich możemy zaliczyć koszty związane z doradztwem prawno-ekonomicznym oraz z przygotowaniem oferty na rynek. W przypadku spółek produkcyjnych jedną z głównych niekorzyści rynku giełdowego są obowiązki informacyjne. W przy-

padku klubu sportowego obowiązki związane z przekazywaniem informacji na temat finansów, strategii działania klubu mogą być zmienione w korzyści. Jeżeli akcjonariuszami klubu staną się kibice, byli zawodnicy oraz inne osoby bezpośrednio zaangażowane w dobro klubu to uzyskane wyniki finansowe i sportowe będą przez nich weryfikowane.

Kluby piłkarskie oraz inne przedsiębiorstwa sportowe w Polsce decydując się na wejście na parkiet giełdowy powinny skonfrontować postawione cele z oczekiwanymi efektami ekonomicznymi i sportowymi. Na podstawie przeprowadzonych badań dotyczących efektów wejścia na rynek NewConnect klubu piłkarskiego Ruch Chorzów SA przed i po debiucie na rynku, w latach 2007-2010 stwierdzono, że nastąpiła poprawa zarówno wyników ekonomicznych, jak i sportowych. Z dużą ostrożnością należy stwierdzić, że nie wszystkie wyniki osiągnięte przez klub są skutkiem pierwotnej oferty publicznej. Jednak debiut na rynku NewConnect stał się jednym z etapów na ścieżce rozwoju rozpatrywanego przedsiębiorstwa, które w 2005 roku zmieniło status prawny działalności ze stowarzyszenia na podmiot kodeksu spółek handlowych, tj. spółkę akcyjną. Od tegoż roku klub sportowy stał się pełnoprawnym przedsiębiorstwem działającym zarówno na rynku sportowym, jak i na rynku dóbr i usług. Osiągnięte wyniki finansowe przez Ruch po debiucie na rynku NewConnect pozwalają stwierdzić, że były one wyższe w porównaniu z wynikami finansowymi i sportowymi z innymi klubami Ekstraklasy w badanym okresie.

## Bibliografia

- Alvarez S., Gonzalez V., [2005], *Signaling and the Long-run Performance of Spanish Initial Public Offerings (IPOs)*, „Journal of Business Finance & Accounting”, 32, 325-350.
- Baur D.G., McKeating C., [2011], *Do football Clubs Benefit from Initial Public Offerings*, „International Journal of Sport Finance”, West Virginia University, 40-59.
- Berrett T., Slack T., Whitson D., [1993], *Economics and the pricing of sport and leisure*, „Journal of Sport Management”, 7(3), 199-215.
- Blowers S.C., Erickens G.K, Milan T.L., [1995], *The Ernst and Young Guide to taking your company public.*, John Wiley & Sons, New York 1995.
- Brigham E., Gapenski L., [2000], *Zarządzanie finansami*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa.
- Brigham E., [1996], *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa.
- Dietl H., Franck E., Lang M., [2008], *Overinvestment in team sports leagues: A contest theory model*, „Scottish Journal of Political Economy”, 55, 353-368.
- Dobson S., Goddard J., [2006], *The Economics of Football*, Cambridge University Press.
- Dokument informacyjny Ruch Chorzów SA z dnia 28 listopada 2008 roku.
- Dokument informacyjny Ruch Chorzów SA z dnia 3 grudnia 2010 roku.
- Dokument informacyjny Ruch Chorzów SA z dnia 8 marca 2011 roku.
- Dokument informacyjny Ruch Chorzów SA z dnia 5 czerwca 2012 roku.
- Droga na giełdę*, [2008], *Jak przygotować spółkę do emisji publicznej*, praca zbiorowa ekspertów BDO, Wyd. Difin, Warszawa.
- Dudko-Kopczevska K., [2004, luty], *Analiza efektów pierwotnej emisji akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych SA w Warszawie*, Bank i Kredyt, Wyd. NBP.
- Ekstraklasa polskiego biznesu*, [2011], Ernst&Young – [www.ey.com/pl](http://www.ey.com/pl)

- Franck E., [2010], *Private firm, public corporation or member's association governance structures in European football*, „International Journal of Sport Finance”, 5(2), 108-127.
- Gajdka J., Walińska E., [1998], *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, Wyd. FRR, Warszawa.
- Jordan B.D., Ross S.A., Westerfield R.W., [1999], *Finanse przedsiębiorstwa*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Kesenne S., [2008], *The economic theory of professional team sports*, Cheltenham, UK, Edwin Elgar Publishing.
- Kowalski W.Sz., [2010], INVESTCON MAGAZINE, *Futbol na parkiecie*, Dodatek futbolowy Mundial 2010 r.
- Leal Garrett Jorge E., Green Bryan A., [2010], *Considerations for Professional Sports Teams Contemplating Going Public*, Northern Illinois University Law Review, Vol. 31, No. 1, [http://www.niu.edu/law/organizations/law\\_review/pdfs/full\\_issues/31\\_1/Green%2069-93.pdf](http://www.niu.edu/law/organizations/law_review/pdfs/full_issues/31_1/Green%2069-93.pdf)
- Lee P., Taylor S., Walter T., [1996], *Australian IPO Pricing in the Short and Long Run*, „Journal of Banking and Finance”, Vol. 20, 1189-1210.
- Levis M., [1993], *The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988*, „Journal of Financial Management”, Vol. 22, 28-41.
- Ljungqvist A., [1997], *Pricing Initial Public Offerings: Further Evidence from Germany*, „European Economic Review”, Vol. 41 No. 7, 1309-1320.
- Maksimovic V., Pichler P., [2001], *Technological Innovation and Initial Public Offerings*, „Review of Financial Studies”, s. 14.
- Mello A.S., Persons J.E., [1998], *Going public and the ownership structure of the firm*, „Journal of Financial Economics”, 49, 79-109.
- Michalski M., [2000], *Status akcjonariusza spółki publicznej (cz. I)*, *Nasz Rynek Kapitałowy* nr 3.
- Morrow S., [1999], *The new business of football: Accountability and finance in football*, London, UK, Macmillan.
- Neal W., [1964], *The Peculiar Economics of Professional Sport*, „The Quarterly Journal of Economics”, Vol 78, No 1, s. 1-14.
- Pagano M., [1993], *Financial markets and growth: An overview*, „European Economic Review”, Vol. 37, Issues 2-3, 613-622.
- Pagano M., Panetta F., Zingales L., [1998], *Why Do Companies Go Public?*, An Empirical Analysis, „The Journal of Finance”, nr 1/1998, s. 27-63.
- Piłkarska Liga Finansowa Rok 2010. *W pogoni za Europą*, Deloitte – [www.deloitte.pl](http://www.deloitte.pl)
- Planell S., [1995], *Determinantes y efectos de la salida a Bolsa en Espana*, Un analisis empirico Centro de Estudios Monetarios y Financieros.
- Raport roczny za 2010 r. Ruch Chorzów SA – [www.ruchchorzow.com.pl](http://www.ruchchorzow.com.pl)
- Raport roczny za 2008 r. Ruch Chorzów SA – [www.ruchchorzow.com.pl](http://www.ruchchorzow.com.pl)
- Ritter J.R., [1987], *The cost of going public*, „Journal of Financial Economics”, No. 19, s. 269-281.
- Ritter J., Welch I., [2002], *A review of IPO Activity, Pricing and allocations*, Working paper 8805, [www.nber.org/papers/w8805](http://www.nber.org/papers/w8805)
- Rydqvist K., Högholm K., [1995], *Going public in the 1980s: Evidence from Sweden*, „European Financial Management”, 1.
- Schneider C.W., [1995], *Going public: practise, procedure and consequences*, Bowne, New York.
- Smith C., [1986], *Raising capital: Theory and evidence*, „Midland Corporate Finance Journal”, Vol. 4, No. 1.
- Socha J., [2003], *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Wyd. Olympos, Warszawa.
- Song H., Rhee Y., Adams C., [1999], *The Initial Public Offering as a Marketing Tool*, Herberger College of Business, St. Cloud State University, Minnesota, Carlson School of Management University of Minnesota, Working Paper.
- Sznajder A., [2012], *Marketing sportu*, Wyd. PWE, Warszawa.
- Ustawa o kulturze fizycznej Dz.U. Nr 155, poz. 1298 ze zm.
- Ustawa o sporcie Dz.U. Nr 127, poz. 857 ze zm.

Ustawa o sporcie kwalifikowanym Dz.U. z 2007 r., Nr 226, poz. 1675 ze zm.

Waśkowski Z., [2005, luty], *Relacyjny model rynku sportowego i jego marketingowe implikacje*, [www.swiatmarketingu.pl](http://www.swiatmarketingu.pl)

Zingales L., [1995], *Insider ownership and the decision to go public*, „Review of Economic Studies”, 62. <http://www.90minut.pl> (stan na 20.11.2012 r.).

<http://www.ruchchorzow.com.pl> (stan na 20.11.2012 r.).

<http://www.bankier.pl/inwestowanie/spolki/RUCHCHORZ/akcje> (stan na 04.04.2013 r.) [http://www.newconnect.info/spolka/ruch\\_chorzow\\_spolka\\_akcyjna-RCW/akcjonariat](http://www.newconnect.info/spolka/ruch_chorzow_spolka_akcyjna-RCW/akcjonariat) (stan na 04.04.2013 r.).

---

## THE ECONOMIC ASPECTS OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS INVOLVING SOCCER CLUBS

### Summary

The article discusses issues related to initial price offerings (IPO) involving sports clubs. The author examines the case of Poland's Ruch Chorzów top-division soccer club, which entered the Warsaw Stock Exchange's NewConnect alternative market Dec. 4, 2008.

Based on a review of available literature, Wszyński looks at the potential advantages and disadvantages of an IPO for a sports club as well as the responsibilities involved. Additionally, the author analyzes the economic, financial and sports implications of Ruch Chorzów's decision to be listed on the stock exchange in two periods: before the IPO (2005-2007) and after the IPO (2008-2010). The analysis shows that the main benefit of the IPO for the club was that it gained access to a new source of funds, the author says.

The IPO was preceded by a private placement of some of the company's shares (G, H, I, J and K series) from 2008 to 2011. The IPO resulted in an increase in the share capital and improved the club's financial condition as well as its sports performance. The increased share capital helped reduce financial risk and improve financial liquidity in comparison to other Ekstraklasa top-division clubs, according to Wszyński. After the IPO, the club achieved its best sports results in the 2009/2010 and 2011/2012 campaigns, finishing 3<sup>rd</sup> and 2<sup>nd</sup> in the Ekstraklasa league respectively, the author says.

**Keywords:** capital market, soccer, initial public offering, professional sports market, sports club

**JEL classification codes:** G10, G30

---