

0- 799123

На правах рукописи

ЛИТВИШКО ОЛЕГ ВАЛЕРЬЕВИЧ

**Формирование условий выхода российских профессиональных
спортивных клубов на рынок IPO**

Специальность 08.00.10

«Финансы, денежное обращение и кредит»

АВТОРЕФЕРАТ

**диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

Москва – 2012 г.

Работа выполнена в ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет
имени Г.В. Плеханова»

Научный руководитель - доктор экономических наук, профессор
Кещян Вазген Геворкович

Официальные оппоненты: - **Золотов Михаил Иванович**
д.э.н., профессор, ФГБОУ ВПО
«Российский государственный
университет физической культуры,
спорта, молодежи и туризма»,
заведующий кафедрой «Спортивный
менеджмент, экономика и право»

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КФУ



0000809790

Диденко Александр Сергеевич
к.э.н., ФГБОУ ВПО «Финансовый
университет при Правительстве
Российской Федерации», заместитель
декана Международного финансового
факультета

Ведущая организация - ФГБОУ ВПО «Государственный
университет управления»

Защита состоится «23» ноября 2012 г. в 16.30 часов на заседании диссертационного совета Д 212.196.02 при Российском экономическом университете имени Г.В. Плеханова по адресу: 117997, Москва, Стремянный пер., 36.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова.

Автореферат разослан «18» октября 2012 г.

Ученый секретарь диссертационного

совета

Маршавина Любовь Яковлевна

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы диссертации. Отечественный спорт в настоящий момент находится в процессе перехода на рыночные отношения. Усиливающаяся тенденция коммерциализации и профессионализации, с одной стороны, а также дефицит бюджетных средств - с другой, свидетельствуют, что спорт должен самостоятельно извлекать прибыль из имеющихся в его распоряжении ресурсов и научиться использовать существующие рыночные механизмы привлечения капитала. В поисках новых источников финансирования своей деятельности наши спортивные клубы в ближайшем будущем могут обратить внимание на возможности фондового рынка по мобилизации временно свободных денежных средств, что приведет к появлению на российском рынке инструмента со специфическими инвестиционными качествами, который наравне с существующими активами может рассматриваться в качестве объекта вложения капитала. Однако наши клубы способны успешно выйти на рынок IPO и быть интересны не только любителям спорта, но и профессиональным инвесторам после того, когда будет готов четкий проект по их выходу на самокупаемость.

О готовности российских спортивных клубов к выходу на первичный рынок капитала говорить преждевременно, почти все заработанные деньги в 2011 году пошли на зарплаты персоналу (92 %), то есть игрокам, тренерам и другим клубным сотрудникам, а ведь есть еще немало других статей расходов, в такой ситуации клубы не могут быть самокупаемыми. Пока спонсоры, которых убеждают в социальной ответственности спорта, покрывают дефицит в бюджете команд, они могут существовать. Но бизнес прагматичен и если конъюнктура ухудшится, то спонсоры могут отказаться от финансовых вливаний в профессиональные спортивные клубы, что повлечет за собой банкротство последних.

Диссертационное исследование приобретает особую актуальность еще и в связи с предстоящим внедрением Союзом европейских футбольных ассоциаций (УЕФА) «правил финансовой честной игры». В соответствии с данными правилами областные и городские бюджеты больше не смогут финансировать футбольные клубы, а значит их неминуемо ждет акционирование. Отсюда и вытекает главная

задача - выстраивать структуру и организацию всего спортивного хозяйства в соответствии с новыми требованиями.

Кроме того, в условиях усиливающейся роли индустрии спорта и туризма в мировом хозяйстве, в нашей стране наблюдается недостаток теоретических и методических работ, посвященных проблемам финансирования профессиональных клубов, являющихся важнейшим звеном сферы спортивно-зрелищных услуг.

Недостаточная степень научной разработанности и практической реализации модели финансирования профессиональных спортивных клубов в условиях рыночной экономики с использованием механизмов финансового рынка обусловила актуальность выбранной темы диссертационной работы.

В связи с этим исследование актуальных как с точки зрения теории, так и практики проблем финансирования профессиональных спортивных клубов проводится на примере футбольных клубов, а результаты исследования могут быть применимы к другим игровым видам спорта.

Степень научной разработанности темы. Проблемам экономики и финансов профессионального спорта посвящены многочисленные исследования как российских, так и зарубежных ученых, работы которых внесли значительный вклад в развитие исследуемой предметной области. К классическим трудам, посвященным данным аспектам развития индустрии профессионального спорта можно отнести работы Гуськова С.И., Жолдак В.И., Золотова М.И., Зубарева Ю.А., Кузина В.В., Кутепова М.Е., Переверзина И.И., Рожкова Ю.В., Починкина А.В., Сейранова С.Г., Андреффа В., Шимански С., Фишера Х., Купера С., Гарднера М., Шаафа Ф.

Однако многочисленные работы и публикации посвящены общим вопросам управления спортивными организациями. Комплекс проблем, связанный с поиском рыночных источников финансирования развития отечественных спортивных клубов в частности с помощью механизмов первичного рынка размещения ценных бумаг и анализа специфики данного инструмента изучен недостаточно, поэтому актуальность темы исследования сохраняется.

Объектом исследования являются финансы профессиональных спортивных клубов.

Предмет исследования – условия выхода российских профессиональных спортивных клубов на рынок IPO.

Целью диссертационного исследования является определение направлений повышения ликвидности ценных бумаг российских профессиональных спортивных клубов, как условие их выхода на рынок IPO.

Для достижения указанной цели в диссертации были поставлены следующие *задачи*:

- выявить финансовую специфику услуг профессионального спорта;
- проанализировать условия становления коммерческого спорта в России;
- определить преимущества и недостатки основных моделей финансирования профессионального спорта;
- выделить основные факторы, воздействующие на доходность субъектов спортивной индустрии;
- классифицировать основные риски, характерные для деятельности спортивных клубов, с точки зрения влияния на курсовую стоимость их акций;
- определить инвестиционные характеристики акций, выпущенных профессиональными спортивными клубами;
- составить типовой портрет инвестора, вкладывающего капитал в ценные бумаги, выпущенные профессиональными спортивными клубами;
- сформировать условия выхода российских спортивных клубов на рынок IPO.

Область исследования диссертационной работы соответствует требованиям паспорта ВАК Минобрнауки РФ по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит», а именно: п. 3.11. – «Исследование внутренних и внешних факторов, влияющих на финансовую устойчивость предприятий и корпораций»; п. 3.20. – «Источники финансирования хозяйствующих субъектов, проблемы оптимизации структуры капитала»; п. 5.4. – «Развитие методов оценки рисков и их влияние на рыночную стоимость»; п. 6.8. – «Методологические оценки доходности финансовых инструментов».

Методологическим принципом исследования является системность, то есть системный подход к изучаемым объектам, который состоит в рассмотрении профессиональных спортивных клубов, с одной стороны, как элемента системы спортивных состязаний, а с другой – как хозяйствующих субъектов, деятельность которых характеризуется финансовыми результатами.

Исследование построено на использовании таких приемов научного познания как метод статистического и экономического анализа, наблюдения, сравнения, аналогий, индукции и дедукции, синтеза.

Теоретической основой диссертации послужили труды отечественных и зарубежных авторов по проблемам развития деятельности и управления спортивными организациями, а также вопросам их финансирования. Данные аспекты развития индустрии профессионального спорта содержатся в работах видных отечественных и зарубежных ученых: Будкина Ю.В., Воронина П.Ю., Галкина В.В., Гуськова С.И., Кузина В.В., Переверзина И.И., Починкина А.В., Рожкова П.А., Сейранова С.Г., Андреффа В., Добсона С., Гарднера М., Граттона К., Фишера Х., Купера С., Шаафа Ф., Шимански С.

Теоретические и методологические исследования отечественных авторов в области финансов и рынка ценных бумаг Бирмана А.И., Галанова В.А., Девиной А.А., Жукова Е.Ф., Злобина И.Д., Князева В.Г., Кокорева М.В., Корнеевой Р.В., Лушина С.И., Маршавиной Л.Я., Миркина Я.М., Рудык Н.Б., Русановой А.Г., Семенковой Е.В., Слепова В.А., Эйдельмант А.Б. были использованы при написании диссертационной работы.

Эмпирическую базу исследования составила информация, полученная на основе анализа официальных статистических источников, нормативно-правовых актов, регламентирующих общественные отношения, складывающиеся в сфере профессионального спорта, публикации в периодической печати и сети Интернет, иллюстрирующие практику и проблемы финансирования профессионального спорта, результаты массовых опросов экспертов и потребителей спортивных услуг.

Научная новизна исследования определяется тем, что в работе расширяются имеющиеся научно-теоретические и практические представления, касающиеся вопросов рыночного финансирования спорта на основе анализа мирового опыта выпуска профессиональными клубами акций на первичном рынке капитала.

В работе получены следующие основные результаты, отражающие научную новизну исследования:

- раскрыта финансовая специфика услуг профессионального спорта: возможность продажи спортивного продукта в различных формах, многократность

получения доходов с нее, потенциально неограниченная доходность услуг в силу их массовости, сочетание прямых и косвенных форм оплаты;

- обоснованы преимущества выхода коммерческих спортивных клубов на рынок IPO (возможность получения дополнительных финансовых ресурсов, распределение собственности клуба между его болельщиками, снижение доли спонсорских платежей в общем объеме выручки), а также приоритетное использование доходов от эмиссии акций на расширение долгосрочных активов клубов, прежде всего на развитие материально-технической базы;

- предложена классификация рисков, присущих коммерческому спорту, включающая два их типа: общие и специфические риски, последние можно разделить на три группы: физические, стоимостные и регулятивные риски;

- разработана модель цены акции спортивного клуба, основанная на ее корреляционной связи с новостными факторами (статус соперника, степень важности матча, разница забитых и пропущенных мячей, место проведения матча);

- определены основные факторы роста рентабельности коммерческого спорта в России как условия выхода спортивных клубов на рынок IPO, которые включают как общие (улучшение материально-технической базы, рост доходов населения страны), так и специфические меры (диверсификация коммерческой деятельности, единство зрелищных и сопутствующих мероприятий, повышение уровня развития спорта, обеспечение сбалансированной конкурентной среды);

- предложена диверсифицированная система финансирования российских профессиональных спортивных клубов, сочетающая коммерческие и некоммерческие доходы, складывающиеся от основной и дополнительных видов деятельности, а также формирующая более рыночную структуру доходов путем увеличения в ней доли коммерческих источников финансирования, в том числе посредством механизма государственно-частного партнерства.

Теоретическая значимость полученных научных результатов заключается в определении и научном обосновании финансовой специфики услуг профессионального спорта, классификации рисков, присущих коммерческому спорту, а также в составлении типового портрета инвестора, вкладывающего капитал в ценные бумаги, выпущенные спортивными клубами, и определении инвестиционных характеристик акций профессиональных клубов.

Практическая значимость результатов диссертации заключается в возможности их использования:

- организациями и органами управления индустрией спорта при выработке методов хозяйствования, основанных на рыночных принципах, сочетаемых с государственным регулированием.

- профессиональными спортивными организациями независимо от их организационно-правовой формы функционирования для повышения рентабельности деятельности.

- в учебном процессе при преподавании курсов «Экономика профессионального спорта», спецкурсов в высших учебных заведениях.

Апробация и внедрение результатов исследования. Основные теоретические положения и практические выводы диссертации: 1) внедрены в практику деятельности Открытого акционерного общества «Футбольный клуб «Ростов»; 2) используются в учебном процессе Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова при чтении курсов «Оценка стоимости бизнеса» и «Операции с ценными бумагами»; 3) излагались на научно-практических конференциях и научно-методических семинарах; 4) отражены в опубликованных работах автора.

Публикация результатов исследования. Основные результаты диссертации нашли отражение в 11 работах общим объемом 4,17 п.л., из них в 5 - ти статьях в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных ВАК Минобрнауки РФ.

Структура работы обусловлена целью и поставленными в исследовании задачами. Диссертация состоит из введения, трех глав, содержащих 9 параграфов, заключения, списка использованной литературы.

II. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Раскрыта финансовая специфика услуг профессионального спорта: возможность продажи спортивного продукта в различных формах, многократность получения доходов с нее, потенциально неограниченная доходность услуг в силу их массовости, сочетание прямых и косвенных форм оплаты.

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 аудио трансляции, информации в печатном периодическом издании и сети Интернет, а также в форме материального носителя в виде атрибутики (шарфы, майки, бейсболки, сувениры и т.д.).

- 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 сами 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.

В диссертации с помощью методики «Анализа пяти сил Портера» определена привлекательность ведения бизнеса в спортивной отрасли (таблица 1).

Таблица 1.

Анализ привлекательности отрасли

Конкурентные силы	Степень влияния	Факторы	Эффект
1	2	3	4
Угрозы появления продуктов-заменителей	Средняя	<ul style="list-style-type: none">• исключительность продукта• наличие потребителей, чувствительных к изменению цены и качества• спортивные традиции	<ul style="list-style-type: none">+-+

Продолжение таблицы 1

1	2	3	4
Угрозы появления новых игроков	Низкая	<ul style="list-style-type: none"> • высокие стартовые затраты • стоимость уникального бренда (широкая фанатская база) 	<p style="text-align: center;">+</p> <p style="text-align: center;">+</p>
Рыночная власть поставщиков	Высокая	<ul style="list-style-type: none"> • спортсмены - самый ценный актив клуба • высокая дифференциация товара (спортсменов) • наличие профессиональных контрактов 	<p style="text-align: center;">-</p> <p style="text-align: center;">-</p> <p style="text-align: center;">-</p>
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 	<p style="text-align: center;">+</p>
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 	<p style="text-align: center;">-</p> <p style="text-align: center;">-</p> <p style="text-align: center;">-</p> <p style="text-align: center;">+</p>

Проведенный анализ выявил 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. Так разница в выручке от продажи прав на теле-радио трансляцию матчей между командой-чемпионом и командой, занявшей третье место в английской футбольной лиге, равняется 25 млн. фунтов, что составляет около 50% годовой прибыли такой успешной в финансовом плане спортивной организации как ФК «Манчестер Юнайтед». 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 стоимости ее акций на фондовой бирже.

2. Обоснованы преимущества выхода коммерческих спортивных клубов на рынок IPO (возможность получения дополнительных финансовых ресурсов, распределение собственности клуба между его болельщиками, снижение доли спонсорских платежей в общем объеме выручки), а также приоритетное ис-

пользование доходов от эмиссии акций на расширение долгосрочных активов клубов, прежде всего на развитие материально-технической базы.

Высокая популярность отрасли профессионального спорта послужила толчком к появлению нового способа аккумуляирования финансовых ресурсов на развитие спортивного клуба - размещение акций на фондовой бирже. К основным преимуществам выхода профессиональных спортивных клубов на рынок IPO можно отнести:

- возможность получения дополнительных финансовых ресурсов для повышения рентабельности своей деятельности и ухода от спонсорства как неэффективного источника финансирования коммерческой организации. 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.

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.

- повышение лояльности болельщиков к руководству клуба путем распространения акций между его 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. Огромные деньги тратятся на обеспечение текущей деятельности клуба и на достижение краткосрочного результата, невзирая на общую убыточность и экономическую неэффективность.

К другим преимуществам выхода спортивного клуба на фондовую биржу можно отнести возможность привлечения ресурсов для покрытия своих обязательств, переход на более высокий уровень корпоративного управления, а также улучшение имиджа за счет придания клубу публичного статуса, создание для владельцев возможности выхода из бизнеса или частичного возврата вложенных инвестиций.

3. Предложена классификация рисков, присущих коммерческому спорту, включающая два их типа: общие и специфические риски, последние можно разделить на три группы: физические, стоимостные и регулятивные риски.

Профессиональный спорт, как и любая предпринимательская деятельность, тесно связан с опасностью наступления различных неблагоприятных событий. Наряду с общими, свойственными каждому виду бизнеса рисками, для спортивной деятельности характерны и специальные риски, которые необходимо учитывать потенциальному инвестору, принимая решение вкладывать свой капитал в ценные бумаги спортивных организаций. Специфические риски определяют спортивную результативность деятельности клуба, тем самым влияя на размер его прибыли и эффективность инвестирования в профессиональный спорт. Те виды рисков, с

которыми сталкиваются в своей деятельности спортивные клубы и которые тем самым частично берут на себя инвесторы можно, разделить на 3 группы: физические, стоимостные и регулятивные риски.

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 ее 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 высоко рисковым 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, который 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. Таким образом, для стабилизации цены акций субъектов спортивной индустрии руководством федераций и клубов должны проводиться мероприятия по снижению степени риска (таблица 2).

Таблица 2.

Методы управления специфическими рисками

	Виды специфического риска	Вероятность наступления	Мероприятия по управлению рисками
1	2	3	4
Физические риски	Нарушение физического и психологического состояния игрока	Высокая	<ul style="list-style-type: none"> • ужесточение наказания за грубые нарушения правил • страхование игроков • приобретение спортсменов, способных играть на нескольких позициях • разработка защитного инвентаря • ротация стартового состава команды • выплата спортивными федерациями компенсаций клубам, владеющим трансфером игрока, в случае получения им травмы в матче за свою национальную команду • повышение качества покрытий для игры в местах проведения тренировок и соревнований • трансфер спортсмена на правах аренды • оплата части трансферной стоимости игрока в виде бонусов за успешное выступление в новом клубе
	Авторитет, профессионализм и человеческие качества тренерского состава	Средняя	<ul style="list-style-type: none"> • отражение в договоре возможности досрочного расторжения контракта с главным тренером без выплаты неустойки • осуществление предварительных переговоров с потенциальными кандидатами на пост тренера
	Возможные судебские ошибки	Высокая	<ul style="list-style-type: none"> • внедрение в судебскую практику видеоповторов и электронных систем определения взятия ворот • ужесточение наказания за предвзятое судейство
	Снижение популярности спортивных мероприятий	Низкая	<ul style="list-style-type: none"> • повышение зрелищности спортивных мероприятий • увеличение конкуренции

Продолжение таблицы 2

1	2	3	4
Стоимостные риски	Завышенные требования агентов спортсменов по контракту	Высокая	<ul style="list-style-type: none"> • введение ограничивающих мер (потолок зарплат, налог на роскошь, правила финансовой «честной игры») • создание клубной детско-юношеской спортивной школы • заключение долгосрочных контрактов
	Потеря доходов от продажи прав на трансляцию матчей	Низкая	<ul style="list-style-type: none"> • формирование лигой нестрахового пула • создание лигой собственной телекомпании
	Потеря доходов от спонсорских и рекламных контрактов	Средняя	<ul style="list-style-type: none"> • единство зрелищных и сопутствующих мероприятий • диверсификация деятельности путем развития непрофильных активов • наложение штрафных санкций на спортсменов за поведение, наносящее ущерб бренду клуба
Регулятивные риски	Условия использования домашнего стадиона	Низкая	строительство развитой клубной инфраструктуры
	Изменения в законодательстве и правилах, регулирующих деятельность клубов	Средняя	реализация мер в несколько этапов для предоставления клубам возможности перестроить свою деятельность

4. Разработана модель цены акции спортивного клуба, основанная на ее корреляционной связи с новостными факторами (статус соперника, степень важности матча, разница забитых и пропущенных мячей, место проведения матча).

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 преданных болель-

щиков; репутация/торговая марка, членство/право участия в доходных соревнованиях, которые не могут быть приняты на баланс спортивной организации в силу того, что их стоимость чрезвычайно трудно определить.

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:

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

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, (*expected points, EP*), рассчитывается по формуле: $EP = 3 * Q_{win} + 1 * Q_{draw} + 0 * Q_{loss}$. Количество очков выше или ниже прогнозируемой величины составляют ошибку ожидания (*surprise league points, S*) и рассчитываются 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 коэффициентах 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 матча 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 остальные регрессоры, используемые для анализа, оказывают незначительное влияние на зависимую переменную, что может быть связано с недостаточной ликвидностью данного рынка, вызванной малой долей акций в свободном обращении и низкими объемами торгов, что сказывается на запоздалой реакции инвесторов на новостной фон. Из этого следует, что фондовые активы клубов хотя и реагируют на итог спортивных матчей, являясь чувствительными к ценовой информации, но 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. Доходность 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.

5. Определены основные факторы роста рентабельности коммерческого спорта в России как условия выхода спортивных клубов на рынок IPO, которые включают как общие (улучшение материально-технической базы, рост доходов населения страны), так и специфические меры (диверсификация коммерческой деятельности, единство зрелищных и сопутствующих мероприятий, повышение уровня развития спорта, обеспечение сбалансированной конкурентной среды).

Большинство спортивных клубов в нашей стране не оправдывают своих затрат, являясь неэффективными, что во многом 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.

Для того чтобы излечить наш спорт от болезни под названием «работа в минус», нужно осуществить ряд важнейших мер: повысить качество спортивного продукта, создать современную материально-техническую базу, работать над правильной организацией спортивных событий. Комфортабельные и безопасные стадионы, дополнительные услуги по ходу матча, качественный сервис позволят привести на трибуны средний класс — людей, приносящих наибольший доход клубу. Следующий компонент непосредственно вытекает из предыдущих и заключается в повышении эффективности работы маркетинговых служб команд, прежде всего в части продажи клубной атрибутики и привлечения болельщиков на стадион. Последний активный элемент самокупаемости – это рост доходов от продажи прав на трансляции матчей.

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, деньги 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 приносили 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 (таблица 3).

Таблица 3.

Уровень жизни населения как условие рентабельности ПСК

Страна	ВВП на душу населения, \$	Спортивный рейтинг*	Средняя посещаемость	Средний доход от матча на одного зрителя \$	Общий доход за матч, \$ тыс.
1	2	3	4	5	6
Группа 1 (ВВП на душу населения: 30,001 – 55,000)					
Норвегия	52,238	24	8000	20,5	164
Швейцария	41,765	15,5	11000	30	330
Нидерланды	40,777	5	19500	17,5	341,3
Австрия	39,454	42,5	8000	22	176
Швеция	37,775	19,5	6500	15,5	100,6
Бельгия	36,274	25,5	9000	25	225
Германия	35,930	3	42500	30	1275
Великобритания	35,053	3,5	34000	48,5	1649
Финляндия	34,401	56	2200	5	11
Франция	34,092	11	20000	18	360
Средняя	38,776	20,5	16070	23,2	463,2
Группа 2 (ВВП на душу населения: 15,001 – 30,000)					
Испания	29,651	1,5	28500	50	1425
Италия	29,418	6,5	25000	20	500
Израиль	29,404	27	4200	12	50,4
Греция	28,833	11,5	7500	34	255
Кипр	28,045	72	3100	19,5	60,5
Чехия	24,987	23	4900	3,5	17,2
Португалия	23,113	6	11500	15	172,5

Продолжение таблицы 3

1	2	3	4	5	6
Польша	18,837	47,5	5000	10,5	52,5
Хорватия	17,608	14,5	2000	6,5	13
Россия	15,807	9,5	12500	7,5	93,8
Средняя	24,57	21,9	10420	17,9	263,9
Группа 3 (ВВП на душу населения: 5,000 – 15,000)					
Белоруссия	13,864	46	2400	1	2,4
Казахстан	12,401	91	4100	0,1	0,4
Болгария	12,052	55	1800	3,5	6,3
Румыния	11,766	36,5	4900	3	14,7
Сербия	10,808	26	2500	4,5	11,3
Азербайджан	9,953	76,5	1800	1	1,8
Босния и Герцеговина	7,751	25,5	2300	1,5	3,5
Украина	6,665	29	9000	4	36
Средняя	10,658	48,2	3600	2,3	9,6

* Рейтинг основан на клубном коэффициенте УЕФА и рейтинге сборных ФИФА

В нашей стране в условиях пока еще низкого по сравнению с западноевропейскими странами спроса на спортивные товары и услуги, связанного с невысоким качеством конечного продукта (спортивного зрелища), низкой платежеспособностью населения и рядом других причин, отечественным клубам необходимо инвестировать средства в развитие молодежного футбола. Трансферная система дает спортивным клубам уникальную возможность контролировать свою финансовую деятельность, уравновешивая дефицит и активно используя профицит бюджета. Рост инвестиций в детско-юношеский спорт посредством строительства школ по подготовке спортсменов будет способствовать появлению в составах команд российских игроков высокого уровня. Существенную часть доходов помимо призовых за спортивные успехи должна обеспечить продажа воспитанников другим клубам.

Главной составляющей роста доли частного финансирования как источника дохода лиги и катализатора коммерческой трансформации может стать становление систем платного телевидения DTH в России (DTH – Direct To Home, система цифрового телевизионного вещания с возможностью абонентской подписки на платные каналы). Проведение тендеров за право трансляций матчей между провайдерами систем DTH - телевидения будет содействовать росту дохода лиги, а повышение количества абонентов сетей DTH многократно приумножать этот доход в будущем. Таким образом, в условиях конкурентной борьбы между

телевизионными компаниями за право транслировать спортивные соревнования лига должна отстаивать свой приоритет.

6. Предложена диверсифицированная система финансирования российских профессиональных спортивных клубов, сочетающая коммерческие и некоммерческие доходы, складывающиеся от основной и дополнительных видов деятельности, а также формирующая рациональную структуру доходов путем увеличения в ней доли коммерческих источников финансирования, в том числе посредством механизма государственно-частного партнерства.

Объем спонсорских контрактов в российском футболе оценивается специалистами в 40-60 млн. евро. Данные цифры говорят о том, что рынок спонсорства в российском спорте, если и уступает европейскому, то несущественно. Однако доля спонсорских вливаний в общей структуре доходов отечественных клубов колеблется от 30 до 90%, что существенно превышает аналогичный показатель в европейских клубах (5 - 10%) и потому создает зависимость стабильности функционирования клубов от данной статьи доходов.

Основная причина такого положения дел заключается в том, что коммерческая составляющая в общей деятельности российских клубов крайне мала. Большинство команд фактически еще не умеют зарабатывать деньги. С другой стороны налицо неразвитость отечественного рынка спортивной индустрии и его недостаточная насыщенность в сравнении с европейскими рынками, последнее в значительной мере связано с относительно более низкой платежеспособностью населения страны. Так, в странах с высоким уровнем жизни населения условий для рентабельного существования спортивных организаций больше. 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.

Существенным дополнением будет являться тот факт, что доходная часть бюджетов большинства клубов, которые имеют стабильное финансирование, в значительной степени обеспечивается поступлениями от государственных или частных компаний, одновременно являющихся мажоритарными акционерами клубов. Такую схему финансирования нельзя назвать эффективной и в полной мере спонсорской.

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.

Можно выделить четыре бизнес-модели, которые используют спортивные клубы в своей деятельности:

- *Односторонняя модель (Focus Strategy, FS)*. Включает в себя клубы, которые полностью сосредотачивают свою деятельность на ведении профильного бизнеса в качестве основного источника получения дохода.

- *Комплексная модель (Diverse focus, DF)*. В стратегии основной акцент делается на профильном бизнесе. Однако модель включает и другие направления деятельности, являющиеся сопутствующими основной, что обеспечивает дополнительный доход.

- *Смешанная модель (Middle strategy, MS)*. Включает в себя клубы, которые помимо спортивной составляющей имеют иное направление бизнеса, не относящееся к спортивной деятельности и являющееся важным источником получения дохода.

- *Диверсифицированная модель (Diversification, DIV)*. Включает клубы, выручка которых от спортивной деятельности в общей структуре доходов занимает, наряду с другими направлениями ведения бизнеса, лишь небольшую долю. При осуществлении стратегии, основанной на диверсифицированной модели ведения бизнеса, клубы генерируют более стабильный доход, что связано с осуществлением деятельности, которая в меньшей степени подвержена влиянию рисков, присущих спортивной практике (таблица 4).

Таблица 4.

**Влияние бизнес модели на финансовые показатели деятельности датских
футбольных клубов**

Клуб		2006	2007	2008	2009	2010	Средняя
Ольборг	Модель	DIV	DIV	DIV	DF	DF	
	Прибыль	6.630	-7.732	36.681	-87.007	-42.647	-18,815
	ROE	5.18%	-4.14%	21.17%	-76.71%	-104.94%	-31,89
	FL	0.28	0.45	0.90	2.28	8.89	2,56
Брондбю	Модель	FS	FS	FS	FS	FS	
	Прибыль	71.940	-23.998	-18.920	2.063	-34.920	-0,77
	ROE	18.47%	-4.19%	-3.43%	1.24%	-8.41%	0,74
	FL	0.87	0.75	0.62	0.72	0.54	0,7
Орхус	Модель	DIV	DIV	DIV	DF	DF	
	Прибыль	-3.225	-7.511	0,084	-43.473	-25.314	-15,89
	ROE	-23,47 %	-31,67%	0,19%	-81,31%	-79,58%	-43,17
	FL	3,65	6,24	5,34	1,56	1,47	3,65
Копенгаген	Модель	DIV	DIV	DIV	DIV	DIV	
	Прибыль	57.685	161.905	46.631	-246.840	63.172	16.51
	ROE	9,16%	19,64%	6,10%	-1,36%	5,13%	7,73
	FL	1.79	2.58	4.80	8.14	2.28	3,92
Силькеборг	Модель	FS	FS	MS	MS	MS	
	Прибыль	0,748	-0,185	-6.485	-9.738	0,129	-3,11
	ROE	3.57%	-0.87%	-2.75%	-4.37%	0.05%	-0,87
	FL	0.45	0.58	2.01	2.23	2.26	1,51

Анализ, проведенный в диссертационной работе на примере датских футбольных клубов, показал большую эффективность деятельности тех клубов, чья экономика построена на диверсифицированной форме финансирования. Однако осуществление данной стратегии вынуждает клубы наращивать финансовый рычаг, а также выходить на рынок первичного размещения акций.

В заключении диссертации приведены основные выводы и рекомендации.

Основные результаты диссертационного исследования нашли свое отражение в следующих публикациях автора:

1. Литвишко О.В. Роль рынка первичных размещений в модернизации российской экономики // Вестник РЭУ им. Г.В. Плеханова, - 2011, - № 5, (0,52 п.л.). (Рекомендован ВАК)

2. Литвишко О.В., Кещян Г.В. Учет человеческих ресурсов как фактор повышения инвестиционной привлекательности российских

профессиональных спортивных клубов // *Международный бухгалтерский учет*, - 2012, - № 22 (0,44/0,25 п.л.). (Рекомендован ВАК)

3. Литвишко О.В., Дутов К.С. Влияние прогнозных факторов на курсовую стоимость акций профессиональных спортивных клубов. 2-я Международная научно-практическая конференция имени А.И. Китова «Современные информационные технологии в экономике и научно-техническом процессе». Научные труды вольного экономического общества России. – М.: Вольное экономическое общество России, - 2011 (0,46/0,35 п.л.). (Рекомендован ВАК)

4. Литвишко О.В., Шякунова Е.А. Специфика инвестирования в финансовые инструменты субъектов спортивной индустрии // *Финансовые исследования*, - 2012, - № 2 (0,55/0,35 п.л.). (Рекомендован ВАК)

5. Литвишко О.В. Финансовые аспекты функционирования спортивных клубов // *Теория и практика физической культуры*, - 2011, - № 5 (0,2 п.л.). (Рекомендован ВАК)

6. Литвишко О.В. Государственное финансирование развития спорта в стране. Государственный капитализм в современной экономике. Материалы конференции 11 апреля – 16 мая 2011 г. – М.: ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г.В. Плеханова», 2011 (0,34 п.л.)

7. Литвишко О.В. Финансовые риски инвестирования в акции спортивных клубов. VI Международный научный конгресс «Роль бизнеса в трансформации российского общества - 2011», Москва, МФПА, 18-22 апреля 2011 г.: Сборник материалов. – М.: ООО «Global Conferences», 2011 (0,4 п.л.)

8. Литвишко О.В. Перспективы развития российского профессионального спорта. Проблемы современной экономики. Материалы интернет-конференции 13 фев. – 12 мар. 2012 г. – М.: ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г.В. Плеханова», 2012 (0,2 п.л.)

9. Литвишко О.В., Шякунова Е.А. Факторы доходности профессиональных спортивных клубов // *Известия РЭУ им. Г.В. Плеханова [Электронный ресурс]: электронный научный журнал*, - 2011, - № 4 (0,47/0,3 п.л.)

10. Литвишко О.В. Перспективы первичного размещения акций российских спортивных клубов. XXIV Международные Плехановские чтения. Тезисы докладов аспирантов. – М.: Рос. экон. ун-т им. Г.В. Плеханова, - 2011 (0,1 п.л.)

11. Литвишко О.В. Акции спортивных клубов как инструмент для инвестирования. IX Межвузовская научная конференция «Современное состояние, инструменты и тенденции развития фондового рынка», Москва 19 апреля 2012. [Текст]: [Материалы]. – М.: Бизнес Элайнмент, - 2012 (0,49 п.л.)

ЛИТВИШКО ОЛЕГ ВАЛЕРЬЕВИЧ

Формирование условий выхода российских профессиональных спортивных клубов на рынок IPO

В диссертационной работе исследованы модели финансирования профессионального спорта, имеющие место в мировой практике. В будущем субъекты отечественной индустрии спорта могут позаимствовать зарубежный опыт и обратить внимание на возможности фондового рынка по мобилизации свободных денежных средств, что будет способствовать появлению на рынке нового инструмента. В работе оцениваются особенности инвестирования в данные ценные бумаги: выявлены основные факторы, влияющие на их доходность, классифицированы основные специфические риски. Проанализирована готовность отечественных спортивных клубов к IPO. Определены приоритетные тенденции развития российского профессионального спорта, направленные на повышение его рентабельности как этапа подготовки к получению клубами публичного статуса.

LITVISHKO OLEG

Creating the conditions for the entrance of Russian professional sports clubs to the IPO market

The thesis investigates the model of financing of professional sports that take place in the world. In the near future, the subjects of the Russian sports industry can borrow overseas experience and pay attention to the possibility of the stock market to raise temporarily idle funds that will contribute to the emergence on the domestic market new instrument. The thesis studies the main features of investing in these securities: the major factors that affect the profitability are determined; the main specific risks are classified. The willingness of domestic sports clubs to launch IPO is analyzed. The priority trends of development of Russian professional sports improving its profitability, as the preparation phase to obtain the status of public clubs are defined.

Напечатано в типографии
ФГБОУ ВПО «Российского экономического университета
имени Г. В. Плеханова».

Тираж 100 экз. Заказ № 248 -з.

