

Mateusz Cieplucha. Mechanizmy i nieprawidłowości w procesie wyceny przedsiębiorstw piłkarskich = Mechanisms and abnormalities in business valuation of football enterprises. *Journal of Education, Health and Sport*. 2016;6(9):103-116. eISSN 2391-8306.

DOI <http://dx.doi.org/10.5281/zenodo.159179>

<http://www.ojs.ukw.edu.pl/index.php/johs/article/view/3821>

<https://pbn.nauka.gov.pl/sedno-webapp/works/750407>

Original Text published © The Author (s) 2016. Mateusz Cieplucha. Mechanizmy i nieprawidłowości w procesie wyceny przedsiębiorstw piłkarskich = Mechanisms and abnormalities in business valuation of football enterprises. 2016;2(2):30-42. eISSN 2450-3118.

DOI: <http://dx.doi.org/10.5281/zenodo.51128>,

PBN: <https://pbn.nauka.gov.pl/sedno-webapp/works/725656>.

The journal has had 7 points in Ministry of Science and Higher Education parametric evaluation. Part B item 755 (23.12.2015).
755 Journal of Education, Health and Sport eISSN 2391-8306 7

© The Author (s) 2016;

This article is published with open access at Licensee Open Journal Systems of Kazimierz Wielki University in Bydgoszcz, Poland Open Access. This article is distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Noncommercial License which permits any noncommercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original author(s) and source are credited.

This is an open access article licensed under the terms of the Creative Commons Attribution Non Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>) which permits unrestricted, non commercial use, distribution and reproduction in any medium, provided the work is properly cited.

This is an open access article licensed under the terms of the Creative Commons Attribution Non Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>) which permits unrestricted, non commercial use, distribution and reproduction in any medium, provided the work is properly cited.

The authors declare that there is no conflict of interests regarding the publication of this paper.

Received: 05.08.2016. Revised 25.08.2016. Accepted: 06.09.2016.

Mateusz Cieplucha¹
Uniwersytet Szczeciński

Mechanizmy i nieprawidłowości w procesie wyceny przedsiębiorstw piłkarskich Mechanisms and abnormalities in business valuation of football enterprises

Streszczenie

W pracy omówiono w sposób syntetyczny proces i nieprawidłowości wyceny przedsiębiorstw piłkarskich. Wykazano metody wyceny, ich mocne i słabe strony, a także ograniczenia. Przedstawiono czynniki, od których uzależniony jest proces ewaluacji klubów sportowych. Wyodrębniono i omówiono przykładowe sposoby wykorzystywane przez decydentów i księgowych w celu manipulowania sprawozdawczością finansową jednostki, które zmniejszają przejrzystość i zasadność wyceny wartości. W dalszej części opracowania opisane zostały uwarunkowania wyceny i oceny przedsiębiorstw piłkarskich w odniesieniu do ich ewidentnej specyfiki działalności. Celem badań było przedstawienie niejednoznaczności i trudności ewaluacji biznesu sportowego mającego szerokie nacechowanie jakościowe. Charakterystyka ta wpływa więc w znaczącym wymiarze na dyferencję w zakresie

¹ Mateusz Cieplucha, e-mail: cieplucha.mateusz.bartosz@gmail.com

wartości księgowych i rynkowych. Materiałem badawczym wykorzystanym w opracowaniu jest przegląd literatury w danej dziedzinie oraz symulacja procesu wyceny przedsiębiorstwa piłkarskiego za pomocą analizy wskaźnikowej oraz wskaźników C/Z i C/WK.

Słowa kluczowe: wycena przedsiębiorstw, kreatywna rachunkowość, wskaźniki finansowe

Summary

The paper shows in synthetic way a process and irregularities in the football business valuation. It has been shown selected valuation methods, their strengths, weaknesses and limitations. Paper also indicate the factors on which depends the process of clubs evaluations. Further part of article discusses examples of ways used by decision-makers and accountants to manipulate the financial reporting units that reduce transparency and legitimacy of valuation. The following part of the study describes the conditions of evaluation and assessment of enterprises of football in relation to their specific business evident. The aim of the study was to present ambiguity and difficulty evaluating sports business. Football business has wide range of features marked by quality factors. This characteristic affects so significant dimension to design differences among book value and market value. The research material used in the study is a review of the literature and simulation model of football business valuation based on ratio analysis, P/E and P/BV indicators.

Keywords: business valuation, creative accounting, financial indicators

1. Wstęp

Dziedzina zajmująca się badaniem aspektów związanych z wyceną wartości danego przedsiębiorstwa jest bardzo skomplikowana, złożona, wielowymiarowa oraz posiadająca znaczne nacechowanie subiektywizmem osoby badającego dany podmiot. Wycena przedsiębiorstw jest niezwykle istotna w procesie transakcyjnym kupna/sprzedaży jednostek. Istnieje wiele różnorodnych metod wyceny, z których każda skupia się w szczególności na zróżnicowanych segmentach działalności podmiotu. Przyjmuje się jednak, że najskuteczniejsze jest wybranie jednej metody i ewentualne wykorzystywanie poszczególnych, innych metod jako formy weryfikacyjne, kontrolne wyniki naszej analizy (Zarzecki 2013).

W obecnie skryształizowanej gospodarce wolnorynkowej maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa jest najistotniejszym elementem jego funkcjonowania. Dlatego też tak istotna jest jego ewaluacja i otrzymanie ostatecznego wyniku analizy ewaluacyjnej, jakim jest wartość przedsiębiorstwa. Proces wyceny wartości przedsiębiorstwa utożsamiany jest z wykazaniem wartości kapitałów własnych danej jednostki. W sytuacjach, w których dokonuje się wyceny, takich jak np. kupno/sprzedaż jednostki, likwidacja, upadłość, fuzje, przejęcia istotne jest

wyznaczenie różnicy pomiędzy aktywami posiadanymi przez przedsiębiorstwo a jego zobowiązaniami (które to zobowiązania są przejmowane przez jednostkę/podmiot nabywający prawa do podmiotu (Zarzecki 2013).

Wycena wartości staje się procesem niezwykle skomplikowanym ze względu na ilość czynników wpływających na jej przebieg, a także ostateczny rezultat. Podstawową kwestią jest niezwykle szeroki zakres informacji, które powinien posiadać analityk. Mowa tu nie tylko o informacjach wewnętrznych danej spółki, ale także o sytuacji zewnętrznej. Ogólny stan gospodarki, poziom stóp procentowych, poziom bezrobocia, trendy panujące na rynku kapitałowym, poziom inflacji, poziom konkurencji na rynku, aspekty publiczno-prawne. W istocie jest to proces oparty o wykorzystywane modele wyceny, a co za tym idzie nie jest doskonały, dlatego też istotne jest uświadomienie sobie przez rozpoczęciem prac ewaluacyjnych w jakim celu przeprowadzamy wycenę, oraz określić skuteczny plan działania (Hitchner i Mard 2011).

2. Cel badań

Celem opracowania jest przedstawienie mechanizmów oceny i wyceny przedsiębiorstwa piłkarskiego. Wskazanie na charakterystyczne aspekty związane z tą działalnością, uwarunkowania związane ze sprawozdawczością i ewaluacją wartości. Proces oceny i wyceny wartości jest niezwykle istotny, ma on ogromny wpływ na mechanizmy zachodzące w gospodarce, kształt podejmowanych przez poszczególne podmioty decyzji finansowych i zarządczych. Szczególnie z uwagi na funkcjonowanie w gospodarce opartej na wiedzy i informacji niezbędne jest efektywne wykorzystanie informacji finansowej. Istotne wydaje się jednak to, czy skuteczne podejmowanie decyzji na podstawie obiektywnej i bezkrytycznej ocenie sprawozdań jest zawsze możliwe.

3. Materiały i metody badawcze

W opracowaniu wykorzystane zostały wykorzystane materiały literaturowe z dziedziny rachunkowości, sprawozdawczości, biznesu sportowego i wyceny wartości. Badanie zostało oparte na ocenie sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa Manchester United z wybranych okresów badawczych (lata 2012-2014). Wykorzystane zostały metody matematyczne opierające się na analizie wskaźnikowej i giełdowej. Wskaźnikami, które zostały poddane weryfikacji są m.in. wskaźnik płynności, wskaźnik zadłużenia, wskaźnik rentowności aktywów, C/Z , C/WK . Miary te zostały wybrane ze względu na to, iż w sposób kompleksowy starają się przedstawić rzeczywistość gospodarczą. Wskazują na kondycję przedsiębiorstwa w aspektach płynności, polityki zadłużenia, zyskowności w wymiarze księgowym, a także oceny wskaźników rynkowych, giełdowych.

4. Wybrane metody wyceny przedsiębiorstwa piłkarskiego

Realia gospodarcze oparte są na wiedzy i informacji, chęć posiadania efektywnej informacji, które jest w stanie wspomóc podejmowanie skutecznych decyzji doprowadziła do wykreowania się wielu metod wyceny przedsiębiorstw. Ze względu na podejście do kategorii wartości wyróżnia się metodę rynkową. Opiera się ona na wykorzystaniu wskaźników udostępnianych przez rynek, ponieważ jej zwolennicy upatrują w rynku najbardziej efektywnego i godnego zaufania źródła informacji (Dunal 2014).

W ramach metod rynkowych wykorzystuje się takie wskaźniki (Dunal 2014) jak m.in.:

- Wskaźnik C/Z – iloraz ceny rynkowej jednej akcji danego przedsiębiorstwa i zysku netto osiągniętego w okresie bazowym, przypadającego na jedną akcję,
- C/WK – jest to iloraz ceny rynkowej jednej akcji danego przedsiębiorstwa
- i wartości księgowej. Ukazuje on zależność i różnice pomiędzy wartością przedstawianą w sprawozdaniach finansowych a obecną wartością rynkową,
- $EV/(ZO+A)$ – jest to iloraz wskaźnika EV i sumy zysku operacyjnego ($EBIT$) osiągniętego przez daną jednostkę w danym okresie z amortyzacją (Zarzecki 2010).

Kolejną możliwością przeprowadzenia wyceny przedsiębiorstwa jest metoda nie rynkowa. Która opiera się w głównej mierze, na analizie danych pochodzących ze sprawozdań finansowych danego przedsiębiorstwa. Powyższa metoda dzieli się na trzy podstawowe rodzaje:

1. Majątkowe – metoda ta opiera się na teorii, że przedsiębiorstwo jest warte tyle, ile wart jest jej majątek. Polega w głównej mierze na analizie bilansu i wyznaczeniu wielkości kapitału własnego posiadanego przez jednostkę. W jej ramach wyróżnia się wycenę aktywów netto i wycenę aktywów w oparciu o metodę odtworzeniową. Wyrażają je poniższe wzory (Miciuła 2012):
 - a. Wartość przedsiębiorstwa (metoda aktywów netto) = wartość bilansowa aktywów – wartość bilansowa pasywów obcych (wskaźnik ten jest tożsamy z kategorią kapitału własnego).
 - b. Wartość przedsiębiorstwa (metoda odtworzeniowa) = wartość brutto aktywów * (1 – zużycie fizyczne danego aktywa) * (1 – zużycie moralne danego aktywa).
2. Dochodowe – metody te opierają się na prognozowanych wielkościach dochodu osiąganego przez przedsiębiorstwo. Opierają się w szczególności na prognozowanych wielkościach sprzedaży, prognozowanych wielkościach wypłacanej dywidendy i ogólnej rentowności danego przedsiębiorstwa (Miciuła 2010).

Do metod dochodowych zalicza się m.in. metodą zdyskontowanych EVA (*ang. Economic Value Added*), która opiera się na ocenie obecnej wartości danego projektu, tj. zestawienia zmiany wartości przedsiębiorstwa w czasie przy wykorzystaniu poszczególnych zasobów. Wskazuje na wartość

dodaną, dochód osiągany przez jednostkę w ramach jej działalności, biorąc pod uwagę ich efektywność wobec wykorzystanego kapitału (Panfil 2009).

3. Porównawcze – metody porównawcze polegają na *benchmarking*’u danej jednostki w odniesieniu do charakteryzujących się podobnymi cechami jednostek działających na rynku. Dzięki takiej analizie otrzymuje się bardzo efektywną informację, ponieważ poza informacjami wewnętrznymi firmy, bierze się bezpośrednio pod uwagę sytuację na rynku, stan konkurencji. Metoda ta posiada jednakże pewne wady związane z trudnościami w przeprowadzaniu procesów porównawczych. Komparastyka jest bowiem bardzo trudna, a także bardzo często nieefektywna ze względu na podejmowanie przez badaczy prób porównywania wielkości ze sobą nieporównywalnych (Miciuła 2014).

Niezwykle istotnym elementem procesu wyceny przedsiębiorstwa jest przyjęcie pewnego modelu wyceny wartości poszczególnych składników aktywów i pasywów, co w konsekwencji przekłada się na wartość przedsiębiorstwa jako zorganizowanej całości. Wyróżnia się m.in. poniższe metody wyceny ze względu na odniesienie do standardu wartości:

- Wartość rynkowa – (*ang. market value*) jest to wartość danego składnika majątku, bądź też przedsiębiorstwa jako podmiotu, która uznawana jest za niezwykle prawdopodobną do uzyskania w procesie kupna-sprzedaży zrealizowanym na rynku pomiędzy stronami transakcji. Posiada ona częściowy charakter subiektywny, jednak w istocie zaznacza się, iż jest ona wyznaczana przez siły rynkowe, które opierają się na racjonalnych i efektywnych działaniach uczestników rynku (Skoczylas 2007). Wartość rynkowa określana jest także jako tzw. wartość godziwa, tzn. taka wartość, która satysfakcjonuje stronę sprzedającą i kupującą, a także stwarza szansę na uzyskanie godziwego „wynagrodzenia” dla podmiotu sprzedającego (Budzik-Nowodzińska 2012).
- Wartość księgowa – wartość ta określana jest bezpośrednio w oparciu o informacje zawarte w sprawozdaniach finansowych, dowodach księgowych, stąd nazywana jest z *ang. book value*. Jest to wartość początkowa środków majątkowych oszacowana na dany dzień bilansowy (z uwzględnieniem utraty wartości, poniesionych kosztów etc.), bądź też jest księgową wartością całego przedsiębiorstwa, jako różnica pomiędzy kwotą aktywów i zobowiązań jednostki (kategoria ta jest tożsama z pozycją kapitałów własnych) (Panfil i Szablewski 2011).

Book value posiada liczne wady metodologiczne, które mogą wypaczać ostateczny wynik. Do takich negatywnych cech zalicza się m.in. oparcie jej na wartościach historycznych zawartych w pozycjach bilansowych, które jednocześnie mogą być ustalane w sposób znacznie odbiegający od realnej, teraźniejszej sytuacji, nie odzwierciedla ona także realnych korzyści, które mogą być osiągnięte z danego składnika majątku, a jedynie jego wartość w momencie przyjęcia do jednostki

(statyczny i statystyczny charakter). Wartość księgowa nie jest ustalana na podstawie informacji pochodzących z rynku, co za tym idzie nie jest do końca wyceną realną i efektywną (Zarzecki 2000).

5. Problemy związane z wiarygodną wyceną przedsiębiorstwa piłkarskiego notowanego na giełdzie w oparciu o wykorzystanie analizy ekonomicznej

Oczywistą kwestią jest to, iż analiza ekonomiczna może być efektywnym źródłem oceny jednostki, wyceny jej wartości. Jednakże musi być ona przeprowadzana we właściwy sposób, tak, aby rzetelnie odwzorować rzeczywistość gospodarczą. Analiza posiada charakter narzędzia wykorzystywanego do syntetycznego opisu sytuacji przedsiębiorstwa, ponieważ jest wykorzystywana przez struktury zewnętrzne zajmujące się szeroko pojętą oceną, analityką podejmującą na jej podstawie decyzje. Jej pierwotny charakter jest jednak nieco inny, głównym celem jej przeprowadzania winno być bowiem dostarczenie informacji na temat sytuacji przedsiębiorstwa dla właścicieli jednostki. Niestety często zauważa się tzw. konflikt interesów (konflikt agencyjny, pryncypalny), polegający na rozszczepieniu, asymetrii celów zarządu i właścicieli. Związane z tym zjawisko wykorzystania sprawozdań finansowych do celów menedżerów jest bardzo niepożądane, stwarza to bowiem pole do nadużyć, kreuje struktury dla wykorzystania w sprawozdawczości tzw. kreatywnej rachunkowości i prowadzi do niewiarygodnego odwzorowywania rzeczywistości gospodarczej (Micherda 2006).

Kreatywna rachunkowość jest to przeciwstawna forma dokonywania ewidencji w odniesieniu do tzw. sformalizowanej rachunkowości. Stara się ona wykorzystać takie elementy wykonywane w procesie ewidencji, które w pewnej materii nie są ściśle sformalizowane, unormowane sztywnymi przepisami prawa. Dlatego też w wielu przypadkach nie do końca można mówić o złamaniu prawa, a jedynie o działaniu nieetycznym, prowadzi to jednak do zaburzeń decyzji, które odnoszą się do sfery realnej gospodarki, a co za tym idzie ich charakter jest sprzeczny z istotą analizy ekonomicznej, jako sposobu na wiarygodny, rzetelny opis podmiotu gospodarczego (Wąsowski 2010).

Przejawem kreatywnej księgowości jest tzw. agresywna rachunkowość. Charakteryzuje się ona takim dobraniem metod wyznaczania poszczególnych elementów ujmowanych za pomocą ewidencji, aby przedstawiały one wyższe dochody, wartości interesujących nas wskaźników. Za narzędzia wykorzystywane w agresywnej rachunkowości (Kutera 2006) można uznać m.in.:

- ewidencja przychodów w momencie sprzedaży (wystawienia faktury), a nie
- w momencie zakończenia transakcji sprzedaży (realne wpłynięciu należności wynikającej z wystawionej faktury),
- wykorzystanie narzędzia przyspieszonej amortyzacji na niekorzyść metody amortyzacji liniowej (nierealny okres zużycia danego składnika majątku),
- sposób wyceny zapasów za pomocą metody *FIFO* (gdy sytuacja na rynku daje podstawy do tego by sądzić, iż ceny będą rosły w danym okresie), przyczynia się to do zwiększenia marży jednostkowej na sprzedaży, a co za tym idzie zwiększa znacząco przychody jednostki w okresie stosowania

takiego zabiegu, jednakże w rzeczywistości marża ta może się znacząco różnić,

- niedoszacowywanie tzw. wątpliwych, „złych” należności, na które także tworzy się rezerwy, których wielkość może być wyznacznikiem poziomu ryzyka handlowego danej jednostki, co bezpośrednio wiąże się z płynnością finansową i możliwością jej utraty, ustalanie możliwości nieotrzymania danych należności od kontrahentów przeprowadzana jest najczęściej w dość subiektywny i nie właściwy sposób.

Poza możliwością wykorzystywania agresywnej polityki rachunkowości w celu zniekształcenia rzeczywistości gospodarczej, istnieją także inne instrumenty, takie jak (Kutera 2006):

- Wygladzanie zysków (technika ta polega na takiej ewidencji zysków, aby możliwe było zmniejszenie już i tak wysokich poziomów zysku w okresach, w których jednostka, jak i cały rynek prosperują bardzo dobrze, oraz późniejszym transferze tych zysków na lata słabsze, w których jednostka osiąga gorsze wyniki, notuje spadki wskaźników).
- Kreatywna rachunkowość (jest stwierdzeniem bardzo pojemnym, zapożyczającym narzędzia z wielu różnych metod zniekształcania sprawozdań finansowych).
- Fałszerstwo ksiąg rachunkowych (sytuacja skrajna, charakteryzująca się tym, że sprawozdania finansowe, dokumenty źródłowe nie mają swojego faktycznego odzwierciedlenia w rzeczywistości, są one tworzone jedynie na potrzeby procesu sprawozdawczego).
- Upiększanie, kolorowanie wyników (może objawiać się jako subiektywne wykorzystanie wskaźników, które w sposób lepszy, ale nie konieczne bardziej wiarygodny i właściwy przedstawiają stan finansów i procesów zachodzących w jednostce gospodarczej).

Wydaje się, iż kreatywne podejście do sprawozdawczości, zniekształcanie wyników, a nawet ich preparowanie jest zjawiskiem nieuniknionym, ponieważ jak długo istnieją regulacje prawne kształtujące pewne aspekty funkcjonowania rynków, tak długo istnieją podmioty naginające, bądź też łamiące te zasady w celu osiągnięcia korzyści. Ważną kwestią jest jednak to, aby minimalizować, marginalizować skalę tego zjawiska, aby przestrzeń gospodarcza była jak najbardziej przejrzysta i efektywna. W racjonalizacji i ułatwieniu przepływu informacji na temat przedsiębiorstw pomaga zdecydowanie znaczny rozwój i wykorzystanie technologii informacyjnych (Internetu). Dzięki szybkiemu i powszechnemu dostępowi do sprawozdań spółek giełdowych trafiają one do większej grupy odbiorców, a co za tym idzie łatwiejsza staje się identyfikacja zachodzących nieprawidłowości. Wielką siłą Internetu jest także to, że złe wiadomości rozchodzą się w nim z zatrważającą prędkością i posiadają cechy charakterystyczne dla pędzącej kuli śnieżnej, której zatrzymanie jest praktycznie nie możliwe. Skutkuje to tym, że będąc niejako spółką publiczną istnieje bardzo duże ryzyko szybkiej utraty zaufania do danej jednostki, które to nadszarpnięte zaufanie ciężko odzyskać w przyszłości. Wszystkie transakcje dokonywane w przestrzeni gospodarczej, na rynkach finansowych, a przede wszystkim te realizowane za pośrednictwem rynku kapitałowego opierają się na wzajemnym zaufaniu i akceptacji ryzyka. Gdy rynkiem wstrząsa wydarzenie, które

to zaufanie ogranicza, bądź też stawia w wątpliwość, problem może mieć nie tylko podmiot tracący zaufanie, ale także rynek jako całość. Dlaczego tak jest ? Jeżeli w koszyku gnie jedno jabłko to istnieje duże prawdopodobieństwo, że zaczną gnić i kolejne, co automatycznie przekłada się na awersję potencjalnego konsumenta do zakupu tegoż dobra. Podsumowując powyższe rozważania transparentność raportów finansowych jest niezwykle istotna z punktu widzenia wszystkich interesariuszy, w związku z czym zachowanie jest adekwatności i etyczności wydaje się być kluczowe dla zwiększenia efektywności działań gospodarczych. (Brigham i Daves 2007)

Powyższa teza pociąga za sobą prostą refleksję, wszystkim uczestnikom rynku, każdemu interesariuszowi powinno zależeć na tym, aby sprawozdania finansowe, a co za tym idzie analizy finansowe były sporządzane właściwie, adekwatnie, rzetelnie. W innym wypadku mechanizmy rynkowe tylko pozornie będą efektywne, ponieważ decyzje podejmowane przez jego uczestników będą opierały się na założeniach nie mających realnego odzwierciedlenia w stanie faktycznym. Analiza ekonomiczna i jej najważniejsze narzędzie, jakim jest analiza finansowa, służą do odkrywania mechanizmów zachodzących w realnej gospodarce finansowej badanych obiektów. Efektem końcowym powinna być informacja tożsama ze stanem rzeczywistym, która będzie w pełni użyteczna dla każdego z interesariuszy. Jednakże nie każdy z nas jest w stanie pogodzić się z rzeczywistością, zawsze znajdują się osoby, nie mające ochoty na poznanie i weryfikację swoich błędów. Dlatego też, jak w każdym przejawie biznesu, tak i w procesie dokonywania i analizy niezbędny jest element uczciwości, który pozwoli na zbudowanie długofalowego zaufania i współpracy pomiędzy zainteresowanymi stronami. Problemy i niejednoznaczność procesy wyceny wartości może prowadzić do wielu niedoskonałości na rynku, zaburzeń i kryzysów. Negatywny aspekt tego procesu wiąże się z istotnością wykorzystania wyników takiej analizy. Wycena wartości przedsiębiorstwa jest bowiem kluczowym elementem w procesie podejmowania decyzji rynkowych i ściśle go determinuje. Dlatego też nieefektywna, nie prawdziwa informacja uniemożliwia wręcz możliwość podjęcia skutecznej decyzji i wprowadzając element wysokiego ryzyka, destabilizacji i asymetrii informacji na rynku. Wydaje się, że proces wyceny nigdy nie będzie idealny, choć poprzez ewolucję poszczególnych teorii, szkół i nurtów ekonomii badacze starają się stworzyć efektywny model wyceny wartości, jest to niezwykle trudne i subiektywne (Mączyńska 2012).

Trudnością jest jednak nie tylko samo przeprowadzenie procesu wyceny. Istotną i zawiłą kwestią wydaje się już etap wyboru metody estymacji. Dobra decyzja w tym zakresie będzie bowiem determinować efektywność dokonanej analizy. W związku z czym należy uwzględnić wiele zmiennych i cech charakterystycznych, które warunkują zasadność i możliwość skorzystania z danej metody. Cechami takimi (Zarzecki 1999) są m.in.:

- Ilość i jakość dostępnych danych odnośnie obiektu wobec którego dokonywany jest proces wyceny,
- Kondycja i przyszłe trendy odnośnie sektora w którym działa podmiot gospodarczy,
- Występowanie specyficznych zjawisk sektorowych, sezonowości itp.

Wszystkie transakcje dokonywane w przestrzeni gospodarczej, na rynkach finansowych, a przede wszystkim te realizowane za pośrednictwem rynku kapitałowego opierają się na wzajemnym zaufaniu i akceptacji ryzyka. Gdy rynkiem wstrząsa wydarzenie, które to zaufanie ogranicza, bądź też stawia w wątpliwość, problem może mieć nie tylko podmiot tracący zaufanie, ale także rynek jako całość. Dlaczego tak jest? Jeżeli w koszyku gnije jedno jabłko to istnieje duże prawdopodobieństwo, że zaczną gnąć i kolejne, co automatycznie przekłada się na awersję potencjalnego konsumenta do zakupu tegoż dobra. Podsumowując powyższe rozważania transparentność raportów finansowych jest niezwykle istotna z punktu widzenia wszystkich interesariuszy, w związku z czym zachowanie jest adekwatności i etyczności wydaje się być kluczowe dla zwiększenia efektywności działań gospodarczych (Brigham i Daves 2007).

6. Specyfika procesu wyceny i oceny przedsiębiorstw piłkarskich

W ramach wyceny wartości przedsiębiorstw piłkarskich także istnieje wiele problemów i możliwych dysfunkcji, niedopatrzeń i niejednoznacznych elementów procesu ewaluacji. Jest to związane w szczególności ze specyficznym charakterem tychże działalności gospodarczych. Istotną i logicznym stanem rzeczy jest bowiem wpływ osiągnięć sportowych na wysokość wyceny przedsiębiorstwa. Ogólna forma drużyny, miejsce w tabeli, osiągnięcia w rozgrywkach kontynentalnych, wszystkie te czynniki mają wpływ na sytuację jednostki piłkarskiej, jednakże wpływ ten nie jest jednakowy w odniesieniu do poszczególnych klubów piłkarskich. Odnosnie relacji odwrotnej, tj. wpływu wartości przedsiębiorstwa, jego stopy zwrotu, dochodowości na formę sportową, także zauważana jest taka zależność. Jednakże korelacja ta nie jest wystarczająco silna, aby wychodzić z założenia, iż dzięki osiąganym wysokim zyskom zespół będzie osiągał wysokie wyniki sportowe, a także że istnieje pewna zależność kontrastowa. Wobec powyższych rozważań można by stwierdzić, że forma sportowa paradoksalnie nie jest najbardziej istotnym aspektem przedsiębiorstw piłkarskich, jednakże wobec emocjonalnych decyzji inwestorów, mogą mieć duży, losowy wpływ w sytuacji przedsiębiorstw notowanych na giełdzie (Majewski 2014).

W rzeczywistości, w odniesieniu do największych klubów osiągnięcia sportowe oczywiście mają spory wpływ na reputację klubu, jednakże nie ma bezpośredniego wpływu na wyniki finansowe, ponieważ globalne, wielkie przedsiębiorstwa piłkarskie posiadają w przewadze inne źródła dochodów poza nagrodami stricte sportowymi. Wydaje się więc, iż wyniki, forma sportowa ma wpływ na wartość i cenę akcji w odniesieniu do nie do końca racjonalnych decyzji inwestorów. Wskazuje się nawet na relacje pomiędzy wynikami zespołów narodowych a ogólnymi, zagregowanymi wskaźnikami poszczególnych giełd (Bell i in., 2009).

Istotną kwestią jest jednak to, że ogólny poziom wyników sportowych, miejsca w tabeli, punktów, strzelonych bramek ma wpływ na wartość akcji (co w ostatecznym rozrachunku wpływa na wartość wyceny przedsiębiorstwa), jednakże korelacja ta jest skromna i zdecydowanie słabsza niż pozostałych czynników o charakterze finansowo-zarządczym. Zdecydowanie większe znaczenie ma ostateczna

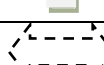
pozycja ligowa (ze względu na prognozowanie płynności finansowej, a także możliwość spadku, relegacji z Ligii), aniżeli cząstkowe wyniki krótkoterminowe osiągnięte na przestrzeni całego sezonu (Bell i in., 2009).

Patrząc z punktu widzenia całości badanych zależności nie istnieją mocne powiązania pomiędzy powyższymi zjawiskami. Istnieją jednak pewne wyjątki, w których widać mocną, znaczącą korelację pomiędzy wynikami a zmianą wartości/ceny akcji. Wskazuje się także, że korelacja jest tym wyższa, im wyższy jest poziom rozwoju danego kraju, gospodarki. M. Saraç i Feyyaz Zeren wskazują także jak specjaliści z Uniwersytetu w Reading na zdecydowany wzrost znaczenia wyników w końcowych etapach sezonu, które mają bezpośredni wpływ na ostateczny wynik sportowy, jakim jest miejsce w tabeli, wygrana ligi, bądź też spadek do niższej klasy rozgrywkowej (Sarac i Zeren 2013).

7. Wyniki

Tabela 1. w sposób syntetyczny przedstawia wybrane, podstawowe wskaźniki finansowe osiągnięte w badanym okresie przez Manchester United w poszczególnych obszarach działalności przedsiębiorstwa. Analiza wskaźnikowa jest bardzo szeroko wykorzystywana w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej, a także w procesie wyceny wartości i atrakcyjności inwestycji przez potencjalnych inwestorów.

Tabela 1. Wybrane wskaźniki finansowe Manchesteru United za lata 2012-2014

Wskaźnik	2014		2013		2012
Płynność bieżąca	63%		69%		65%
Ogólne zadłużenie	59%		60%		49%
ROE	5%		33%		10%
Poziom kosztów finansowych	4%		11%		11%
Wartość księgowania akcji	15,5 \$		13 \$		10 \$

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Manchester United PLC Annual Report 2013/2014*, Manchester 2014 oraz *Manchester United PLC Annual Report 2012/2013*, Manchester 2013

Z danych zawartych w tabeli 1. jasno wynika, iż poziom zadłużenia klubu jest na relatywnie wysokim poziomie, co jest w dużym stopniu charakterystyczne dla działalności przedsiębiorstw piłkarskich. Na przestrzeni badanych lat trudno zauważyć bezpośredni związek pomiędzy wskaźnikami stopy zwrotu, a wzrostem wartości księgowej jednej akcji. Istotną sprawą jest jednak fakt, że akcje przedsiębiorstw piłkarskich, ich cena i popyt na takie papiery wartościowe, są w dużej mie-

rze oderwane od typowych wskaźników finansowych, ocen efektywności. Związane jest to z prestiżem posiadania akcji takiego podmiotu, który jest niewątpliwie bezcenny dla osób będących fanami zespołu „czerwonych diabłów”. Teoretycznie najważniejsze wskaźniki rentowności w badanym okresie zmieniały się bardzo zaskakująco, co wiąże się bezpośrednio z dużą nieregularnością osiąganych zysków netto w danych okresach rozrachunkowych. Fakt ten czysto teoretycznie powinien wpływać negatywnie na atrakcyjność i wartość spółki, w tym wypadku jest jednak zupełnie odwrotnie.

Wycena wartości przedsiębiorstwa jest to proces bardzo złożony i często dość subiektywny. W poniższej tabeli nr 2 autor przedstawi kilka możliwych symulacji wyceny Manchesteru United.

Z tabeli 2 wynika jednoznacznie, że w badanym okresie wartość księgowa akcji analizowanego przedsiębiorstwa stała się coraz bliższa wartości rynkowej akcji. Zjawisko to wskazuje na zwiększenie efektywności wyceny rynkowej względem stanu faktycznego, wykazywanego w sprawozdaniach finansowych. Wskaźnik C/Z uległ znaczącemu zmniejszeniu w roku 2013. Spowodowane to było w ogromnej mierze faktem wzrostu wysokości kapitału własnego, w skutek przeprowadzonej przez przedsiębiorstwo emisji akcji własnych. Wartość rynkowa klubu od pewnego czasu kształtuje się na względnie ustabilizowanym, zbliżonym do wartości księgowej poziomie. Wskazuje to na uwiarygodnianie się wyceny wartości przedsiębiorstwa, a co za tym idzie na brak znaczącego przewartościowania biznesu przez inwestorów giełdowych. Wydaje się więc, iż w obecnej sytuacji rynkowej wycena Manchesteru United dokonywana przez siły popytu i podaży na rynku kapitałowym jest efektywna i zbliżona do wartości księgowej. Nie znaczy to jednak, iż wycena ta jest odpowiednia, ponieważ wartość księgowa w pewnym sensie także może nie w pełnym zakresie oddawać rzeczywisty stan przedsiębiorstwa. Wartą podkreślenia jest sytuacja, w której dość poważne zmiany w finansach klubu (zauważone poprzez dokonaną analizę finansową) w bardzo małym stopniu odzwierciedlone są w rynkowej i księgowej wycenie przedsiębiorstwa.

Tabela 2. Wybrane wskaźniki wyceny Manchesteru United

Wskaźnik	2014	2013	2012
C/Z	85,52	11,56	53,33
C/WK	1,03	1,19	1,41
Wartość księgowa akcji	15,5	13	10
Wartość rynkowa akcji	16	15,53	14,05
Wartość księgowa przedsiębiorstwa ²	498 650 000	447 960 000	237 100 000

² Wartość ta jest utożsamiana w szerokiej mierze z kategorią kapitału własnego przedsiębiorstwa, tj. pasywów posiadanych przez jednostkę, pomniejszonych o zobowiązania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Manchester United PLC Annual Report 2013/2014*, Manchester 2014 oraz *Manchester United PLC Annual Report 2012/2013*, Manchester 2013.

8. Wnioski

Proces wyceny przedsiębiorstwa, w szczególności funkcjonującego w obrębie tak specyficznego sektora jakim jest rozrywka sportowa jest niezwykle złożony i trudny do efektywnego przeprowadzenia. Większość z dostępnym narzędzi estymacji wartości opiera się na działaniach liczbowych w zakresie poszczególnych kategorii wskaźników finansowych. Istotnym problemem jest jednak bardzo częsta niejednoznaczność i subiektywność niektórych wielkości, ich uznaniowy charakter, poziom szacowań i możliwych odchyłeń. Kolejną kwestią jest konflikt związany z jednoznaczną agregacją wielkości, które posiadają w znacznej mierze cechy jakościowe, niemierzalne. W biznesie sportowym bardzo dużą rolę odgrywają emocje, poziom przywiązania, sympatii do danego przedsiębiorstwa piłkarskiego, co jest jednoznacznym efektem trudno mierzalnym mającym znaczący wpływ na poziom wartości jednostki w oczach potencjalnego inwestora. Pomijając powyższe trudności związane z ewaluacją ceny warto wskazać na niedoskonałości związane z wykorzystywanymi bardzo często informacjami źródłowymi w postaci sprawozdań finansowych. Kreatywna rachunkowość, przekłamania księgowe, fałszerstwa i zbyt znaczące naginanie przepisów w obszarze sporządzania i prezentacji danych księgowych tworzą zjawiska asymetrii i nieprawidłowości informacji, a co za tym idzie znacząco utrudniają procesy ewaluacji biznesu. W wielu sytuacjach znaczący wpływ na poziom wyceny mają także cechy zupełnie niemierzalne i nie mające odzwierciedlenia w sprawozdaniach finansowych. Wydaje się, że tak też jest w przypadku Manchesteru United. Związane jest to ze specyfiką działalności takiego podmiotu, a także ze specyficznym podejściem obecnych i potencjalnych inwestorów. Oczywiście kwestią jest, że inwestorzy w każdym działaniu kierują się mniej, lub bardziej swoimi uczuciami i doświadczeniami (aspekt behawioralny)

Literatura

1. Bell A., Brooks Ch., Matthews D., Sutcliffe Ch., Over the Moon or Sick as a Parrot? The Effects of Football Results on a Club's Share Price, ICMA Centre, Henley University of Reading, Reading 2009, s. 2-18.
2. Brigham E. F., Daves P. R. (2007), Intermediate financial management, Thomson South-Western, United States of America, s. 16-19.
3. Budzik-Nowodzińska I. (2012), Wartość godziwa w wycenie przedsiębiorstw, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, nr 126, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice, s. 23-26.
4. Dunal P. (2014), Rynkowe metody wyceny przedsiębiorstw, Future of finance Część II, Przyszłość finansów przedsiębiorstw i ubezpieczeń, Vol 2, No 300, Łódź, s. 4-10.

5. Hitchner J. R., Mard M. J. (2011), *Financial valuation Workbook – Step-by-Step Exercises and Tests to Help You Master Financial Valuation – Third Edition*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, s. 141-145.
6. Kutera M., Hołda A., Surdykowska S., *Oszustwa księgowe – teoria i praktyka* (2006), Wydawnictwo Difin, Warszawa, s. 35-37.
7. Mączyńska E. (2012), *Dysfunkcje i dylematy pomiaru działalności gospodarczej*, Studia Ekonomiczne/Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, nr 118 *Nauki o zarządzaniu - u początków i współcześnie*, Kraków, s. 395-403.
8. Majewski S. (2014), *Modelling of football companies' rates of return according to sport results and bookmakers' expectations on the example of serie A*, BEH – Business and Economic Horizons, Vol 10, issue 3, Prague Development Center, Prague, s. 214-220.
9. Manchester United PLC Annual Report 2012/2013, Manchester 2013.
10. Manchester United PLC Annual Report 2013/2014, Manchester 2014.
11. Micherda B. (2006), *Problemy wiarygodności sprawozdania finansowego*, Wydawnictwo Difin, Warszawa, s. 171-175.
12. Micuła I. (2010), *Metody wyceny przedsiębiorstw, Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w warunkach kryzysu, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 35, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 563-577.
13. Micuła I. (2012), *Metodyka wyceny wartości przedsiębiorstwa według koncepcji MDR, a kryzys zaufania, Zarządzanie i finanse*, vol 10 nr 4 cz. 2, Szczecin, s. 65-74.
14. Micuła I. (2014), *Współczesna metodologia wyceny przedsiębiorstw wg koncepcji MDI – R i jej wyzwania w przyszłości*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica, vol. 2, t. 300 *Future of Finance. Część II. Przyszłość finansów przedsiębiorstw i ubezpieczeń*, Łódź, s. 187-193.
15. Panfil M., Szablewski A. (2011), *Wycena przedsiębiorstwa – Od teorii do praktyki*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa, s. 76-77.
16. Panfil M. (2009), *Wycena biznesu w praktyce – metody, przykłady*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa, s. 21-25.
17. Saraç M., Zeren F (2013), *The Effect of Soccer Performance on Stock Return: Empirical Evidence From “The Big Three Clubs” of Turkish Soccer League*, Journal of Applied Finance & Banking, vol. 3, no. 5, Scienpress Ltd., s. 299-314.
18. Skoczylas W. (2007), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, s. 18-19.
19. Wąsowski W. (2010), *Kreatywna rachunkowość – Fałszowanie sprawozdań finansowych*, Wydawnictwo Difin, Warszawa, s. 13-20.
20. Zarzecki D. (1999), *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa, s. 59-62.
21. Zarzecki D. (2000), *Metody wyceny przedsiębiorstw – zarys teorii a praktyka*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 63-65.

22. Zarzecki D. (2010), Mnożniki rynkowe w wycenie przedsiębiorstw, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego* nr 586, *Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia* nr 25, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 419 – 422.
23. Zarzecki D. (2013), Kluczowe wyzwania wyceny przedsiębiorstw, wycena zobowiązań warunkowych i aktywów nieoperacyjnych, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego* nr 768 *Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia* nr 63, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s 534-546.