

T.C.
İNÖNÜ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ

**TÜRKİYE'DEKİ FUTBOL KULÜPLERİNİN HALKA
ARZINDA DEĞERLEME SÜREÇLERİ: Beşiktaş, Galatasaray
ve Fenerbahçe Örneği**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

DANIŞMAN

Doç. Dr. Yusuf Cahit ÇUKAÇI

HAZIRLAYAN

Mehmet Sinan EREN

Malatya-2016

T.C.
İNÖNÜ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ

**TÜRKİYE'DEKİ FUTBOL KULÜPLERİNİN
HALKA ARZINDA DEĞERLEME
SÜREÇLERİ: Beşiktaş, Galatasaray ve
Fenerbahçe Örneği**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

DANIŞMAN
Doç. Dr. Yusuf Cahit ÇUKAÇI

HAZIRLAYAN
Mehmet Sinan EREN

Jürimiz 03 Haziran 2016 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda bu yüksek lisans tezini (oybirliği) ile başarılı bulunarak İşletme Anabilim, Muhasebe ve Finansman Bilim dalında yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyelerinin Unvan Ad Soyadı

1. Prof. Dr. Fikret OTLU
2. Doç. Dr. Yusuf Cahit ÇUKACI
3. Yrd. Doç. Dr. Özcan DEMİR

imza



İNönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulunun 09.06.2016. tarih ve 2016/23 sayılı kararıyla bu tezin kabulü onaylanmıştır.


Prof. Dr. Mehmet KARAGÖZ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

ONUR SÖZÜ

Doç. Dr. Yusuf Cahit Çukacı'nın danışmanlığında, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kılavuzunda belirtilen kurallara uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

Bütün bilgi ve belgeleri akademik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, görsel, işitsel ve yazılı tüm bilgi ve sonuçları bilimsel ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda ilgili eserlere, bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunduğumu ve atıfta bulunduğum eserlerin tümünü kaynak olarak gösterdiğimi, bütün bilgilerin doğru ve tam olduğunu, kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı, tezin herhangi bir bölümünü, İnönü Üniversitesi veya bir başka üniversitede, bir başka tez çalışması olarak sunmadığımı beyan ederim.

Mehmet Sinan EREN

BİLDİRİM

Hazırladığım tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder tezimin kağıt ve elektronik kopyalarının İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde sadece İnönü Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir şekilde saklanmasına izin verdiğimi onaylarım.

Mehmet Sinan EREN

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

TÜRKİYE’DEKİ Futbol Kulüplerinin Halka Arzında Değerleme Süreçleri: Beşiktaş, Galatasaray ve Fenerbahçe Örneği,

EREN, Mehmet Sinan,

Malatya, 2016; X+65

İlk oynanmaya başladığı günden bugüne kadar olan zamanda futbol hem oyun kuralları hem de ilgi çevresi bakımından çok büyük bir evrim geçirmiş ve dünyada takip edilen en popüler spor branşı haline gelmiştir. Bu popülerite beraberinde büyük bir finansal güç yaratmış, bu spor bir oyun olmaktan çıkıp içinde diğer sektörlerden farklı olarak birçok gelir ve gider kalemini barındıran bir sektör haline almıştır. Futbol kulüpleri, hem finansal hem sportif anlamda rekabetin her geçen gün arttığı bu sektörde hayatta kalabilmek için kâr amacı gütmeye, dolayısıyla finans yönetimi, bütçeleme, pazarlama ve en önemlisi kurumsallaşma gibi alanlarda çalışmalara başlamıştır. Bu çalışmaların sonucu olarak özellikle Avrupa’da ki bazı futbol kulüpleri dernek statüsünden çıkıp şirketleşmiş ve şirketleşmenin bir sonraki adımı olarak ise kulüpler hisse senetlerini halka arz etmişlerdir.

Bu süreç ülkemizde Avrupa’da olduğundan biraz geç olmakla beraber aynı şekilde gözlemlenmiştir. Türkiye’de 1980’li yıllarda Malatya spor ile başlayan şirketleşme çalışmaları, Galatasaray, Beşiktaş, Fenerbahçe ve Trabzonspor gibi büyük kulüplerimizin şirketleşmesi ile devam etmiştir. Farklı modeller benimseyerek şirketleşen bu dört büyük spor kulübü farklı yıllarda hisselerini halka arz etmişlerdir. Her halka arz etme sürecinde olduğu gibi kulüpler hisse senedi satış fiyatının belirlenmesi için bir değerlendirme çalışması yaptırmış ve belirlenen fiyatlar üzerinden satış işlemini gerçekleştirmiştir.

Bu çalışmada halka arz edilen kulüplerden Beşiktaş, Fenerbahçe ve Galatasaray’ın şirketleşme modelleri, halka arz süreçleri, özellikli muhasebe uygulamalarına değinilmiş olup, halka arzda indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılarak yapılan değerlendirme çalışmasının ne derece doğru sonuçlar verdiği ve hisse senetleri için farklı fiyatlar belirlenebilir miydi sorularına cevap aranmıştır.

Anahtar Kelimeler:Futbol kulüpleri, Halka arz, Değerleme, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

ABSTRACT

Master Thesis

Valuation for Turkish Football Clubs in the Process of Initial Public Offer; The Case of Besiktas, Galatasaray and Fenerbahce,

EREN, Mehmet Sinan,

Malatya 2016; X+65

Since the first day people started playing it, soccer has evolved a lot, and has ultimately been the most popular sport in the world. This popularity has created a financial power; soccer is no longer just a game, but an economic sector with revenues and expenditures involving other sectors. Both the sportive and the financial rivalries among soccer clubs have been increasing every day, thus pushing clubs to aim for profit in order to survive. To this end, they have started working on areas such as financial management, budgeting, marketing, and most importantly, institutionalizing. As a result, some soccer clubs, especially in Europe, have lost their "association" status, and have become corporate entities. A second phase of soccer clubs becoming corporations is them offering their shares to public.

This process has been similar in our country, too. Following Malatya Soccer Team's lead in the 80s, many bigger teams such as Galatasaray, Besiktas, Fenerbahçe, and Trabzonspor have become corporations, adopting different models in the process. These four big soccer teams offered their shares to public in different years. As is the case in every public offering, the clubs did some appraisal work on the value of their stocks to determine the sale price beforehand.

This study presents the corporation models of Galatasaray, Fenerbahce, and Besiktas, and their public offerings, especially their accounting processes. It tackles the questions of to what extent the valuation work based on the discounted cash flow method yielded accurate results in the process of public offering, and whether different prices should and/or could have been determined for the stocks.

Keywords: Soccer teams, public offering, valuation, discounted cash flows method

İÇİNDEKİLER

ONAY SAYFASI	ii
ONUR SÖZÜ	iii
BİLDİRİM	iv
ÖZET	v
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	vii
TABLolar LİSTESİ	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ	x
BİRİNCİ BÖLÜM	3
1. FUTBOL SEKTÖRÜNE GENEL BAKIŞ	3
1.1. Dünyada Futbol Sektörü	4
1.2. Türkiye'de Futbol Sektörü.....	6
1.1.1. Türkiye'de Futbol Kulüplerinin Mali Yapıları.....	9
1.1.2. Türkiye'de Futbol Kulüplerinin Hukuki Yapıları	11
İKİNCİ BÖLÜM	13
2. TİCARİLEŞEN FUTBOL SEKTÖRÜNDE FUTBOL KULÜPLERİNİN HALKA ARZI VE DEĞERLEME SÜREÇLERİ	13
2.1 Türkiye'de Futbol Kulüplerinin Şirketleşme ve Halka Arz Çalışmaları	14
2.2. Halka Arzda Değerleme Çalışmaları	19
2.2.1. Futbol Kulüplerinde Değerleme ve Değerlemeyi Etkileyen Faktörler.....	20
2.2.1.1. Futbol Kulüplerinde Entelektüel Sermaye.....	21
2.2.1.2. Futbol Kulüplerinde Muhasebe Uygulamaları ve Özellikli Durumlar	24
2.2.1.2.1. Faaliyetle İlgili Kriterler	25
2.2.1.2.2. Aktif Yapısına İlişkin Kriterler	25
2.2.1.2.3 Pasif Yapısına İlişkin Kriterler.....	25
2.2.1.2.4. Gelir Yapısına İlişkin Kriterler	25
2.2.1.2.5. Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Kriterler	25
2.2.1.2.6 Futbolcu Bonservis Bedelleri ve Ücretlerinin Mali Tablolara Yansıtılmasına İlişkin Kriterler	26
2.2.2. Futbol Kulüpleri İçin Değerleme Yöntemleri	29

2.2.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi.....	34
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	37
3. HALKA ARZDA BEŞİKTAŞ GALATASARAY VE FENERBAHÇE	
KULÜPLERİNİN DEĞERLEMESİ.....	37
3.1. Beşiktaş	38
3.1.1 Halka Arz Öncesi Mali Durum Analizi.....	38
3.1.2 Nakit Akım Tahminleri İçin Varsayımlar	42
3.1.3 İskonto Oranının Hesaplanması	43
3.1.4. Nakit Akım Tahminleri ve Firma Değeri	45
3.1.5 Firma Değeri.....	46
3.2. Galatasaray	46
3.2.1. Halka Arz Öncesi Mali Durum Analizi.....	46
3.2.2. Nakit Akım Tahminleri İçin Varsayımlar	49
3.2.3. İskonto Oranının Hesaplanması	50
3.2.4. Nakit Akım Tahminleri	51
3.2.5 Firma Değeri.....	52
3.3 Fenerbahçe	52
3.3.1 Halka Arz Öncesi Mali Durum Analizi.....	52
3.3.2. Nakit Akım Tahminleri İçin Varsayımlar	56
3.3.3. İskonto Oranının Hesaplanması	58
3.3.4. Nakit Akım Tahminleri	59
3.3.5. Firma Değeri.....	60
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM.....	61
4. SONUÇ	61
KAYNAKÇA.....	65

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Dünyanın En Değerli 15 Futbol Kulübü ve Gelirleri	6
Tablo 2: Beşiktaş Futbol A.Ş Bilançosu (Milyon TL).....	38
Tablo 3: Beşiktaş Futbol A.Ş Gelir Tablosu	41
Tablo 4: Beşiktaş Futbol A.Ş İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu	45
Tablo 5: Galatasaray Sportif A.Ş Bilançosu (Milyon TL).....	46
Tablo 6: Galatasaray Futbol A.Ş Gelir Tablosu.....	48
Tablo 7: Galatasaray Futbol A.Ş İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu	51
Tablo 8: Fenerbahçe Sportif A.Ş Bilançosu (Milyon TL)	52
Tablo 9: Fenerbahçe Sportif A.Ş Gelir Tablosu	55
Tablo 10: Fenerbahçe Sportif A.Ş. İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu.....	59
Tablo 11: Üç Büyük Kulüp İlk Ay Hisse Senedi Performansları	64

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Beşiktaş Kulübü Şirketleşme Modeli.....	15
Şekil 2: Galatasaray Kulübü Şirketleşme Modeli	16
Şekil 3: Fenerbahçe Kulübü Şirketleşme Modeli.....	17
Şekil 4: Fenerbahçe ve Galatasaray Halka Arz Geliri ve Dağıtılan Temettü Oranları Grafığı.....	18
Şekil 5: İndirgenmiş Nakit Akımları Modeli	35
Şekil 6: Fenerbahçe Sportif A.Ş. Nakit Akımları ve Nakit Akım Tahminleri Grafığı	61
Şekil 7: Galatasaray Sportif A.Ş. Nakit Akımları ve Nakit Akım Tahminleri Grafığı	62
Şekil 8: Beşiktaş Futbol A.Ş. Nakit Akımları ve Nakit Akım Tahminleri Grafığı ...	63

GİRİŞ

Sporun insan hayatında ki yeri geçmişten günümüze farklılaşmakta ve büyümektedir. Eskiden bir eğlenme ve vakit geçirme aktivitesi olarak görülürken, bugün sporun sosyal, kültürel, ekonomik yönden yarattığı etkiler dünya üzerinde yaşayan neredeyse tüm bireyleri dolaylı ya da dolaysız bir şekilde ilgilendirmekte hatta etkilemektedir.

Spor dalları arasında yer alan futbolun diğer branşlara üstünlüğü ise tartışılmamaktadır. Yıllar öncesinde yeşil sahalarda birbirlerine üstünlük kurmaya çalışan takımlar ve bu üstünlük kurma mücadelesini izleyen küçük seyirci kitleleri ile kısıtlı olan futbol bugün dünya üzerinde 4 milyardan fazla takipçisi ile en popüler spor dalı olarak gösterilmektedir.

Dünya küreselleştikçe futbolun hayatımızda ki yeri daha da büyümüştür. Özellikle dijital yayıncılığın hızla gelişmesi bu oyunun çok geniş kitleler tarafından izlenip ve takip edilmesine yol açmıştır. Bu durum ise futbolun bir oyundan ziyade büyük bir endüstriye dönüşmesine sebep olmuştur. Futbolun oynanmasına aracılık eden futbol kulüplerinin daha önce ki yıllarda gelirleri sadece bilet satışlarından oluşmakta iken, bugün yayın gelirleri, sponsorluk gelirleri, maç günü gelirleri ve diğer çeşitli gelirler gibi birçok farklı kalemden oluşmakta ve yüksek hâsılatlar elde edilmektedir. Artan gelirler ile pazarda ki rekabette artmış kulüpler başarıyı yakalamak için daha yüksek miktarlarda harcamalar yapmaya başlamıştır. Özellikle futbolcu maliyetlerinde oluşan dramatik artış bazı kulüplerin karşılayamayacağı seviyelere yükselmiştir. Artan fon ihtiyacı futbol kulüplerini çeşitli arayışlar içine sokmuştur. Bazı kulüpler yüksek miktarlarda borçlanmış, bazı kulüpler yüksek sermayeli iş adamlarına satılmış, bazıları ise halka arz edilmiştir.

Halka arz ilk aşamada halka arza konu alan şirkete fon girişi sağlarken sonraki dönemlerde kurumsal yönetim, şeffaflık, yaygın tanıtım gibi çeşitli etkiler sağlamaktadır. Futbol kulüplerinde halka arz 1983 yılında İngiltere'nin Tottenham Hotspur takımı başlamıştır. O yıllardan günümüze birçok futbol kulübü halka arz edilmiş, bu halka arz hareketlerinin bazıları başarı bazıları ise başarısızlıklar ile sonuçlanmıştır. Ülkemizde ise futbol kulüplerinden dört büyükler diye adlandırılan Beşiktaş, Fenerbahçe, Galatasaray ve Trabzonspor halka arz edilmiştir.

Halka arz edilen kurumların ve yatırımcıların haksız bir maddi ve manevi kaybı ya da kazancı olmaması için aracı kurumlar halka arz sürecini yönetip, her iki tarafında haklarını korumakla yükümlüdürler. Bu yükümlülüklerden bir tanesi de halka arzda tespit edilecek hisse senedi fiyatıdır. Hisse senedi fiyatının düşük saptanması yatırımcılara kısa dönemde anormal getiri sağlayabilecekken, fiyatın yüksek olması ise satılan hisse senetleri üzerinden yatırımcıların kayba uğramasına sebep olabilmektedir. Halka arz edilen şirketler tarafından bakıldığında ise düşük fiyatlama fon kaybına yüksek fiyatlama ise hisse senetlerinin satılmaması sonucunu ortaya çıkarmaktadır.

Bu çalışma, hisseleri halka arz edilen Fenerbahçe, Galatasaray ve Beşiktaş'ın halka arzında tespit edilen hisse senedi fiyatlarının doğrulunu ölçmeye, hisse senedi fiyatlarının yanlış tespit edilmesi ihtimalinde alternatif fiyatlar geliştirmeye amaçlayarak bundan sonra hisseleri halka arz edilecek kulüpler için bir model oluşturmayı amaçlamaktadır.

Dört bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde sürekli değişip gelişen futbol sektörüne genel bir bakış yapılmıştır. Dünyada ve ülkemizde futbolun ekonomik boyutu örneklerle açıklanmıştır.

İkinci bölümde değişip gelişen futbol endüstrisine futbol kulüplerinin ayak uydurma çabaları kapsamında futbol kulüplerinin şirketleşme ve halka arz süreçleri anlatılmıştır. Halka arz sürecinde değerlemenin önemine değinilmiş ve futbol kulüplerinde doğru bir değerlendirme çalışması yapabilmek için özellikli durumlara değinilmiştir. Bunların dışında değerlendirme için kullanılan yöntemlerden bahsedilip, futbol sektörü için en uygun olanı tespit edilmeye çalışılmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ülkemizde ki futbol kulüplerinden Galatasaray, Fenerbahçe ve Beşiktaş'ın halka arz edildikleri yıllar için indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılarak değerlendirme çalışması yapılmıştır. Bunun dışında, değerlendirme çalışmasında tahmin edilen nakit akımları, gerçekleşen nakit akımları ile karşılaştırılıp ortaya çıkan beklenmedik farkların sebebi araştırılmıştır.

Sonuç bölümünde ise halka arzda belirlenen hisse senedi fiyatlarının ilk gün, ilk hafta ve ilk ay performanslarına değinilip, yapılan değerlendirme çalışması üzerinden alternatif hisse senedi fiyatı belirlenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FUTBOL SEKTÖRÜNE GENEL BAKIŞ

Sporun insanlıkla yaşıt olduğu varsayılmaktadır. Eski tarihlerde, yaşanan savaşların genel olarak beden gücüne dayalı olması, beden kültürünün yani fiziksel gücün önem kazanmasına sebep olmuştur. Zaten insanın yaradılışında mevcut olan “rakibine üstünlük kurma duygusu” ve “beden kültürünün” önemi birleşince spor eski toplumlarda çok önemli bir yer edinmiştir. Günümüzün modern ve hızlı yaşam koşullarında da sporsuz hayat sağlıksız hayat ile eşdeğer görülmektedir. Yaşam standartlarının yükselmesi, tüm dünyada sportif aktivitelere ilgi ve katılımı da artırmıştır. Spor, insanları ve toplumları aynı anda bir araya getirebilen büyük bir güce sahip olmuştur. Bu özelliği ile sosyal yaşam üzerinde büyük bir etki oluşturmuş ve popüler bir kavram haline gelmiştir. Sporun büyük bir endüstriye dönüşmesinin altında da 'toplumsal gücü' yatmaktadır. Özellikle bazı branşlarda bu toplumsal güç ticarileşerek büyük kitleleri etkisi altına almıştır. Bu branşlardan en önemlisi ise şüphesiz futboldur.

Topa benzeyen bir şeklin peşinde koşan insanların tarihi milattan önce 2000’li yıllara kadar gitse de modern futbolun temelleri 19. yüzyılın ikinci yarısında İngilizler tarafından atılmıştır. O günlerden bu zamana kadar sürekli bir değişim ve gelişim içerisinde gelen bu oyun günümüzde hiç şüphesiz dünya üzerinde en yaygın olarak; oynanılan, izlenen ve takip edilen takım sporu haline gelmiştir. Dünya Kupası, Avrupa Kupası, Şampiyonlar Ligi, UEFA Avrupa Ligi gibi uluslararası organizasyonlar ve ulusal ligler ile milyarlarca insanın takip ettiği futbol, her geçen gün daha çok insan hayatına girmektedir.

Futbol, bazen “içinde bulunduğu toplumları uyutma ve oyalama aracı” bazense “küreselleşmenin ilk örneği” olarak tanımlanmıştır. Fakat herhangi bir oyunun ötesinde pek çok şeyle ilişkilendirilebilen, insanlara eğlence, güç, üzüntü, sevinç ve hepsinden öte kendi kimliklerini bulabildikleri bir dünyanın anahtarını sunmaktadır. Futbol sadece kimliklerin oluşmasına katkıda bulunmayıp, aynı zamanda farklı sosyal kimliklerin karşılaşmasına ve birbirlerinden etkilenmesine de aracı olmaktadır. Bu açıdan farklı ülkelerin birbirleri ile oynadıkları milli maçlar ve diğer kulüp takımlarının kupa mücadeleleri küresel bir dünya kültürünün yaratılmasına

vesile olur. 2014 yılında Brezilya’da düzenlenen Dünya Kupası bu durumun en bariz örneklerindedir. Organizasyon boyunca ev sahibi ülke sayısız farklı ülkelerden olmak üzere 3 milyondan fazla taraftarı ağırlamış, oynanan final maçı dünya çapında yüzlerce ülkede 1 milyarı aşkın insan tarafından canlı yayında takip edilmiştir.

1.1.Dünyada Futbol Sektörü

Spor kelimesi Latince olup zaman geçirmek ve oyalanmak anlamına gelmektedir. Öyle ki hızla popülaritesi artan bazı spor dalları, çok büyük bir ekonomik olguya dönüşmüş ve spor için yapılan tanımlama “profesyonel ve amatör takımların, liglerin ve organizasyonların bulunduğu, bu organizasyon içinde spor aktivitelerini gerçekleştiren, yöneten ve spor takımlarına sahip olan şirketlerin bulunduğu bir piyasa” halini almıştır¹.Futbol da diğer tüm spor branşları gibi öncelerde bir zaman geçirme aracı olarak görülse de günümüzde popüler kültürün önemli bir ögesi haline gelmiş, sadece bir oyun olmaktan çıkıp bir sektör halini almıştır. Günümüz de Birleşmiş Milletlere üye olan ülke sayısı 193 iken FIFA’nın üye sayısı 209’a ulaşmıştır. Futbolu dünya üzerinde yaklaşık 250 milyon kişinin aktif olarak oynadığı, 4 milyardan fazla kişinin de bu spor dalı ile bir şekilde ilgilendiği bilinmektedir.² Yine 2014 Dünya Kupası bu sektörün yarattığı ekonomik gerçekliğe güzel bir örnektir. Turnuvaya hazırlık için geçen süreçte 14 milyonu aşkın insan çeşitli işlerde istihdam edilmiş ve turnuva süresince sadece stadyumlarda 3 milyondan fazla yiyecek-içecek satış işlemi gerçekleşmiştir. Ev sahibi ülke sadece bir ay süren bu organizasyondan yaklaşık 7,2 milyar dolar gelir elde etmiştir³.

Ekonomik bir çerçeveden baktığımızda, futbol ve futbol kulüpleri birer ürün, oyunun oynanmasına aracılık eden futbolcular birer pazarlama aracı, taraftarlar ise birer müşteri olarak tanımlanabilir. İnan futbol kulüpleriyle ilgi yaptığı bir çalışmada “futbol, gelişen ve değişen koşulların sonucunda, nitelik ve içerik olarak ciddi bir evrimsel süreç geçirmiş; alınıp satılan bir meta haline gelmiştir.

¹ Kızıltepe, Musa, “Futbol Kulüpleri İçin Değerleme Çerçevesi”, Ankara Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, Spormetre Beden Eğitimi Spor Bilimleri Dergisi, 2012, 10 (3), S. 77-88

² Sultanoğlu, Banu, Hisseleri Halka Arz Edilen Türk Futbol Kulüplerinin Mali Tablolarının Türkiye Muhasebe Standartları Çerçevesinde İncelenmesi (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Başkent Üniversitesi, İşletme Bölümü, Ankara(TR), 2008.

³ www.fifa.com (17.11.2015)

Bunun parasal anlamı ise; tüm dünya genelinde yaklaşık 500 milyar dolara yaklaşan devasa cirosudur” demiştir⁴.

Futbol kulüpleri tesislere, futbolculara, altyapılara yatırım yaparken, maç yayınlarından futbolcu satışlarından reklam ve sponsorluk anlaşmalarından, ürün satışlarından gelir elde etmektedir. 2013-2014 yılında sadece Avrupa’da, pazar gelirleri diğer birçok sektörle karşılaştırıldığında çok daha yüksek bir ivmeyle büyüyerek 20 milyar dolar seviyesine ulaşmış olup 2015-2016 yılları için bu rakamın 25 milyar doları aşması beklenmektedir⁵.

Değişip gelişen bu ekonomik yapı ile birlikte futbol kulüplerinde de paralel değişiklikler meydana gelmiştir. Eskiden kâr amacı gütmeyen kulüpler, sportif başarının yanında kâr amacı gütmeye başlamış, bu çerçevede profesyonel yönetim, finans yönetimi, bütçeleme, pazarlama gibi konulara eğilim artmıştır⁶. Özellikle rekabetin en hızlı yaşandığı ve pazarın en geniş olduğu Avrupa’nın beş ülkesinde (Almanya, İngiltere, Fransa, İtalya ve İspanya) bu durumun önemi daha çok vurgulanmıştır. 2015 yılında dünya genelinde 20 milyar dolar seviyesine ulaşan futbol gelirlerinin yaklaşık %50’lik kısmı bu beş büyük ligden oluşmaktadır. Netice olarak söz konusu ligler ve bu liglerde boy gösteren futbol kulüpleri dünyanın en değerli ligleri ve kulüpleri sıralamasında son yıllarda dramatik bir büyüme gösterip üst sıralara yerleşmiştir.

Futbol otoriteleri ve ekonomi çevreleri tarafından dünyanın en değerli kulüpleri olarak gösterilen 15 kulübün gelirleri 2015 yılı itibariyle 7,5 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır.

⁴ İnan, Tuğbay, Türkiye’deki Futbol Kulüplerinin Gişe Gelirlerini Arttırmaya Yönelik Uygulamalarının İncelenmesi (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Çukurova Üniversitesi, Adana(TR), 2007.

⁵Deloitte, “Annual Report of Football Finance”, 2015.

⁶Dimitropoulos, Panagiotis, The Financial Performance of theGreek Football Clubs, Sport Management International Journal, 2010, 6-1. 1, ss. 5-27

Tablo 1: Dünyanın En Değerli 15 Futbol Kulübü ve Gelirleri

No	Kulüp	Kulüp Değeri (Milyar Dolar)	Gelir (Milyon Dolar)
1	Real Madrid	3,26	746
2	FC Barcelona	3,16	657
3	Manchester United	3,1	703
4	Bayern Münih	2,35	661
5	Manchester City	1,38	562
6	Chelsea	1,37	526
7	Arsenal	1,31	487
8	Liverpool	0,982	415
9	Juventus	0,837	379
10	Milan	0,775	339
11	Borussia Dortmund	0,700	355
12	Paris Saint-Germain	0,634	643
13	Tottenham Hotspur	0,600	293
14	FC Schalke 04	0,572	290
15	Inter Milan	0,439	222

Kaynak: www.forbes.com (19.11.2015)

Futbolun endüstrileşmesi ile beraber kulüp yönetimlerinde bütçeleme, pazarlama, finansal yönetim, marka değeri, profesyonel rekabet anlayışı, hukuksal yaklaşım ve kurumsallık gibi kavramlar öne çıkmaya başlamıştır. Diğer yandan kontrolsüz bir şekilde büyüyen futbol sektörü ile beraber oyunun sosyal ve duygusal yönleri de göz ardı edilmeye başlanmıştır. Giderek futbolun tüketiciye yönelik bir anlayışla sunulması, taraftarlar ve kulüplerin yeni bir ilişki kalıbı içinde yer almasına neden olmuştur.

1.2. Türkiye'de Futbol Sektörü

Ülkemizde 19. yüzyılın son yarısında yaygınlaşmaya başlayan futbol, 20. yüzyılın başlarında Beşiktaş Galatasaray ve Fenerbahçe gibi kulüplerin kurulması ile yerel ligler bazında oynanmaya başlanmıştır. Cumhuriyetin ilanı ile beraber Uluslararası Futbol Federasyonları Birliği(FIFA) üyesi olan Türkiye 1959 yılında profesyonelliğe geçişi sağlamış ve kendi ligini kurmuştur. Dünyada her geçen gün

popülaritesi yükselen bu oyun, ülkemizde de milyonlarca insanı peşinden sürüklemeye devam etmektedir.

Gençlik ve Spor Bakanlığı mevzuatı uyarınca ülkemizde spor kulüpleri dernekler kanuna göre teşekkül eder. Türkiye’de bakanlık tarafından kabul edilen tek profesyonel spor dalı futboldur ve dernekler sadece futbol branşı için şirketleşebilmekte veya futbol branşı şirketlere devredilebilmektedir. Dernek veya şirket şeklinde oluşan tüm futbol kulüpleri, ülkemizde futbolu yönetmede tek ve özerk bir organ olan Türkiye Futbol Federasyon’una(TFF) bağlıdır. TFF kontrolü altında birçok lig ve turnuva mevcut olup bunların en önemlisi şüphesiz Süper Lig’dir.

Türkiye Süper Liginde oynayan 500’ü aşkın futbolcu bulunmaktadır. Sadece bu futbolcuların 2015 yılı tahmini bonservis bedelleri baz alındığında 1 milyar Euro’ya yakın bir süper lig değeri tespit edilmektedir.⁷

Türkiye futbol liglerinin pazar gelirleri de Avrupa’ya benzer olarak; TV yayın gelirleri, sponsor gelirleri, tribün gelirleri, ürün satışları gibi kalemlerden oluşmaktadır. 2000 ila 2006 yılları arasında Avrupa’ya oranla daha hızlı bir ivmeyle büyüyen Türkiye Süper Lig Gelirleri 524 milyon Euro ya ulaşmış, Avrupa’da ki futbol pazar gelirleri pastasından %3,5 pay almıştır.⁸ Sonraki yıllarda sadece yayın gelirlerindeki büyümenin %100’lere vardığı düşünülürse, Türkiye liglerinin yıllık 600-700 milyon euro gelir yarattığı, Avrupa pazarındaki payının %4,5-5 aralığında olduğu ve Avrupa’nın 5 büyük liginden sonra önemli bir noktada olduğu söylenebilir.

Futbol ekonomisti Akşar ülkemizde futbolun geldiği noktayla ilgili Geniş Açık dergisine verdiği bir röportajda şöyle demiştir:

“Türkiye futbol olarak, parasal gelir yaratma bakımından da Avrupa’nın önemli liglerinden birisi haline geldi. Diğer taraftan, lojistik olarak Avrupa’ya yakın olması da çok önemli. Şampiyonlar Ligi’nde takımlarımızın oynuyor olması, Türkiye’yi futbolda çekim merkezi haline getirdi. Tabii ki futbol kulüplerimizin gelirleri artınca bunun doğal yansıması başta futbol çevresine oldu. Statlar yenilendi, yeni statlar inşa edildi. Koltuk başına katma değer 90’lı yıllardan önce bir maç gününde sezon boyunca yaklaşık 50 ila 100 Euro arasında gelir aratırken, bugün koltuk başına hasılat 1.500 Euro’ya varan maç günü geliri yaratan statlar olduğunu görüyoruz. Futbol kulüplerinin gelirlerinin artmasının yanı sıra futbola olan ilgi

⁷Akşar, Tuğrul “Futbol Ekonomisi Nereye Gidiyor?”, Geniş Açık Dergisi, Nisan, 2015, S. 8.

⁸Gürel YMM ve Bağımsız Denetim A.Ş., “Spor Şirketlerinin Yapısal ve Finansal Karşılaştırmalı Analizi”, www.vergikilavuzu.com, (19.11.2015).

de çok arttı. En son 2014 yılında Brezilya’da yayınlanan Dünya Kupası yaklaşık 200’e yakın ülkede yayınlandı ve televizyon saati itibarıyla da 6 milyar insan bu görüntüleri izledi. Naklen yayın hakları ve sponsorluk gelirleri inanılmaz noktalara vardı. Futbol bugün bu anlamda diğer ürünleri pazarlayan, çok önemli pazar geliri yaratan, sadece spor olmaktan çıkmış, görsel endüstriye dönüşmüş, ciddi ölçüde siyaseti, günlük yaşamı etkileyen bir noktaya geldi.”⁹

Gelişen ve değişen bu ekonomik büyüklük Türk Futbol Kulüplerinin neredeyse tamamı için bazı problemleri de beraberinde getirmiştir. Ülkemizde kulüplerin yönetimlerinde halen geleneksel yapının getirdiği yöntemler uygulanmakta, kurumsallık ikinci planda kalmaktadır. Bugün kulüplerimizin birçoğunda pazarlamadan futbolcu transferlerine, finansal yönetimden insan kaynaklarına kadar birçok faaliyet kulüp başkanları ve yönetimlerden birkaç kişi tarafından devam ettirilmektedir. Yönetimler ise profesyonellikten uzak kulüp kaynaklarını yüksek düzeyde temin eden iş adamı nitelikli kişilerden oluşmaktadır. Kişilere endeksli bu yapı ve kurumsallıktan uzak yönetim anlayışı yüksek rekabet sonucu artan futbolcu ve teknik heyet maliyetleri için zaten yetersiz olan kulüp kaynaklarının yanlış kullanılmasına sebep olmuş ve birçok kulübümüz borç batağı içine sürüklemiştir.

Türkiye’de de futbolun tarihsel gelişiminin başlangıcında maçlarda seyirciler arasında güçlü bir ayrım olmadığı bilinmektedir.¹⁰ Fakat günümüzde futbola olan ilgi ülkemizde çok yüksek seviyelerde olup, hemen her birey bir kulübün ya da takımın taraftarıdır. Diğer taraftan, yanlış biletleme uygulamaları, hatalı veya eksik pazarlama stratejileri, saha içi ve saha dışı şiddet olayları bu büyük kitleleri stadyumlardan uzakta tutmakta tribün doluluk oranları düşük kalmaktadır. Bu da maç günü stadyum ve gişe gelirlerinin Avrupa’ya oranla düşük kalmasına sebep olmaktadır.

Ülkemizde zengin bir yetenek havuzu olmasına rağmen altyapılara yeterli yatırım yapılmamakta ve bunun sonucu olarak nitelikli futbolcu yetişmemektedir. Yurt dışında yaşayan belli sayıda ki gurbetçi vatandaşlarımız arasından birçok kaliteli ve yıldız futbolcu yetişirken ülkemizde bu sayı çok düşük kalmıştır. Bu durum arz talep eğrisinde bir dengesizlik yaratmış ve futbolcu maliyetlerini yüksek seviyelere çıkartmıştır.

⁹Akşar, Tuğrul “Futbol Ekonomisi Nereye Gidiyor?”, Geniş Açı Dergisi, Nisan, 2015, S. 8.

¹⁰Hünerli, Selçuk, “Türkiye’de Futbol İktidarı ve Fanatizmin Karikatürlere Yansıması”, Atatürk Üniversitesi Güzel Sanatlar Fakültesi, Sanat Dergisi, Sayı:19, Mayıs, 2011, S. 97-107

Öte yandan, ülkemizde futbol piyasasının yaklaşık %50'lik payını sadece dört büyük kulüp olan Fenerbahçe, Galatasaray, Beşiktaş ve Trabzonspor oluşturmaktadır. Geriye kalan %50'lik pay ise diğer kulüplere aittir. Buradan çıkarılacak sonuç, Türkiye'de sadece dört büyük kulübün hâkimiyetinde bir lig bulunması ve sağlam bir rekabet ortamı olmamasıdır.¹¹ Türkiye'deki futbol örgütlenmesinin öncüleri olarak federasyonun oluşumundan, naklen yayın gelirlerine ve medyadaki ağırlıklarına kadar pek çok alanda belirleyiciliği olan dört büyük kulübün etkinliği, futbol iktidarının olduğu her alanda sürmeye devam etmektedir. Bu da, Türk futbolunun Avrupa'da ki 5 büyük ligden geri kalmasına en büyük sebep olarak gösterilmektedir.

1.1.1. Türkiye'de Futbol Kulüplerinin Mali Yapıları

Kulüplerin varlık ve kaynak yapılarını diğer işletmeler ile karşılaştırdığımızda hem benzerlikler hem de farklı noktalar göze çarpmaktadır. Varlıkları iki başlık altında inceleyebiliriz; somut ve somut olmayan unsurlar. Somut varlıklar spor salonları, stadyumlar, altyapı tesisleri idman sahaları gibi her türlü taşınır veya taşınmazlardan oluşurken, somut olmayan unsurlar ise; isim hakları, yayın hakları, futbolcu lisansları, kulüp lisansları, sponsorluk sözleşmelerinden oluşmaktadır ki bu kalemler bir kulübü bir işletmeden ayıran en temel varlıklardır. Öte yandan kaynaklar, herhangi bir işletmeden farksız olarak para ve sermaye piyasalarından yapılacak borçlanmalar, öz sermaye, faaliyet kârları ve varsa çeşitli devlet teşviklerinden oluşmaktadır.¹²

Futbol oyununun giderek endüstriyelmesi ile beraber gelirler sadece maç günü bilet satışları ve stadyum gelirleri olmaktan çıkmış, yayın hakları, reklam anlaşmaları, isim hakları, ürün satışları, mal varlığı gelirleri, menkul kıymet gelirleri, futbolcu satışları gibi unsurlar kulüp gelirlerinde giderek yükselen kalemler haline gelmiştir. Hatta 2014 yılında hazırlanan Deloitte futbol para ligi araştırmasına göre Avrupa'nın en çok gelir elde eden yirmi kulübünün neredeyse tamamında maç günü gelirlerinin yüzdesi düşmüş, yayın gelirleri ve reklam sponsorluk gelirlerinin toplam gelirler içinde ki payı ortalama %80'lere kadar yükselmiştir.

¹¹ Ulagay, Alp, "İşte Türk Futbol Endüstrisi", Hürriyet, 28.01.2006

¹² Kızıltepe, 2012, S. 77-88

Ülkemizde futbol kulüplerinin birçoğunun dernek statüsünde olması sebebiyle üye ve aidat gelirleri, yapılan bağış ve yardımlar da diğer gelirler olarak sayılabilmektedir. Nitekim Kurumlar Vergisi Kanununun 10. Maddesinin c bendine göre kamu yararına çalışan derneklere yapılan bağış ve yardımların kurum kazancının %5'ine kadar olan kısmının kurum kazancından indirim konusu yapılabilmektedir.

Bunların hepsinin yanında kulüplerinin sportif başarıları ile gelir düzeyleri arasında pozitif ve güçlü bir kolerasyon vardır. Sportif başarının sağlayacağı gelir artışlarını, herhangi bir finansal yönetim ya da pazarlama hamleleriyle sağlamak neredeyse imkânsızdır. Tersine şekilde olası bir başarısızlık gelir düzeyinde negatif bir eğilim meydana getirmekte ve bu durum futbolcu değerlerine yansiyacak kadar ciddi düzeylere ulaşabilmektedir.¹³ Futbol kulüplerinin, finansal başarılarını sportif başarılarla, ardından sportif başarılarını tekrar finansal başarılarla dönüştürüp, bunu bir döngü haline getirmeleri gerekmektedir.

Diğer yandan, futbolcu, teknik ekip ücretleri, genel yönetim giderleri ve altyapı harcamaları, maç giderleri, stadyum giderleri, UEFA ve Federasyon giderleri oluşturmakta ve şüphesiz futbolcu ve teknik ekip ücretleri en büyük gider kalemi olarak yer almaktadır.

Çalışmanın konusu olan üç büyük kulübün gelirleri de sponsorluk, isim hakkı, reklam gelirleri, yayın gelirleri, stadyum gelirleri ve futbolcu satış ve kiralama gelirlerinden oluşmaktadır. Mayıs 2015 tarihli gelir tablosuna göre Galatasaray, Fenerbahçe ve Beşiktaş kulübü sırasıyla 349 milyon, 317 milyon ve 222 milyon TL gelir açıklamışken bu gelirlerin çok büyük kısmını yayın gelirleri ve reklam, isim hakkı ve sponsorluk gelirleri oluşturmaktadır. Giderler ise yine sırasıyla 420 milyon, 393 milyon ve 264 milyon TL olup, üç kulüp içinde %50'den fazlası futbolcu ve teknik ekip ücretlerinden oluşmaktadır. 2015 yılında 3 kulüpte zarar açıklamıştır.

Futbol kulüplerinin öz kaynakları ise genel itibarıyla sınırlı ve düşük olarak izlenmiştir. Sermaye, kulüp yönetim ve üyeleri tarafından gönüllülük esasıyla oluşturulmuştur. Fakat futbolun dünya çapında artan popülaritesi bazı milyarder işadamlarının bu sektörle yakından ilgilenmesine ve yatırım yapmasına sebep olmuştur. Nitekim 2000'li yıllardan sonra Rusya, Amerika ve Arap sermayesinin bazı futbol kulüplerini satın alması sıkça görülen bir durum haline almıştır. Öte

¹³ Kızıltepe, 2012, S. 77-88

yandan sermayenin futbolla olan ilişkisi özellikle bazı ülkelerde daha eski tarihlere dayanmaktadır. Örneğin, Juventus kulübü 1920'li yıllarda Fiat markası tarafından satın alınmışken, Bayer Leverkusen kulübü 1904 yılında ünlü ilaç firması Bayer tarafından kurulmuştur.

1.1.2. Türkiye'de Futbol Kulüplerinin Hukuki Yapıları

Kulüplerin mali başarı olmadan sportif başarı elde edemeyecekleri, en azından sportif başarılarını sürdürülebilir kılamayacakları çok net olarak ortadadır. Tek başına sportif başarının da mali başarıya ulaşmaya yetmeyeceği bir başka gerçektir. Galatasaray'ın 1996-2000 yılları arasında dört kez Türkiye şampiyonluğu yaşamasına ve 2000 yılında hem UEFA Kupası'nı hem de Süper Kupa'yı almasına rağmen, takip eden dönemde kulübün yaşadığı sıkıntılar bu durumun açık örneği olarak karşımızda durmaktadır. Rekabetin hızla arttığı bu piyasada ayakta kalabilmek, mali başarıyı yakalayabilmek, uluslararası alanda profesyonelleşme, kurumsallaşma ve gelir kaynaklarının artırılması amaçları, kulüpleri şirketleşmeye itmektedir.

Avrupa'ya bakıldığında şirketleşmenin İngiltere ve Fransa dışında istenilen düzeye ulaşmadığı görülmektedir. Almanya, İtalya ve İspanya da ki kulüplerin birçoğu faaliyetlerine dernek statüsünde devam etmektedir. Bu liglerde ki bazı kulüpler ise mevcut olan derneklere ek olarak çeşitli şirketler açıp kulübe ek gelir sağlamaya çalışmışlardır. Kulüplerin dernek yapısını bozmama çabalarına etki eden en önemli faktörlerin ise geleneksel yapıyı koruma ve milliyetçi kültürün olduğu söylenmektedir.¹⁴

Türkiye'de futbol kulüplerinin tamamına yakını hukuki olarak dernek ve bazıları kamu yararına çalışan dernek statüsünde faaliyetlerini sürdürmektedir.

Bir kulübün dernek veya şirket olarak yönetiminin çeşitli avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Her şeyden önce dernek statüsündeki kulüpler birçok vergisel avantajdan faydalanmaktadır. KDV istisnası, Damga vergisi istisnası, Emlak vergisi muafiyeti, Gümrük vergisi muafiyeti bunlardan bazılarıdır. Bunların dışında kamu yararına çalışan derneklere yapılan bağış ve yardımlar yukarıda bahsedildiği üzere gelir vergisi ve kurumlar vergisinden indirim konusu yapılabilmektedir. Diğer

¹⁴ Sultanoğlu, 2008, s. 14-28.

yandan dernek yapısı ile yüksek bütçelerin yönetimi gayet zor olmakla birlikte bu yapı kulüpleri ticari faaliyetlerden de alıkoymaktadır.

Şirket statüsünde faaliyet gösteren kulüpler ise kurumsallaşma ve profesyonel yönetim anlamında daha hızlı yol kat edebilmektedirler. Bunun yanında şirketlerin kredibilitesi derneklere göre genel anlamda yüksek olup, halka arz gibi değişik yöntemler ile fon bulma imkânları daha da fazladır. Her ne kadar vergisel avantajlardan bir dernek kadar yararlanamasa da şirketler ticari faaliyette bulunma ve markalaşma açısından önemli avantajlar da sağlamaktadır.

Türkiye’de Malatyaspor ile başlayan şirketleşme süreci Çanakkale, Karşıyaka, Adanaspor, Fenerbahçe, Galatasaray Beşiktaş ve Trabzonspor ile devam etmiştir. Farklı yöntemler kullanarak şirketleşen bu kulüplerin bazıları günümüzde tasfiye edilmiş olup 4 büyük kulüp(Fenerbahçe, Galatasaray, Beşiktaş ve Trabzonspor) ise artan fon ihtiyaçlarını karşılamak için hisselerini halka arz etmiştir. Bu kulüpler halen halka açık bir yapıda olup, hisse senetleri menkul kıymetler borsasında alınıp satılmaktadır.

Şirketleşmenin ne kadar doğru bir karar olup olmadığı günümüzde hala süregelen bir tartışma konusu olarak gündemde ki yerine korumaya devam ede dursun, çalışmanın konusu halka açılan üç büyük spor kulübünün şirketleşme süreçleri, halka açılma modellerini ve halka açılmada değerlendirme süreçlerini kapsamaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

2. TİCARİLEŞEN FUTBOL SEKTÖRÜNDE FUTBOL KULÜPLERİNİN HALKA ARZI VE DEĞERLEME SÜREÇLERİ

Halka arz şirketlerin hisse senetlerini önceden bilinmeyen ve çok sayıda olan kurumsal ya da bireysel yatırımcılara çağrı ve ilan yoluyla satılması olarak tanımlanmaktadır¹⁵. Halka arzın kaynak ihtiyacının karşılanması, ortaklara likidite sağlanması, itibar görme, yaygın tanıtım ve kurumsal yönetim tesisi gibi çok çeşitli faydaları bulunmaktadır. Diğer yandan halka arzın bir şirkete sağlayacağı faydaların yanında çeşitli dezavantajları da bulunmaktadır. Katılan yeni hissedarlar sebebiyle kârın paylaşımı, açıklama zorunlulukları dolayısıyla gizliliğin kaybı, raporlama ve denetim sorumluluğu, söz sahibi yeni ortaklar, halka açılma maliyetleri ve yatırımcı şikâyetleri nedeniyle ortaya çıkan yasal takipler bunlardan en önemlileridir.

Dünyanın birçok futbol kulübü halka arz yoluyla önemli edinimler elde etmiştir. Örneğin; İtalya'nın Roma ve Lazio takımları halka açıldıkları yıl kazandıkları paralar ile büyük yatırımlar yapıp şampiyon olmuşlardır.¹⁶ Bunun dışında, halka arz edilen futbol kulüplerinin büyük bir kısmının sportif anlamda uluslararası liglerde halka arz öncesine göre daha iyi performans gösterdikleri ayrıca saptanmıştır¹⁷. Fakat halka arz doğru yönetilmediği süreçte olumsuz sonuçlar da yaratabilmektedir. Nitekim 2000 yılından sonra Leeds United, Chelsea, Bolton Wanderes, Sunderland'in aralarında bulunduğu birçok İngiliz kulübü ana ortaklığın değişmesi ve borsada gösterilen kötü performans gibi sebepler yüzünden hisselerini borsadan geri çekmişlerdir. Kısa dönemde halka arz, çoğu futbol kulübü açısından büyük gelir kaynağı olsa da, uzun vadede öngörülen kârlılığın elde edilememesi, birçok kulübün de elde ettiği gelirleri pahalı transferler ve yüksek futbolcu ücretleri için kullanması, dağıtılacak temettüleri etkilemiş ve böylece halka açılma futbol kulüpleri arasında yavaş yavaş popülerliğini yitirmiştir.¹⁸ Bir zamanlar 27 tane

¹⁵ www.spk.gov.tr, 15.12.2015

¹⁶Sevim, Şerafettin, Ömer Zafer Güven, "Spor Kulüplerinin Halka Açılması ve Hisse Senetlerinin Değerini Etkileyen Faktörlerin Analizi: Beşiktaş ve Galatasaray Örneği", Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2002, 4 (7), s.113-128.

¹⁷Baur, Dirk. G, McKeating, Conon, "The Benefits of financialmarkets: A case of europeanfootball", DCU Business School ResearchPaper Series, 2009, s. 2-21

¹⁸ Sultanoğlu, 2008, s. 14-28.

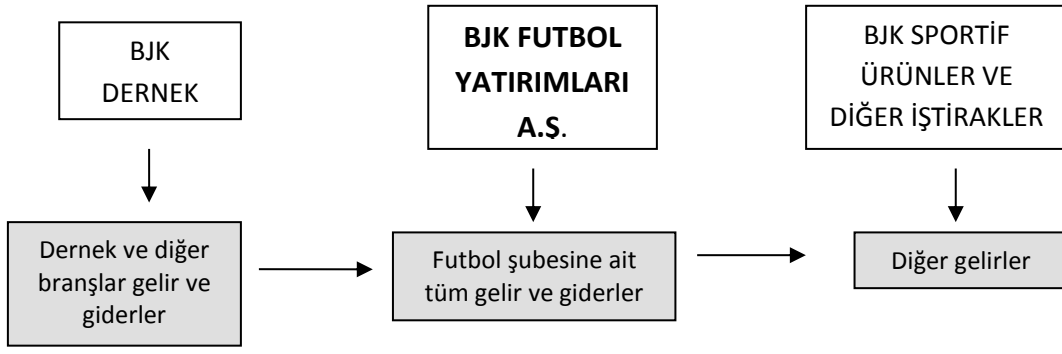
kulübün halka arz edildiği futbolun beşiği İngiltere’de hali hazırda hisseleri borsalarda işlem gören sadece dört kulüp bulunmaktadır (Birmingham City, Manchester United ve Arsenal).

2.1 Türkiye’de Futbol Kulüplerinin Şirketleşme ve Halka Arz Çalışmaları

Türkiye’deki spor kulüplerinin halka açılmasının en önemli sebebi ise fon ihtiyacıdır. Bunun dışında spor kulüplerinin halka açılma vasıtasıyla yatırımcının ilk kez farklı bir sektörde yatırım yapması ve bu halka açılmaların diğer spor kulüplerine bir örnek teşkil eder nitelikte olması ülkemizde spor kulüplerinin halka arzında önem arz eden noktalardır.

Türkiye’de hisseleri halka arz edilmiş dört futbol kulübü bulunmaktadır. Bunlar Galatasaray(GS), Fenerbahçe(FB), Beşiktaş(BJK) ve Trabzonspor’dur(TS). Fakat Trabzonspor’un halka arz öncesi mali verilerine ulaşamamasından dolayı bu çalışmada Beşiktaş, Galatasaray ve Fenerbahçe kulüplerinin halka arz süreçleri incelenip, bu kulüpler için alternatif değerlendirme çalışmaları yapılacaktır. Ülkemizin üç büyük kulübünü göz önüne aldığımız zaman BJK’ nün FB ve GS’ ya göre farklı bir şirketleşme ve halka arz yöntemi kullandığını söyleyebiliriz.

Beşiktaş, 1995 yılında Beşiktaş Jimnastik Kulübü Spor Malzemeleri ve Spor Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş.’ni kurmuştur. 2000 yılında, halka arz çalışmalarının bir sonucu olarak şirket Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş ismini almıştır. Şirket, öncesinde İngilizler tarafından sıkça kullanan modeli benimseyerek, 2002 yılında imzalanan sözleşme gereği BJK bünyesinde ki futbol şubesinin tüm gelir ve giderlerinin, marka ve kullanım haklarının, aktif ve pasiflerin tek başına sahibi olmuştur.



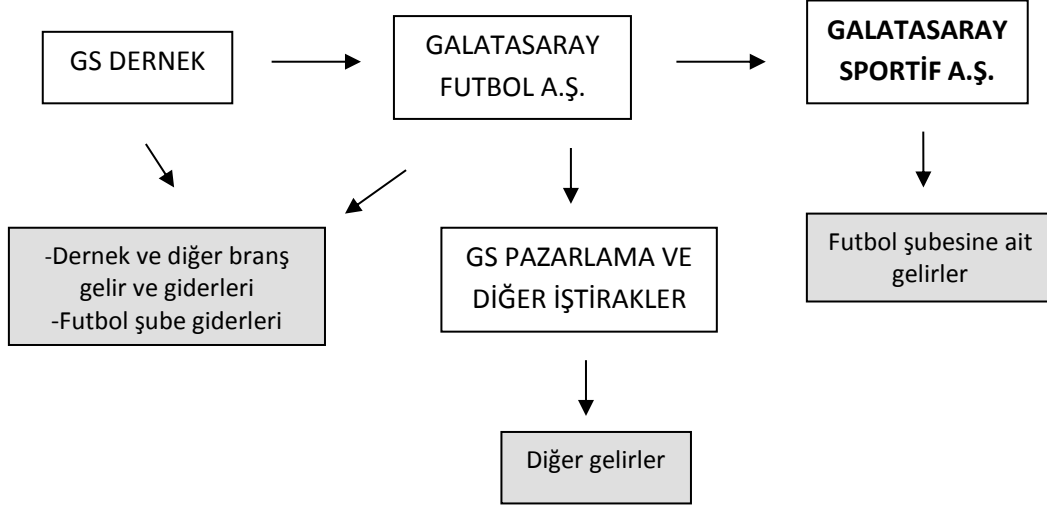
Şekil 1: Beşiktaş Kulübü Şirketleşme Modeli

2002 yılında BJK Derneğinin %99,9 oranında hisseye sahip olduğu şirket sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle halka arz edilmiştir. Hisselerinin % 15'i halka arz edilen şirket bu işlemde 13,8 milyon dolar civarında gelir elde etmiştir.¹⁹ 2015 yılı sonu itibariyle hisselerinin %49'u fiili olarak dolaşıma açık olup, şirket piyasa değeri \$ 176.000.000 civarındadır.

BJK' nün şirketleşme ve halka arz sürecinin aksine Fenerbahçe ve Galatasaray farklı yöntemler kullanmışlardır.

Galatasaray 1997 yılında popülaritesini ve bilinirliğini kullanarak gelir elde edip, daha güçlü bir yapıya kavuşmak amacıyla Galatasaray Sportif Sınâî ve Yatırımlar A.Ş.' ni kurmuştur. Kulüp Beşiktaş'ın aksine tüm gelir ve giderlerini, haklarını şirkete devretmemiştir. Gelirlerin büyük bir kısmı (yayın hakkı gelirleri, reklam ve sponsorluk gelirleri, isim hakkı gelirleri) şirkete devredilmiş olsa bile genel yönetim giderleri dışında şirket üzerinde hiçbir gider kalemi bulunmamaktadır. Bu ilk olarak Galatasaray tarafından uygulanan bir yöntem olduğu için Galatasaray Modeli olarak isimlendirilmiştir. Bu yöntem her ne kadar şirketi kârlı bir konuma getirip, yatırımcılar için cazip bir fırsat olarak görünse de kulüpleri birazdan bahsedilecek önemli sorunlarla karşı karşıya bırakmıştır.

¹⁹ Güreli YMM ve Bağımsız Denetim A.Ş., "Spor Şirketlerinin Yapısal ve Finansal Karşılaştırmalı Analizi", www.vergikilavuzu.com, (19.11.2015).



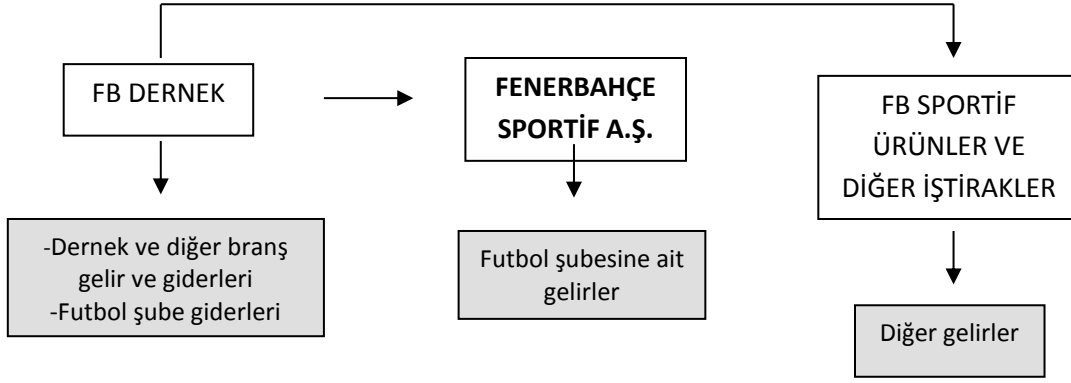
Şekil 2: Galatasaray Kulübü Şirketleşme Modeli

Pazarlama, marka yönetimi alanlarında profesyonelleşip denetim mekanizmasını daha iyi çalıştırarak isim hakları üzerinden elde edilen gelirleri çok daha büyük rakamlara çıkarma gayesiyle şirket %21'lik hissesini American International Group'a (AIG) satmıştır. Kalan %79'luk hissesinin, sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile %16'lık kısmını halka açmıştır. 87 TL olarak saptanan hisse senedi fiyatı ile şirkete yaklaşık 21 milyon dolar para girişi sağlanmıştır.²⁰ 2015 yılı itibarıyla şirketin %31.25'li kısmı sermaye piyasalarında işlem görürken, kalan kısmın tamamı (%21'lik AIG hisseleri 2004 yılında geri alınmıştır) Galatasaray Spor Kulübü Derneği'ne aittir. Şirketin bugün ki piyasa değeri \$ 133.000.000'dır.

Fenerbahçe Spor Kulübü'nün %100 oranında paya sahip olduğu Fenerbahçe Sportif Hizmetler Sanayi ve Ticaret A.Ş., 1998 yılında kurulmuştur. 2002 yılına kadar spor malzemeleri alımı-satımı imalatı, ithalat ve ihracatı, spor okulları işletilmesi, stadyum pazarlaması iken sonrasında faaliyet konusu değişikliğe uğrayıp kulübe ait profesyonel futbol takımının faaliyetlerini yönetmek olmuştur.²¹ Fenerbahçe Derneği imzalanan sözleşme ile yayın hakları, stadyum gelirlerinin bir kısmı, reklam, sponsorluk ve isim hakkı gibi gelirlerini "Galatasaray Modeli"ne benzer şekilde şirkete devretmiş buna karşın giderleri dernek bünyesinde bırakmıştır.

²⁰ Güreli YMM ve Bağımsız Denetim A.Ş., "Spor Şirketlerinin Yapısal ve Finansal Karşılaştırmalı Analizi", www.vergikilavuzu.com, (19.11.2015).

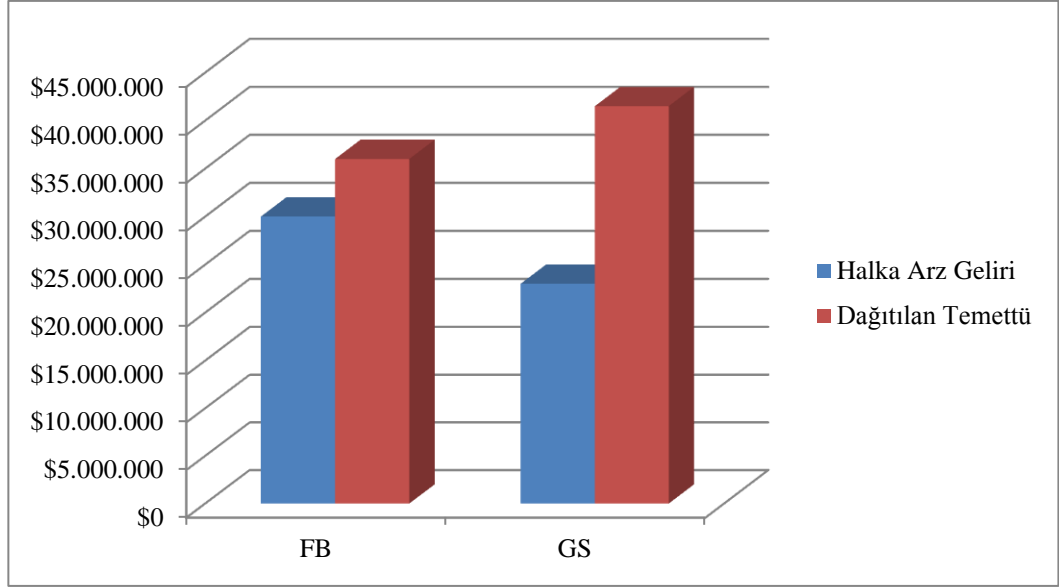
²¹ Sultanoğlu, 2008, s. 14-44.



Şekil 3: Fenerbahçe Kulübü Şirketleşme Modeli

20 Şubat 2004 tarihinde sabit fiyatla talep toplama yöntemi ile hisselerinin %15'lik kısmını 10,5 TL fiyatla satışa çıkararak şirket yaklaşık olarak 30 milyon dolar gelir elde etmiştir. 2015 yılı aralık ayı itibariyle hisselerin %76.27'lik kısmı derneğe ait olup kalan kısım halka açık konumdadır ve şirketin piyasa değeri Borsa İstanbul verilerine göre \$ 315.000.000 seviyesindedir.

Fenerbahçe ve Galatasaray benimsediği bu modelin bir takım avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Söz konusu yöntemle şirketler aşırı kârlı duruma gelmişler ve bunun bir sonucu olarak yüksek miktarda temettü dağıtmak zorunda kalmışlardır. Öyle ki dağıttıkları temettüler zamanla halka arzdan elde edilen gelirin önüne geçmiş ve şirketten yüksek miktarda fon çıkışına sebep olmuştur. Bu durum şirketlerin halka açıklık oranı arttıkça daha da önemli bir sorun haline gelip, aktiflerinin erimesine sebep olmuştur. Bunun dışında üç büyük şirketin halka açılmalarının önemli bir sonucu da şeffaflıktır. Halka açılan her şirket gibi düzenli aralıklarla Kamu Aydınlatma Platformuna(KAP) bilgi verilmesi gerekmektedir. Fakat Galatasaray ve Fenerbahçe giderlerini kulüp bünyesinde bıraktıkları için bu bilgileri kamuya açıklamayıp, sadece faaliyet raporlarında yayınlamışlardır.



Şekil 4: Fenerbahçe ve Galatasaray Halka Arz Geliri ve Dağıtılan Temettü Oranları Grafiği

Kaynak: Akşar, Tuğrul, "Futbol Kulüplerinin Şirketleşmesi, Halka Arzı ve Kredilendirilmesi", www.futbolekonomi.com, Aralık, 2005.

Öte yandan Beşiktaş modeli sportif başarı veya başarısızlıklardan etkilenmekte fakat bu etkinin büyük dalgalanmalar yaratması beklenmemektedir.²² Fakat Beşiktaş Futbol A.Ş'nin yapacağı büyük futbolcu ve teknik ekip transfer ve maaş harcamaları diğer kulüplerin aksine gider olarak muhasebeleştirildiği için, kulüp kârlılığını dolayısıyla hisse senedi fiyatını etkilemektedir. Yapılacak yanlış bir transfer politikası Beşiktaş için diğer kulüplere oranla daha olumsuz sonuçlar yaratabilmektedir.

Sportif başarı, Galatasaray ve Fenerbahçe modelleri için önemli birer etkidir. Kazanılan ve kaybedilen maçlarla birlikte maç, stadyum ve yayın gelirlerinde ki muhtemel artış ve azalışlar hisse senedi fiyatlarına etki etmektedir. Yani borsadaki performans ile sportif başarı arasında doğrusal bir kolerasyon bulunmaktadır.²³ Olası bir performans düşüklüğü kulübün piyasa değerinin de düşme tehlikesini beraberinde getirmektedir.

Fenerbahçe ve Galatasaray Spor Kulüpleri halka arzda izlediği bu yanlış politikadan hem UEFA mali kriterlerine uymak hem de yüksek temettü dağıtımına

²² Zeren, Feyyaz, Fatih B. Gümüş, "Türk ve Yabancı Futbol Takımlarının Borsa Performansları Üzerine Bir Uygulama", Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2013, 3 (2), ss. 34-54.

²³ Parlak, Deniz, Emre Bişirici, "İki Spor Kulübünün Hisse Senedi Getirileri Üzerine Bir Uygulama" Doğu Üniversitesi Dergisi, 2014, 15 (2), ss. 181-192

bir dur demek için 2010-2011 yıllarında vazgeçmiş, yapılan yeni lisans sözleşmeleri ve birleşmeler ile beraber kulüpler gelir ve giderlerini tek çatı altında toplamışlardır.

Spor faaliyetlerini ticari faaliyetlerinden ayırmak ve “Kurumlar Vergisi Kanununun 4. madde J bendindeki spor faaliyetlerinde bulunan anonim şirketlere sağlanan muafiyetten” yararlanmak amacıyla bu 3 kulüp ya derneklerin ya da şirketlerin %100 ortaklığı ile çeşitli alanlarda farklı şirketlerde kurmuştur.

2.2.Halka Arzda Değerleme Çalışmaları

Chambers firma değerlemesi ile ilgili yazdığı kitabında değer kelimesini “satın almaya uygun olan bir mal veya hizmet için alıcı ve satıcı tarafından belirlenecek olan fiyatı temsil eden ekonomik bir kavram” olarak tanımlamaktadır.²⁴ Her firmanın bir değeri vardır ve bu değer; bölünme, halka arz, kredi derecelendirme gibi durumlarda çok büyük önem arz etmektedir.

Firma değerlemesinin amacı, firmanın uygun ve makul piyasa değerini tespit etmek ve taraflara bilgi vermektir. Uygun ve makul piyasa değeri ise; piyasada varlıkların değeri konusunda tam bilgiye sahip istekli alıcıların ve satıcıların, herhangi bir zorlama olmadan, söz konusu varlık için piyasada takdir ettikleri alım-satım değeridir.²⁵

İşletmeler halka arz sürecini aracı kurumlar vasıtası ile gerçekleştirmektedir. Halka arzlarda üç çeşit yöntem kullanılmaktadır. Bunlar mevcut payların satışı yoluyla halka arz, sermaye artırımını yoluyla halka arz ve bu iki metodun bir arada kullanılmasıdır. Bu yöntemler için değişmeyen tek gerçek ise hangi yöntem kullanılırsa kullanılsın halka açılan şirketin bu arzdan beklenen getiriye maksimize etme çabasıdır. Bu noktada aracı kurumlar hisse senedi fiyatının yüksek olmasını bekleyen halka arzı konu olan şirket ile hisse senedi fiyatlarının düşük olmasını bekleyen yatırımcılar arasında bir denge kurmaya çalışır. Gerekli bütün yasal adımları tamamlayıp halka açılacak firma için bir değerlendirme yaparak, tahmini bir hisse senedi fiyatı tespit eder ve bu fiyat üzerinden satış gerçekleştirilir. Halka arzda belirlenen fiyat birçok yönüyle büyük önem taşımaktadır. Geçmiş halka arzlara bakıldığı zaman düşük fiyatla ihraçlar sıkça görülmektedir. Akademik literatürde

²⁴Chambers, Nurgül, Fima Değerlemesi (1. Baskı), Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2005, s. 5.

²⁵ Bradford, Cornell, 1993, Corporate Valuation, New York, ss. 7’den aktaran, Başpınar, Ahmet, “Halka Arzlarında Oluşan Fiyat Anomalilerine Bağlı Çıkar İlişkileri”, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Başkent Üniversitesi, İşletme Ana Bilim Dalı, Ankara(TR). 2008.

sıkça karşılaştığımız bu 'düşük fiyatlama olgusu' yatırımcıya büyük kazançlar sağlarken ihraççı firmayı da beklediği fonu toplayamama durumu ile karşı karşıya getirmektedir. Fiyatın yüksek saptanması durumunda ise yatırımcı aleyhine gelişen bir durum görülebilmekte ve hisse senetlerinin satılamaması durumunda aracı kurumun üstlenmesi zorunda olduğu satılmayan hisseleri satın almak gibi sorumlulukları bulunabilmektedir. Bunların yanında hisse senetlerini satamayan aracı kurumun piyasadaki itibarı da zedelenebilmektedir. Bütün bunlardan ötürü, aracı kurumların doğru bir fiyat saptamak için büyük çaba harcamalarına ve firmaların gerçek değerini ortaya koyabilmek için her yolu denemelerine sebep olmaktadır.

Belirlenen bir fiyatın başarılı olup olmadığı halka arzın ilk üç gününde ortaya çıkmaktadır. Nitekim fiyatın düşmemesi ve satışların artan bir oranda devam etmesi başarılı bir fiyat belirlendiğinin en önemli göstergeleri olarak kabul edilmektedir.²⁶

2.2.1.Futbol Kulüplerinde Değerleme ve Değerlemeyi Etkileyen Faktörler

Değerleme bir tahmin işidir ve tahminler yapılırken çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Bu yöntemlerin mutlak sonuca vardığını söylemek imkânsızdır. Amaç gerçeğe en yakın değerini ya da değer aralığının bulunmasıdır.

Değerleme yöntemlerinin hepsinde, yapılacak tahminlere dayanak oluşturacak veriler kullanılmaktadır. Sonuç ya da sonuçların doğru bulunması için kullanılan verilerin eksiksiz ve doğru olması gerekmektedir. Aksi halde bulunan şirket değeri yanlış tespit edilip yanlış yönlendirmeler yapılması kaçınılmazdır.

Futbol kulüplerinin değerlemesi için kullanılan veriler herhangi bir firmanın değerlendirme çalışmasından farksız olarak, şüphesiz o firmanın geçmişe dönük bilanço, gelir tablosu, nakit akım tablosu, öz kaynak değişim tablosu v.b. gibi finansal tabloları ve piyasada bulunan mevcut verilerdir. Dolayısıyla iyi bir değerlendirme çalışmasının yolu mali tabloların doğru ve eksiksiz hazırlanmasından geçmektedir. Verilerin doğru olmasından kasıt tabloların, şeffaf ve muhasebe standartları çerçevesinde hazırlanmasından geçmektedir. Verilerin eksiksiz olması ise gerçekleşen bütün finansal olayların mali tablolara yansıtılmış olmasıdır. Futbol kulüplerinin halka arz öncesi muhasebe uygulamalarında denetim faktörünün çok önemli bir seviye de olmaması, bu kulüplerin normal bir işletmeden öte futbolcu,

²⁶ Bengi Özer, PricePerformance of InitialPublicOfferings in Turkey, 1. Basım, Ankara: SPK Yayınları, No:128, 1999, s.98

teknik heyet, lisans sözleşmeleri vb. birçok konuda işlem yapması muhasebe politikalarında çeşitli farklılıkların olabilmesi ihtimalini ortaya çıkarmaktadır. Bunun yanında futbol kulüplerinin finansal tablolarında ya da eklerinde raporlanmayan ve son yıllarda çokça duyduğumuz bir gerçek vardır; Entelektüel sermaye. Öyleyse entelektüel sermaye kavramı ve muhasebe standartlarına uygunluk her firmada olduğu gibi futbol kulüplerinde de bir değerlendirme çalışmasını etkileyebilecek en önemli iki etken olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.2.1.1. Futbol Kulüplerinde Entelektüel Sermaye

İşletmeler faaliyetlerinin sürdürürken üç tip sermayeden faydalanmaktadır. Bunlar fiziksel sermaye, finansal sermaye ve entelektüel sermayedir.²⁷ Geçmişte işletmelerin varlıkları, finansal sermaye(nakit, alacaklar, yatırımlar) ve fiziksel sermaye (hammadde, makine ve teçhizat, arsa ve araziler) gibi değerinin ölçülmesi rahat olan kalemlerden oluşurken bugün marka, patentler, teknik bilgi, müşteri sadakati, insan kaynakları gibi maddi olmayan unsurlar da işletmelerin değerlerini büyük ölçüde etkilemektedir. 1990'lı yıllarda literatüre entelektüel sermaye adı altında giren bu kavramlar, Thomas Stewart tarafından "işletmeye piyasada rekabet avantajı sağlayan, işletme çalışanlarının bildiği her şeyin toplamı" olarak tanımlanmıştır.²⁸

Entelektüel sermaye, entelektüel sermayenin raporlanması ve ölçülmesi son zamanlarda akademik çevreler tarafından sıkça araştırılıp, üzerine çalışılmış bir konudur. Konuyla ilgilenenler bu kavram için farklı bakış açılarıyla farklı tanımlamalar yapmıştır. Ross ve Ross entelektüel sermayeyi işletmelerin finansal tablolarından tam olarak elde edilemeyen görünmeyen varlıkların tamamı olarak tanımlamaktadır.²⁹ Akpınar ise entelektüel sermaye için "bir organizasyonun bilgi değeri" ifadesini kullanmıştır.³⁰

Muhasebe sistemimiz, entelektüel sermayeyi sadece satın alınmış maddi olmayan duran varlıklar ve şerefiye kalemi altında değerlemektedir. Oysa Çıkırıkçı

²⁷ Arslan, Özgür, Entelektüel Sermaye'nin Türkiye'deki Raporlanma Şeklinin İncelenmesi, Journal of Faculty of Business, 5 (2), 2005, ss. 78-87

²⁸ Stewart, T. A, Brainpower, Fortune, 127, 1991, ss. 44-60'den aktaran Yereli, Ayşe n, Gülşen Gerşil, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 2005, 12 (2), ss. 17-29

²⁹ Arslan, 2005, ss. 78-87

³⁰ Akpınar, Ali Talip, Entelektüel Sermaye Kavramı, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2000, 1, ss.52.

ve Daşdan entelektüel sermaye kavramını oluşturan unsurların geleneksel şerefiye tanımından çok daha geniş bir yapıya sahip olduğunu göstermişlerdir.³¹ Bundan dolayı, entelektüel sermayeyi ölçüp değerlemek zor bir süreçtir.

Entelektüel sermayeyi ölçmek için farklı yaklaşımlar mevcuttur. Bunlardan en yaygın olanları, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı, Tobin-q oranı ve Maddi olmayan varlık hesaplama yöntemidir. Her bir yöntemin kendine göre olumlu ve olumsuz yanları bulunması bir yana işletmelerin sahip olduğu entelektüel sermaye unsurları ölçülüp raporlanmalıdır.

İşletmelerin mali tablolarının değerlendirilmede ve diğer işlemlerde taraflar için karar verme aracı olarak görürsek, bu tabloların doğru bilgiyi yansıtma durumu daha da önem kazanmaktadır. Fakat mevcut muhasebe sisteminin entelektüel sermaye unsurlarını yansıtması mümkün değildir. Bu durumun en önemli sebebi ise entelektüel sermayenin muhasebe kavramlarında ki parayla ölçülme ve maliyet esasına ters düşmesidir.

Futbol Kulüplerinde entelektüel sermayenin varlığı ve normal işletmelere nazaran etkisi kesinlikle çok daha büyüktür. Kulüplerin sahip oldukları tarihi başarıları, geniş taraftar kitleleri, marka değerleri şüphesiz kulüpler için önemli bir değer yaratmaktadır. Bu duruma örnek olarak İngiltere'nin Liverpool kulübü olarak gösterilebilir. Yaklaşık 25 senedir İngiltere Premier Liginde şampiyonluğa ulaşamayan Liverpool, hala maçlarını kapalı gişe oynamakta ve hala İngiltere'nin en değerli kulüpleri arasında gösterilmektedir.

İşletmelerin sahip oldukları entelektüel sermayeyi ölçmek için çok çeşitli yöntemler mevcuttur. Bunlardan ilki, piyasa değeri-defter değeri oranıdır. Hisseleri borsada işlem gören şirketlerin hisse senedi fiyatı ile yola çıkarak bulunan piyasa değerinin işletmenin defter değerini bölünmesi ile bulunmaktadır. İkincisi, Nobel ödüllü iktisatçı James Tobin'den ismini alan Tobin-q metodudur. Bu metot ile işletmenin piyasa değeri ile mevcut varlıklarının yerine koyma maliyetleri arasında ki oran saptanmaktadır. Bu oran 1'e endekslenmiş olup sonucun 1'den yüksek çıkması işletmenin entelektüel sermaye unsurlarına sahip olduğuna bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Bilgiye dayalı işletmelerin kredi alırken, finansal tablolarının zayıf olmasından ötürü, yaşadıkları zorlukların üstesinden gelmeleri için geliştirilen bir başka metot ise maddi olmayan duran varlıkların değerinin

³¹ Arslan, 2005, ss. 78-87

hesaplanmasıdır. Bu yöntemle göre bir işletmede ki entelektüel sermaye o işletmenin benzer maddi varlıklara sahip ortalama bir rakip işletmeden ya da sektör ortalamasından daha iyi performans gösterme gücüne eşit olup, bu değer yedi aşamadan oluşan bir yolla hesaplanmaktadır. Bahsedilen bu yöntemler entelektüel sermayeyi işletme bazında ölçmeye çalışırken, entelektüel sermayeyi tek tek göz önüne alıp unsur bazında ölçen yöntemler de mevcuttur. Entelektüel sermaye katsayısı yöntemi bu yöntemlerin en önemlileri arasında gösterilmektedir. Ante Pulic tarafından geliştirilen bu yöntem ile işletmede kullanılan sermaye etkinliği katsayısı, işletmenin insan sermayesi katsayısı ve işletmenin yapısal sermaye katsayısından oluşan bir entelektüel sermaye katsayısı bulunur. Bu katsayı ne kadar yüksekse işletmede ki entelektüel sermaye unsurları tarafından yaratılan katma değerde o kadar yüksek varsayımı geçerlidir³². Nitekim Gürel, Ekmekçi ve Küçükkaplan Beşiktaş ve Galatasaray için 2010 yılını temel alarak bu yöntemle yaptığı çalışma sonucu yüksek entelektüel katma değer katsayıları bulmuş ama daha sağlıklı bir çalışma yapılabilmesi için daha fazla kulüp üzerinde çalışılıp daha fazla karşılaştırma yapılabilmesi gerektiğini vurgulamıştır.³³

Marka değeri önemli bir entelektüel sermaye unsuru olup, son yıllarda pazarlama araştırmalarında ki ana konulardan birisidir. Olumlu marka değerine sahip bir firma; daha fazla karlılık, marka yayma olanakları, daha güçlü iletişim etkinliği ve satın alma niyeti gibi pek çok üstünlüğe sahiptir.³⁴ Marka değerinin ortaya çıkmasında ki en önemli faktör ise müşteri sadakatidir. Futbol sektöründe taraftar unsuru birçokları tarafından demografik özellikler, ekonomik durum, rasyonalite gibi özellikler çerçevesinde kategorize edilmiş olsa da ekonomik perspektif de her taraftar birer müşteridir. Bu müşterilerin taraftarı oldukları kulüplere olan sadakatleri ise diğer hiçbir sektörle karşılaştırılmayacak kadar yüksektir. Bunun sebebi ise herhangi bir ürün satın alan müşterinin yaşayabileceği bir olumsuzluk sonucu marka değiştirme eğilimi varken, spor müşterilerinin olumsuz gelişmeler sonucunda takım değiştirme şansının olmamasıdır. Dolayısıyla her futbol kulübü, yüksek veya düşük

³²Kerimov, Ruslan, Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi, Raporlanması ve İşletme Performansına Etkisi: Örnek Bir Uygulama (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi, İşletme Bölümü, Ankara(TR), 2011.

³³Gürel, Ekmekçi, İlhan Küçükkaplan, Measuring Intellectual Capital For Football Clubs: Evidence From Turkish First Division Football League, Pamukkale Journal Of Sport Sciences, 2013, 4 (1), ss. 36-47.

³⁴ Keller, Kevin Lane, Conceptualizing, Measuring and Managing Customer-Based Brand Equity, Journal of Marketing, 57, 1993, ss 1-22

bir marka değerine sahip olup, son yıllarda marka değerini maksimize ederek daha değerli bir kulüp olma yönünde çalışmalar yapmaktadır.

2.2.1.2. Futbol Kulüplerinde Muhasebe Uygulamaları ve Özellikli Durumlar

Futbol Kulüplerinin değerlemesine geçmeden önce değerlendirme sürecine etki edebilecek muhasebe standartlarını uyum çerçevesinde sektörde ki muhasebe uygulamalarına ve özellikli durumlara göz atılması gereklidir. Zira yanlış muhasebe uygulamaları yanlış bir değerlendirme çalışmasına sebep olabilmektedir.

Halka arzdan önce futbol takımlarına ait tüm hakların şirketlerde değil kulüp derneklerinde olmasından ve derneklerin mali tablolarını kamuoyu ile paylaşmamasından ötürü değerlendirme dönemi öncesi uygulanan muhasebe politikalarına ve bu politikaların muhasebe standartlarına uygunluklarına yönelik bir tespit yapmak mümkün değildir. Dolayısıyla değerlendirme çalışmasında kullanılan geçmiş dönem mali verilerin manipülatif bilgiler içermesi uzak bir ihtimal olsa da mümkündür.

Hem halka arzdan önce uygulanan muhasebe politikalarına ışık tutması, hem de hali hazırda uygulanan politikalar hakkında bilgi vermesi açısından futbol kulüplerinin hali hazırda kullandıkları muhasebe uygulamalarına ve özellikli durumların muhasebeleştirilmesinin açıklanması gerekmektedir.

Bir futbol şirketini, herhangi bir alım-satım, imalat veya hizmet üretim işletmesi olarak tanımlamak mümkün değildir. Bu şirketler karmaşık bir yapı içerisinde olup, piyasada var olan herhangi bir işletmeden farklılıklar gösterebilmektedir. Örneğin, şirketlerin çoğunluk hisseleri, derneklere ait olup derneklerle aralarında lisans veya devir sözleşmeleri mevcuttur. Derneklerin ve şirketlerin arasında yüksek tutarlarda nakit alışverişi izlenmektedir. Futbol şirketlerinin en önemli varlıkları futbolcu ve teknik ekipler olup, bu varlıkların şirketlere gelecekte yaratacağı ekonomik fayda olası bir performans artışı/azalışı, sakatlık, hastalık, sisteme uyum sağlayamama gibi durumlardan ötürü öngörülememektedir. Bu ve bu gibi durumlar kulüplerin lisans sözleşmelerinin muhasebeleştirilmesi, futbolcu ve teknik ekip ödemelerinin muhasebeleştirilmesi, ilişkili taraflarla olan borç ve alacakların, gelir ve giderlerin muhasebeleştirilmesi hususlarında önemli soru işaretleri doğurmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu futbol kulüplerinin sahip olduğu bu farklı yapıdan ötürü halka arz için ilave kriterler öne sürmüştür ve bunları 07.02.2002 tarih 9/181 sayılı karar ile haftalık SPK bülteninde yayınlamıştır. SPK'nun zorunlu kıldığı "Şeffaflık" ilkesini sağlamaya yönelik bu kriterler, kulüpler için yeni uygulamalardan ziyade bir hatırlatma niteliğinde olup 6 ana maddeden oluşmaktadır;

2.2.1.2.1. Faaliyetle İlgili Kriterler

Bu başlık altında şirketlerin maç günü, isim hakkı, yayın, sponsorluk, reklam v.b. gelirlerinin kurumlar vergisinden muaf tutulduğunu ama bu muafiyetten yararlanmak için futbol takımının şirkete devri veya kiralanması koşulunun sağlanması ifade edilmiştir.

2.2.1.2.2. Aktif Yapısına İlişkin Kriterler

İsim hakkı, yayın hakkı, sponsorluk ve reklam hakların kiralanması durumunda herhangi bir hak ve varlık bilançoda yer almayacaktır. Devir durumunda ise devredilen hakların değer tespiti yapılarak bilançonun aktifine kayıt edilecektir. Bu haklar isim hakları, futbolcu bonservisleri, gayrimenkuller ve bunların kullanım haklarından oluşmaktadır.

2.2.1.2.3 Pasif Yapısına İlişkin Kriterler

Şirket sermayesinin %51'inden fazlasına gerçek ve tüzel kişiler, şirket ve kulübün yönetim ve denetim kurulu üyelerinin, kulüp ve kulüp ile doğrudan veya dolaylı ilişkisi bulunan üçüncü şahısların borcunu teminen temlik, kefalet, ipotek ve aynı hak tesis edemeyeceği ile ilgili, ilk genel kurulda ana sözleşmeye hüküm konulması zorunluluğu gelmiştir.

2.2.1.2.4. Gelir Yapısına İlişkin Kriterler

Gelirlerin doğru şekilde takibini sağlayacak sağlıklı bir muhasebe ve kayıt düzeninin kurulması gerekliliği getirilmiştir.

2.2.1.2.5. Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Kriterler

SPK'nun "Özel Durum Açıklamaları" ile alakalı tebliğine ek olarak futbolcu transferleri, takım performansını etkileyecek futbolcu hastalık veya sakatlıkları,

teknik ekip değişiklikleri, gelir kayıplarına, sözleşme fesihlerine veya imzalanmalarına ve son olarak, kulüpleri etkileyebilecek diğer olaylara ilişkin açıklamalar yapılması zorunlu kılınmıştır.

2.2.1.2.6 Futbolcu Bonservis Bedelleri ve Ücretlerinin Mali Tablolara Yansıtılmasına İlişkin Kriterler

Bu madde ile futbolcuların bonservis bedellerinin maddi olmayan duran varlıklar altında haklar hesabında izleneceği ve bu varlıkların sözleşme süresi içerisinde itfa edileceği hatırlatılmıştır. Bunun yanında teknik heyet ve futbolcular için yapılacak şartlı ödemeler, şartın makul oranda gerçekleşeceğinin tahmin edilmesi durumunda tahakkuk ettirilmesi aksi halde dipnotlarda gösterilmesi gerektiği söylenmektedir.

Futbolculara yapılacak peşin ödemeler, peşin ödenen giderler kısmında bilançoda aktifleştirilip ilgili dönem süresince itfa edilecektir. Aylık ve prim gibi dönemsel ödemeler ise giderin tahakkuk ettiği dönemde gelir tablosuna yansıtılacaktır.

Bunlar dışında futbolcu satışları gayri maddi hak satışları olarak değerlendirilecektir. Futbolcu sakatlık veya hastalık gibi durumlarda lisans hakları için karşılık ayrılması ve futbolcuların bonservis bedelinden az olmamak kaydıyla sigorta ettirilmesi zorunlu kılınmıştır.

Fenerbahçe ve Galatasaray futbol kulüpleri gelirlerini bir lisans sözleşmesi çerçevesinde şirketlere kiralamışlardır. Bundan dolayı şirket bilançolarında herhangi bir aktif bulunmamasına karşın, lisans sözleşmesi için peşin ödenen bedeli peşin ödenen giderler kısmında muhasebeleştirip, sözleşme süresine istinaden itfa etmektedir. Beşiktaş ise kulübün sahip olduğu tüm varlıkları şirkete devrettiğinden, bu haklar maddi olmayan duran varlıklar arasında bilançoda yerini almış olup yıllar itibariyle amortismanına tabi tutulmaktadır. Bu açıdan şirketlerin SPK tebliğine ve Türkiye Muhasebe Standartlarına uygun olduğu söylenebilir.

Galatasaray ve Fenerbahçe yukarıda da bahsedildiği üzere 2010-2011 yılları arasında benimsedikleri gelir ağırlıklı modeli terk edip, yapılan birleşme çalışmaları sonucu Beşiktaş gibi tüm gelir ve giderleri, aktif ve pasifleri tek çatı altında toplamıştır. Bu sebeple GS ve FB için birleşmelerden önce şirket bilançolarında futbolculara ilişkin bir uygulama söz konusu değildir.

Şirketlerin ilişkili tarafları paydaşları olan dernek statüsünde ki kulüpler, kulüp veya şirketlerin ortaklığında kurulan diğer şirketlerdir. Üç büyük kulüp şirketinin ilişkili taraflara yüksek miktarlarda borçları ve ilgili taraflardan yüksek miktarda alacakları bulunabilmektedir. TMS 24 “İlişkili Taraf Açıklamaları” Standardı uyarınca ilişkili taraflar ile işlemlerin gerçekleşmesi durumunda, şirketler, bu ilişkilerin niteliğini, işlemler hakkında açıklayıcı bilgileri ve yıl/dönem içinde gerçekleşen tutarları ve mevcut bakiyeleri dipnotlarda sunmakla yükümlüdür. Nitekim her üç kulüp mali tablo dipnotlarında ilişkili taraflarla olan borç ve alacak ilişkisine yer vermiştir. Öte yandan bu dipnotlarda verilen bilgilerin yetersiz kaldığı yıllar içerisinde görülmüştür. Örneğin 2007 yılı Galatasaray Sportif A.Ş.’nin bağımsız denetim raporunda ilişkili taraflardan alacağına ilişkin tahsilâtın vade ve şekil belirsizliği nedeni ile şartlı görüş verilmiştir. Nitekim Sultanoğlu 2008 yılında futbol kulüplerinin muhasebe uygulamaları ile ilgili yaptığı çalışmasında hazırlanan mali tabloların temel eksikliklerini vurgulamıştır;

“Kulüpleriyle çok fazla ilişki içinde olan futbol şirketlerinin mali tablolarında bu kadar yetersiz açıklama yapılması muhasebenin “Tam Açıklama” ilkesine uygun değildir. Ayrıca, UEFA Mali Kriterleri’nin gerekliliklerine ilişkin Uyum Talimatı Ek’lerinde yer alan “Mali Tablo Dipnotları” bölümünde talep edilen asgari düzeyde olması gereken dipnot içeriğine de uymamaktadır.”³⁵

Ayrıca ilişkili taraflarla olan borç alacak durumunun yıllar içinde çok yüksek meblağlara ulaşması sebebiyle SPK 28.03.2008 tarih ve 9/412 sayılı ilke kararı ile ve spor şirketlerinin ilişki taraflar ile olan alış verişlerine bazı sınırlamalar getirmiştir. Bu sınırlamalardan bazıları;

- İlişkili taraflara kullanılacak fonların toplam tutarının, bir önceki dönem karından söz konusu ilişkili tarafa dağıtılmasına karar verilen payın %50’den fazlasını aşmaması,

- Kullanılacak fonlara mali tablo dipnotları ile kamuya açıklanacak belirli bir oran üzerinden faiz uygulanması,

- Kullanılan fonların, takip eden hesap döneminde alınacak kar dağıtım kararı ile söz konusu taraflara ödenecek kar payından mahsup edilmesi şeklindedir.

Futbolcular şirketler için maddi olmayan varlıklardır. TMS 38 “Maddi Olmayan Duran Varlıklar” uyarınca bu varlıklar elde edilme maliyeti ile

³⁵ Sultanoğlu, 2008.

muhasebeleştirilip faydalı ömürleri boyunca itfa edilmelidirler. Öte yandan varlıklarla ilgili aktif bir piyasa mevcut ise ve bu piyasa ile gerçeğe uygun yeni bir değer tespit edilebiliyorsa, yeniden değerlendirme yapılabileceği ifade edilmiştir. Ayrıca, TMS 36 “Varlıklarda Değer Düşüklüğü” Standardına göre, futbolcuların değerinde sakatlık, hastalık, performans düşüklüğü gibi nedenlerle herhangi bir değer düşüklüğü olması durumunda karşılık ayrılması gerekmektedir. Bu düzenlemeler SPK’nun yayınladığı tebliğde de yer almıştır.

Burada altı çizilmesi gereken bir diğer nokta ise altyapıdan yetişen oyuncuların nasıl muhasebeleştirileceğidir. TMS 38 işletme içi yaratılan maddi olmayan duran varlıklarla ilgili harcamaların ortaya çıktığı dönemde gider olarak muhasebeleştirilebileceğini vurgulayıp, bu harcamaların varlığın yaratılması, üretilmesi ve hazırlanmasında gerekli olan ve varlıkla doğrudan ilişkilendirilebilen maliyetler olarak tanımlamıştır. Altyapılardan yetişen oyuncuların da bu kapsamda değerlendirip, bu oyuncularla ilgili yapılan harcamaların ilgili döneme gider yazılması gerekmektedir.

Beşiktaş 2002 yılından, Fenerbahçe ve Galatasaray ise şirket birleşmelerinden sonra transfer ve bonservis ücretlerini, aylık ödemeleri, primleri, futbolcu satış veya kiralama ile elde edilen gelirleri bu standartlar ve SPK tebliği ile uyum içerisinde muhasebelemiştir.

SPK düzenlemeleri dışında kulüplerin mali açıdan uyması gereken başka kriterler de mevcuttur. Yukarıda bahsedildiği üzere futbol kulüplerinde ki gelir ve gider kalemleri yıllar içerisinde büyük oranda artmıştır. Fakat artan rekabet ortamı kulüpleri pahalı ve akılcı olmayan transfer harcamalarına sürüklemiş, kazanılan gelirler kötü yönetimlerle beraber etkin kullanılamamış, mali disiplinler zarar görmüştür. Bu durumu mümkün olduğunca kontrol altına almak isteyen UEFA Finansal Fairplay adı altında bazı kriterler getirmiş ve söz konusu kriterlere uymayan kulüplere uluslararası turnuvalara katılmaktan men ya da transfer yasağı gibi yaptırımlar uygulanmaktadır. UEFA’nın getirdiği bu kriterlerden bazıları;

- Futbol kulüplerinin diğer kulüplere, vergi otoritelerine, sosyal güvenlik kurumlarına ve futbolcularına vadesi geçmiş borcunun bulunmaması,
- Futbolcu transferlerine gelirlerden daha yüksek miktarlarda harcamalar yapılmaması,

- Her yıl için ayrı olarak belirlenen rakamlardan daha fazla zarar beyan edilmemesi,
- Futbolculara yapılan maaş, ücret ve prim ödemelerinin gelirlerin belli bir kısmını aşmaması,
- Öz sermayenin eksiye düşmemesidir.

Kulüplerin mali disiplinlerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun söz konusu kriterlerine, UEFA mali kriterlerine ve Türkiye Muhasebe Standartlarına uygunluğu SPK, Maliye Bakanlığı, TFF ve UEFA gibi çeşitli denetim mekanizmaları tarafından izlenmekte ve olası ihlaller durumunda ağır cezai yaptırımlar uygulanmaktadır.

2.2.2. Futbol Kulüpleri İçin Değerleme Yöntemleri

Bütün işletmelerde olduğu gibi futbol kulüplerinde de değerlendirme çok önemli bir yere sahiptir. Herhangi bir alım-satım, birleşme-ayırılma, hisse değişimi, kredi derecelendirme çalışması ve halka arzda firmanın değerinin saptanması çok büyük önem arz etmektedir. Bir firmanın değerlendirilmesi hissedarlara, yatırımcılara, kredi kurumlarına, rakiplere, sermaye piyasası kurumlarına, kamu kurumlarına ve en önemlisi kamuoyuna bilgilendirme, yönlendirme, tartışma ve müzakere etmeye olanak vermektedir.

Bir firmayı değerlemek için çeşitli yaklaşımlar kullanılmaktadır. Bunlar;

- Aktif Bazlı Yaklaşım
 - Düzeltilmiş Defter Değeri
 - Tasfiye Değeri
 - Net Aktif Değeri
 - Gelir Yaklaşımı
 - İndirgenmiş Kâr Payları
 - İndirgenmiş Nakit Akımları
 - Piyasa Değeri Yaklaşımı
 - Fiyat/Kazanç Oranı
 - Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı
 - Fiyat/Nakit Akım Oranı
 - Firma Değeri/Satışlar
 - Karma Yöntemler
- den oluşmaktadır.

Aktif bazlı yaklaşımların temel çıkış noktası şirketin varlıklarının toplam değerinden şirketin yükümlülüklerinin çıkartılarak öz sermaye değerinin bulunmasıdır.

Bu yaklaşımlardan defter değeri bilançoda yer alan öz kaynaklar toplamıdır ve daha çok gayrimenkul şirketleri ve gayri-faal olan şirketler için kullanılmaktadır. Net aktif değeri bilançoda bulunan kalemlerin maliyet bedeli ile değil piyasa değeri ile muhasebeleştirildikten sonra oluşan bilançoda ki öz sermaye tutarının toplamıdır. Dolayısıyla net aktif değer yönteminin kullanmak için bilançoda bulunan tüm kalemlerin pazar değerini bulmak yani yeniden değerlendirme yapmak gerekmektedir. Örneğin; ticari alacak ve borçlar kalemlerinde ki tutarlar vadelerine göre iskonto edilmeli, maddi olmayan duran varlıklarda bulunan gayrimenkuller için yeni değerler tespit edilmelidir.

Tasfiye Değeri ise varlıkların satılması (hurda değerinden) ve yükümlülüklerin kapatılması ile elde edilecek değerlerin yer aldığı bir bilançoda ki öz kaynaklar toplamıdır. Bu noktada dikkat edilmesi gereken bir husus tasfiye değerinin iradi ve mecburi olarak iki farklı sonuç verebileceği gerçeğidir. Varlıklar, iradi olarak satışa sunulduğunda en iyi fiyatlar alınana kadar makul bir süre zarfı mevcut olabilecekken, mecburi satış oldukça hızlı gerçekleşip, varlıklar için gerçek değerinin altında satış rakamları ortaya çıkabilecektir. Bunun dışında tasfiye değeri hesaplanırken tasfiye için katlanılan giderlerin hepsi hesaba katılmalıdır.

Bahsedildiği gibi aktif bazlı yaklaşımlar muhasebe kayıtlarını esas almakta ve firmanın değerinin bilançodan görülebileceğini varsaymaktadır. Fakat enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde şirketlerin defter değerleri ile piyasa değerleri arasında büyük farklar görülmektedir. Bu tür ekonomilerde her ne kadar enflasyona göre şirket mali tablolarında düzeltmeler yapılsa da bu yaklaşım yalnızca bir firmanın piyasada ki en düşük değeri hakkında bir fikir verebilmektedir. Bunun yanı sıra sektörün mevcut durumu, insan kaynakları, risk gibi değişkenler bu aktif bazlı yaklaşımlarda göz ardı edilmektedir. Bu sebeple futbol kulüplerinin değerlemesinde kullanılması tavsiye edilmemektedir.

Piyasa değeri yaklaşımı değerlendirme konusu şirketin piyasada satılmış benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırılmasıdır. Bu yaklaşım benzer nitelikte olan bir şirket seçilmesi ve bu şirket için farklı yöntemler kullanılarak çeşitli oranlar bulunması ve bulunan oranların

değerleme yapılacak şirket ile kıyaslanması prensipleriyle çalışmaktadır. Bu yaklaşımda dikkat edilmesi gereken iki nokta bulunmaktadır. Bunlardan birincisi benzer nitelikteki şirket seçimidir. Değerleme için baz alınacak benzer şirketin kesinlikle aynı sektörden seçilmesi gerekmektedir. Fakat aynı sektörde bulunan şirketler her zaman aynı nitelikte bulunmayabilirler. Aynı sektörde bulunan şirketlerden biri üretim işletmesi iken, biri pazarlama işletmesi olabilmektedir. Dolayısıyla seçilecek şirketin aynı nitelikte olması gerekmektedir. Son olarak seçilecek şirketin değerlendirilmesi yapılacak şirketle aynı muhasebe standartlarını kullanması da bir başka gerekliliktir. Aksi halde oranların yanlış hesaplanıp yanlış değerlendirilmesi kaçınılmazdır. İkinci önemli nokta ise birden fazla oran kullanılarak birden fazla sonuca ulaşılması ve bulunan sonuçların sektöre göre yorumlanıp bir değer değil bir değer aralığı bulunmasıdır.

Bu yaklaşımda kullanılan her yöntemin bir diğerine göre avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Örneğin; *Fiyat / Kazanç Oranı* amortisman yöntemi ve süresi gibi farklılık gösterebilecek muhasebe uygulamalarından etkilenirken, *Firma Değeri / Satışlar Oranı* farklı muhasebe tekniklerinden arınmış sonuçlar vermektedir. Öte yandan *Firma Değeri / Satışlar Oranı* firmanın maliyet unsurunu ve faaliyet gider yapısını göz ardı ederken, *Fiyat / Kazanç Oranı* net karı dikkate aldığından şirketin mali yapısını ve koşullarını yansıtmaktadır. Dolayısıyla bu oranların birlikte kullanılıp, beraber yorumlanması gerekmektedir.

Piyasa değeri yaklaşımı varlıkların değerini 'karşılaştırılabilir' varlıkların fiyatlarına bakarak nakit akımları, defter değeri veya satışları gibi değişkenler bağlamında tahmin eder. Dolayısıyla bu yaklaşım sağlıklı işleyen bir piyasa ve karşılaştırılabilir piyasa verilerinin olduğu, alım-satım sonucunda arz ve talep dengesinin olduğu benzer varlıkların bulunduğu durumlarda kullanılabilir. Genellikle aynı sektörlerde faaliyet gösteren firmaların karşılaştırılabilir verilere sahip olduğu kabul edilmektedir. Fakat karşılaştırılabilir verilere sahip firmaları bulmak bazı durumlarda çok güç olmakla beraber, bulunsa bile farklı riskler içerip farklı büyüme potansiyelleri taşıyabilirler. Farklılık gösterecek bu faktörlerin nasıl kontrol edileceği önemli bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır.³⁶ Bunların dışında piyasa yaklaşımının eksikleri olarak, paranın zaman değerini dikkate almaması, risk

³⁶Chambers, 2005, s.179

faktörünün sabit kabul edilmesi, spekülasyona açık pazarlarda oranların sapma yapabilme ihtimali ve yatırım gereksinimi gibi konulardan bahsedilebilir.

Hisseleri halka arz edilmiş diğer bir ifade ile önceden değerlendirilmiş şirket verileri de bu yöntemler için önemli bir kaynak oluşturmaktadır. Fakat bazı çevreler bu yöntemi, piyasalarda işlem gören senetlerin genellikle azınlık hisseleri olmasından, nitelikli ve kontrol gücü bulunan hisseler ile azınlık hisselerinin değerlerinin farklı olabileceğinden ötürü de eleştirmektedir.³⁷ Bu yaklaşım, yayın hakları, piyasaların büyüklüğü, oyuncu kontratları ve daha birçok farklı değişken bulunmasından ve bu değişkenler için karşılaştırılabilir nitelikli verinin az olmasından ötürü futbol kulüpleri için çok sağlıklı bir değerlendirme yöntemi olarak görülmemekte fakat kısmi olarak kullanılması değerlemeyi bir adım daha güvenilir yapabilmektedir.

Futbol kulüplerinin halka arz edildikleri yıllarda bu sektör için ülkemizde karşılaştırılabilir veri yok denecek kadar azdır. Zaten her kulüp kendine göre farklı varlıklara sahip olup farklı şirketleşme modelleri benimsemiştir. Bu sebeplerden ötürü değerlendirme çalışmasında piyasa değeri yaklaşımı kullanılması sağlıklı bulunmamaktadır. Nitekim Atar, piyasa yaklaşımı oranları ile yaptığı çalışmada Galatasaray'ın 2006 yılında ki şirket değeri için 230-470 milyon TL arasında çok farklı rakamlar tespit etmiştir. Aynı şekilde Beşiktaş için bulunan değerler 28-413 milyon TL arasında değişiklik gösterirken, Fenerbahçe için ise bu değerler 152-380 milyon TL arasındadır.³⁸ Bu durumda piyasa yaklaşımının Türkiye'de hisseleri halka arz edilmiş futbol kulüplerinin değerlemesi için uygun olmadığına bir göstergedir.

Gelir yaklaşımı bir varlığın değerini o varlıktan gelecekte beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri ile ilişkilendirir. Aktif bazlı yaklaşımın aksine varlığın edinme maliyetinden ziyade o varlığın elde bulundurulmasıyla sağlanacak kazançları ele alır ve varlıkların ekonomik ömürleri boyunca yaratacağı gelirlerin bugünkü değerleri toplamına eşittir.³⁹ Bir şirketin gelecekte elde etmesi beklenen nakit akımlarının o şirketin sahip olduğu marka değeri, insan kaynakları ve bilgi birikimi gibi entelektüel sermaye kavramlarına da bağlı olduğu düşünülürse gelir

³⁷ Ataman, Ü. ve Kibar, H, Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması, (1. Baskı), Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1999 s.172.

³⁸ Atar, Burcu, Halka Arz Sürecinde Fiyatlama Yöntemleri, Sonuçları ve Uygulama; İMKB'de İşlem Gören Sportif Şirketler (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, İşletme Bölümü, İstanbul(TR), 2007.

³⁹ Chambers, 2005, s.183

yaklaşımının şirketin sahip olduğu bilançoda görülen ya da görülmeyen tüm unsurları dikkate aldığı da söylenebilir. Bu sebeple hemen hemen tüm şirketlerin değerlemesinde kullanılabilecek bir yaklaşımdır. Karma yöntemler ise bu metotların birkaçının beraber kullanılması ile sonuca ulaşmaya çalışmaktan geçer.

Değerleme bir tahmin işidir ve yapılan bir değerlemenin kesin sonuç vereceği söylenemez. Bahsedilen yöntemlerle yapılan bir değerlendirme aynı firma için farklı sonuçlar verebilmektedir. Her bir yaklaşımın eleştiriye açık yönleri bulunmaktadır.

Futbol kulüplerinin varlık yapılarında isim hakları, yayın hakları, futbolcu lisansları, sponsorluk sözleşmeleri, taraftar kitleleri, marka değerleri gibi somut olmayan kalemlerin çokluğundan ötürü, kulüplerin değerlerinin ölçülmesi diğer firmalara nazaran daha da zor bir süreç haline gelmiştir. Otoriteler tarafından dünyanın en çok saygı duyulan ekonomi dergilerinden biri olan Forbes her sene düzenli olarak kulüplerin değerlerini açıklamaktadır (Tablo 1). Ağırlıklı olarak piyasa yaklaşımı ve kısmen gelir yaklaşımını kullanan Forbes piyasa verileri, stadyum kapasitesi, marka yönetimi ve diğer bazı değişkenleri kullanarak bu değerlemeyi yaptığını belirtmektedir.⁴⁰ Söz konusu yöntemin uygulama metotları açıklanmasa da sonuçları başarılı bulan ya da eleştiren çevreler bulunmaktadır.

Bahsedildiği üzere entelektüel sermaye unsurlarının çok olmasından, kulüplerinin gelecek yıllarda ki nakit akımlarının makul ölçüde tahmin edilebilir olmasından (gelirlerin çoğu sözleşmeler ile garanti altına alınmıştır) ve ülkemizde ki spor piyasalarından kulüplerin halka açılma yıllarında çok fazla sağlıklı karşılaştırılabilir bilgi sağlanamamasından ötürü bu çalışma da gelir yaklaşımı ve indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılmıştır.

Günümüzde futbol kulüplerinde özellikle futbolcu maliyetlerinde oluşan yüksek miktarlarda ki artışlar dolayısıyla nakit çıkışlarının aşırı derecede yükseldiği bu durumun da nakit akımlarının negatif yönde sonuç verdiği teziyle indirgenmiş nakit akımları yönteminin futbol kulüplerinin değerlemesinde kullanılmasının sağlıklı olmadığını savunan akademik çevrelerde mevcuttur. Nitekim bu çevreler spor şirketlerinin değerlerinin bulunması için çeşitli yöntemler de geliştirmiştir. Bünyelerinde bulunan sporculara ödenen maaş ortalamalarından stadyum kapasitelerine kadar birçok değişkenin bulunduğu bu formüllerin uygulamada çok fazla yeri bulunmamakla birlikte, bu çalışmanın konusu olan kulüplerin değerlemeye

⁴⁰ Kızıltepe, 2012, S. 77-88

tabi oldukları yıllarda futbolcu maliyetleri günümüzde olduğu kadar maliyetli olmayıp, makul nakit akım tahminleri yapılabileceği varsayılmıştır.

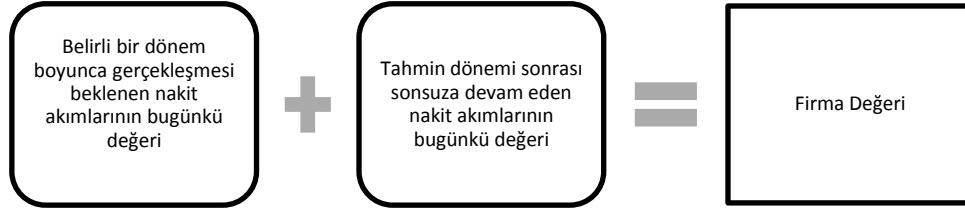
Atar, 2007 yılında yaptığı çalışmada hisseleri halka arz edilen futbol kulüplerinin değerlerini indirgenmiş nakit akım yöntemi kullanarak tespit etmeye çalışmıştır. Çalışma sonucunda Beşiktaş, Fenerbahçe ve Galatasaray'ın 2005 yılında ki firma değerlerini sırasıyla 276, 536 ve 341 milyon TL civarında tespit etmiştir⁴¹.

2.2.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Başarının ölçütü elde edilen kâr olarak görülebilir. Kârlılık muhasebe bazlı bir kavram olup gelirlerden giderlerin çıkartılmasıyla elde edilir. Fakat bir firmanın amortismanlar gibi nakit çıkışı gerektirmeyen giderleri de bulunmaktadır. Ya da yapılan bir satış çerçevesinde bir alacak gerçekleşmiş fakat tahsil edilmemiş olabilmektedir. Böyle durumlar firmanın nakit pozisyonu değiştirmektedir. Bu sebeple bir firmanın değeri tespit edilirken elde edilmesi beklenen kâr değil nakit akımları öncelikli olmalıdır. Nakit akımları belirli bir dönem içerisinde firmaya giren ve çıkan nakit hareketlerini temsil eden bir kavramdır. Bu yöntem üç aşamadan oluşmaktadır. İlk aşama, firmanın geçmişte sağladığı mali performansları analiz edilerek gelecekte yaratması muhtemel nakit akımlarının tahmin edilmesidir. Nakit akımları hesaplanırken ilk olarak şirketin ilgili dönemde ki vergi ve faiz öncesi karından, vergi, faiz ve amortisman gibi gider kalemlerin çıkarılmaktadır. Sonrasında bulunan rakama varlık satımı veya yabancı kaynak kullanımı gibi uygulamalarla ile nakit girişi varsa eklenerek, varlık yatırımı ya da borç ödemesi gibi nakit çıkışları varsa çıkarılarak bulunmaktadır. Diğer bir deyişle işletme sermayesinde ki pozitif yönlü değişim nakit çıkışı olarak, negatif yönlü değişim nakit girişi olarak hesaplanır. İkinci olarak gelecekte ki nakit akımlarının bugün ki değerlere indirgenmesini sağlayacak bir iskonto oranı bulunur ve son olarak nakit akımlarının bugün ki değeri bulunur.

Şirketin belli bir dönemde yaratacağı nakit akımları ile sonsuza kadar yaratacağı nakit akımlarının belirlenmiş bir iskonto oranı ile bugüne indirgenmesi ve bulunan değerlerin toplanarak şirket değerinin bulunması varsayımına dayanır.

⁴¹ Atar,(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2007.



$$\sum \frac{NA_n}{(1+i)^n} + \frac{1}{(1+i)^n} * \frac{NA_{Sonsuz}}{i-g} = \text{Firma Değeri}$$

NA : Nakit Akımları

n : Yıl

i : İskonto Oranı

g : Büyüme Oranı

Şekil 5: İndirgenmiş Nakit Akımları Modeli

Belirli bir dönem boyunca gerçekleşmesi beklenen nakit akımları cümlesinde ki belirli bir dönemin yani projeksiyon döneminin ne kadar uzun olacağı çalışmanın sonucunu etkileyecek bir faktördür. Projeksiyon döneminin en az 5 yıl olması kabul edilmektedir. Fakat 10 yılı geçen bir projeksiyon döneminde, 10 yıl sonraki pazar durumu, şirketin pazarda ki konumu, mikro ve makro ekonomik değişkenleri ve diğer birçok faktörü tahmin etmek neredeyse imkansızdır. Bu yüzden belirli bir dönemden kasıt 5 ila 10 yıl arasında bir zaman zarfıdır.

Her bir değerlendirme yöntemi gibi indirgenmiş nakit akımları yönteminin de çeşitli avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Avantajlar genel olarak;

- Firmanın tamamen kendi mali verileri ve özellikleri göz önünde bulundurularak değerlendirilmesi
- Ekonomik ve rasyonel düzeyde doğru sonuçlara ulaşması
- Paranın zaman değeri ve risk faktörünün hesaplamalarda göz önünde bulundurulması
- Maddi olmayan duran varlıklarında (gelecekte bir nakit akışı yaratacağı varsayılaraktan) değerlemesinin yapılması
- Basit ve anlaşılır olmasıdır.

Öte yandan bu yöntemin dezavantajları ise;

- Firmanın kendi verilerinin manipüle edilmeye açık olması

- Paranın zaman değeri ve risk faktörünün sabit kabul edilmesi
- Büyüme oranının sabit olarak kabul edilmesi
- Piyasada işlem gören benzer şirket verilerinden faydalanılmamasıdır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. HALKA ARZDA BEŞİKTAŞ GALATASARAY VE FENERBAHÇE KULÜPLERİNİN DEĞERLEMESİ

Bu çalışmanın amacı Türkiye’de halka arz edilen futbol kulüplerinin hisse senedi ilk satış fiyatlarını nasıl belirlediğini incelemek, belirlenen fiyatların ne derece doğru olduğunu tespit etmek dolayısıyla bundan sonra halka arz edilecek kulüplere ve bu kulüplerin halka arzına öncülük edecek aracı kurumlara bir model önerisi sunabilmektir. Bu kapsamda üç büyük kulübün halka açıldıkları yıl için indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanarak değerlendirilip, halka arzda olması gereken şirket değerleri bulunmuştur. Bulunan bu değerler ile kulüpler için halka arzda yapılan değerlemeler karşılaştırılıp, aradaki olumlu veya olumsuz farklar tespit edilmiş ve yorumlanmıştır.

İlk olarak indirgenmiş nakit akımları yönteminin belli aşamalarının olduğu belirtilmelidir. Kulüpler için bu aşamalar; halka açıldıkları yıl öncesi finansal tabloların değerlendirilmesi ve mevcut durum analizi yapılması, bu analizler üzerinden takip eden yıllar için nakit akımların tahminlerinin yapılması, iskonto oranının belirlenmesi, nakit akımlarının bugüne indirgenip şirket değerinin bulunması ve bulunan sonuçların yorumlanmasıdır.

Yöntemin en önemli aşaması olan değerlendirme öncesi analizler ve yapılacak analizler üzerinden tahmin kısmıdır. Geçmiş mali verilere bakılarak sonraki dönemler için tahmin yapmak ise tüm futbol kulüplerinde olduğu gibi Beşiktaş, Galatasaray ve Fenerbahçe için de hayli zorlu bir süreçtir. Çünkü söz konusu kulüplerin, değerlendirme öncesi mali verilerinin çok büyük kısmı kulüpler ile kulüp şirketleri arasında imzalanan lisans ve devir sözleşmelerinin yürürlüğe girdiği tarihten önce hazırlanmıştır. Halka arzın yapıldığı zamana yakın tarihlerde kulüpler, şirketlerle çeşitli lisans ve devir sözleşmeleri imzalamıştır. Yukarıda da bahsedildiği gibi bu sözleşmeler aracılığı ile Fenerbahçe ve Galatasaray dernek gelirlerinin çok büyük kısmını, Beşiktaş ise dernek gelir ve giderlerini topyekûn olarak şirketlere devretmiştir. Bu nedenle söz konusu sözleşmeler şirket mali tablolarında büyük değişiklikler yaratacak ve geçmiş şirket verileri yapılacak tahminlere tek başına bir dayanak oluşturmayacaktır. Öte yandan halka arz öncesi derneklerin mali verileri

kamuoyu ile paylaşılmamıştır. Fakat halka arzın bir gerekliliği olan izahnamelerde, yapılan değerlendirme çalışmalarına ve dernek gelir ve giderlerine kısmen yer verilmiştir.

Kulüplere ait olan şirketlerin halka açıldıkları yıl öncesi son 3 dönem özet bilançoları, likidite oranları, finansal yapı oranları, gelir tabloları ve kârlılık oranlarının bulunduğu tablolar aşağıda gösterilmiştir. Şirketlerin halka arz izahnameleri aracılığı ile dernek gelir ve giderleri ayrıca incelenip hesaplamalara dâhil edilmiştir.⁴²

3.1. Beşiktaş

3.1.1 Halka Arz Öncesi Mali Durum Analizi

Tablo 2: Beşiktaş Futbol A.Ş Bilançosu (Milyon TL)

	31.12.2001	31.12.2000	31.12.1999
Dönen Varlıklar	365.976	251.385	336.317
Duran Varlıklar	1.883.058	9.104	121.635
<u>AKTİF TOPLAMI</u>	<u>2.249.034</u>	<u>260.489</u>	<u>457.952</u>
Kısa Vadeli Borçlar	156.237	159.015	452.317
Finansal Borçlar	-	-	-
Ticari Borçlar	6.376	33.491	81
Diğer	149.861	125.524	452.236
Uzun Vadeli Borçlar	978	1.446	-
Finansal Borçlar	-	-	-
Ticari Borçlar	978	-	-
Diğer	-	1.446	-
Öz sermaye	2.091.819	100.028	5.635
<u>PASİF TOPLAMI</u>	<u>2.249.034</u>	<u>260.489</u>	<u>457.952</u>

Likidite Oranları	2001	2000	1999
Cari Oran	2,34	1,58	0,74
Likidite Oranı	1,65	1,56	0,74
Nakit Oranı	0,01	0,05	0,03

⁴² Uygulama kısmında TL cinsinden verilen tüm değerler, ilgili yıllarda henüz paradan altı sıfır atılmadığının göz önünde bulundurularak değerlendirilmelidir.

Finansal Yapı Oranları	2001	2000	1999
Toplam Borçlar/Öz Sermaye	0,07	1,60	80,27
K.V Borçlar/Aktif Toplamı	0,07	0,61	0,99
U.V Borçlar/Aktif Toplamı	0,00	0,01	0,00
Maddi Duran Varlıklar/ Öz Sermaye + UVB	0,00	0,00	2,20

Yapılan analizlerden, Beşiktaş Futbol A.Ş.'nin 1999 ve 2000 yıllarında yaşanan ekonomik krizden etkilendiğini söyleyebiliriz. Nitekim 1999 yılında düşük seyreden şirketin cari oranı ve likidite oranı takip eden yıllarda yükselerek kabul edilebilir bir çizgiye ulaşmıştır. Her ne kadar nakit oranı olması gerekenden düşük bir seviyede olsa bile şirket kısa vadeli yükümlülüklerini rahatlıkla yerine getirebilecek bir seviyededir.

Şirketin finansal yapısına bakıldığında ise, 1999 yılında kulübün varlıklarının çok büyük bir kısmını yabancı kaynaklarla finanse ettiği görülmektedir. Şirket öz sermayesinin 80 katı oranında yabancı kaynak kullanmıştır. Fakat bu durum şirketin çok büyük bir borç içerisinde olduğundan değil, sermayesinin çok yetersiz kalmasından kaynaklanmaktadır. Nitekim şirket 2000 yılına kadar borçlarını düşürmüş ve 2001 yılında sermaye artışına gitmiştir. Sermaye artışı ile birlikte şirket varlıklarının %90'dan fazlasını öz sermaye ile finanse eder hale gelmiştir. Fakat bu görüntü yanıltıcı bir tablo ortaya koymamalıdır. Futbol kulüplerinin öz sermayeleri sınırlı olup, aşırı derecede yabancı kaynak kullanımı kaçınılmaz ve maliyetli bir durumdur(Nitekim günümüz mali tabloları da bu duruma bir kanıt niteliğindedir). 2002 yılı ve sonrası için Beşiktaş Futbol A.Ş.'nin de yabancı kaynak kullanımının yüksek miktarda artması beklenmektedir. Burada önemli olan bir diğer husus ise borçlanmanın çok büyük kısmının kısa vadeli olmasıdır. Bu durumun muhtemel sebebi ise şirketin borçlanma maliyetini minimize etme arzusudur. Şirketin duran varlıkları dönen varlıklarının yaklaşık 5 katı iken bu varlıkların tamamına yakını maddi olmayan duran varlıklardan oluşmaktadır. Bunun sebebi kulüp ile şirket arasında olan internet sitesi, logo, amblem ve diğer bazı kullanım haklarını içeren sözleşmelerinin muhasebeleştirilmesidir. Maddi olmayan duran varlıkların bu denli yüksek olması yukarıda da bahsedildiği üzere değerlendirme için en uygun metodun indirgenmiş nakit akımları olmasının kanıtıdır.

Tablo 3: Beşiktaş Futbol A.Ş Gelir Tablosu

(Milyon TL)	01.01.1999- 31.12.1999	01.01.2000- 31.12.2000	01.01.2001- 31.12.2001
Brüt Satışlar	465.624	1.007.381	562.507
Satıştan İndirimler		-95.344	
NET SATIŞLAR	465.624	912.037	562.507
Satışların Maliyeti	-462.244	-431.789	-535.866
BRÜT SATIŞ KARI/ZARARI	3.380	480.248	26.641
Faaliyet Giderleri	-12.414	-35.841	-268.312
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	-9.034	444.407	-241.671
Diğer Faaliyet Gelir ve Karları	125.661	68.817	2.949.623
Diğer Faaliyet Gider ve Zararları	-105.961	-337.706	-2.490.001
Finansman Giderleri	-165	-266	-333
Olağanüstü Gelir ve Karlar		73.079	6.520
Olağanüstü Gider ve Zararlar	-7.602	-83.081	-1.879
DÖNEM KARI/ZARARI	2.899	165.250	222.259
Ödenecek Vergi ve Diğer Yas. Yük.	-5.082	-70.856	-74.970
NET DÖNEM KARI/ZARARI	-2.183	94.394	147.289

Kârlılık Oranları	1999	2000	2001
Net Dönem Kârı/Aktif	-0,004	0,36	0,07
Net Dönem Kârı/Öz Sermaye	-0,39	0,94	0,07
Brüt Kâr Marjı	0,01	0,53	0,05
Net Kâr Marjı	0,00	0,09	0,26

Tablodan görüldüğü üzere Beşiktaş Futbol A.Ş. 1999 yılını zarar ile kapatmıştır. 2000 yılında satışlarını iki katından daha fazla kadar yükseltirken satışların maliyeti düşmüştür. Bunun sonucu olarak 94 milyar civarında bir net kâr elde etmiştir. Her ne kadar yapılan satışlar 2001 yılında %50 ye yakın bir oranda düşse ve bu satışların maliyeti de bir önceki seneye göre artış gösterse de, 2001 yılında kısmen devredilen dernek gelirleri ile diğer faaliyet gelir ve kârları artmış dolayısıyla net kâr ve net kâr marjında ki artış devam edip %26 seviyesine ulaşmıştır. Takip eden yıllarda yapılan devir sözleşmelerine istinaden satışların ve diğer gelirler şüphesiz çok büyük oranda artmaktadır.

1999-2000 yıllarında Net Dönem Kârı/Aktif ve Net Dönem Kârı/Öz sermaye oranları yanıltıcı olabilmektedir. Çünkü bu yıllarda sermaye dolayısıyla bilanço çok küçük rakamlardan oluşmaktadır. Fakat 2001 yılında logo, isim hakkı, internet sitesi

kullanımı gibi bazı hakların dernekten şirkete devri ve sermaye artırımını ile beraber bilançoda gözle görülür bir büyüme meydana gelmiş dolayısıyla oran normal bir seviyeye ulaşmıştır. Bunun yanında 2000 ve 2001 yıllarında brüt kârmarjı ile net kâr marjı arasında büyük farkların olduğu gözlemlenmektedir. Bu farklar diğer faaliyet gelir ve giderlerinin normalden çok yüksek olduğuna işaret etmektedir. Buda internet sitesi gelir ve giderleri gibi bazı kalemlerin bu hesaplarda muhasebeleştirilmesinden kaynaklanmaktadır.

3.1.2 Nakit Akım Tahminleri İçin Varsayımlar

• 5 yıllık bir projeksiyon dönemi öngörülmüş, kalan kısım için sonsuza giden bir artık değer hesaplanmıştır.

• Kulübün gelirlerinin büyük kısmı dolar cinsinden olmasından ötürü hesaplamalar dolar bazında yapılmış, bulunan kulüp değeri halka arz öncesi değerlendirme yapılan tarihlere yakın bir gün olarak seçilen 31.01.2002 tarihinde ki dolar kurundan (1.305.000) Türk Lirasına çevrilmiştir.

• Değerleme çalışmasında halka arz geliri dikkate alınmamıştır.

• Her ne kadar geçmiş yıllarda ödenen vergi tutarı yüksek görünse de Beşiktaş Futbol A.Ş'nin gelirlerinin büyük kısmının sportif faaliyetlerden oluştuğu öngörüldüğünden ve sportif faaliyetlerin vergi muafiyeti kapsamında olmasından ötürü hesaplamalarda vergi oranı %3 olarak alınmıştır.

• Şirketin yıllar itibariyle yaptığı net kârın tamamı dağıtılacak temettü olarak varsayılmış, buradan elde edilen gelir hesaplamalara dâhil edilmemiştir.

• Kulübün geçmiş senelerde ki sportif başarılarına bakarak ortalama üç yılda bir şampiyonlar ligine katılacağı varsayılmıştır.

• Kulübün yayın gelirleri 2002 12,7 milyon dolar, 2003 yılında 14,5 milyon dolar olması beklenirken takip eden yıllarda %5 oranında artacağı varsayılmıştır.

• Kulübün 2001 yılsonu itibariyle mevcut sponsorluk ve reklam sözleşmelerine, ayrıca bu konuda artan bir talep olmasına dayanarak reklam ve sponsorluk gelirleri yükselen bir grafikte ve büyük bir gelir sağlanacağı varsayılmıştır.

• Bahis gelirleri ve forma satışları isim hakkından oluşan ticari ürün isim hakkı gelirleri kaleminin de yükselen bir çizgide olduğu öngörülmüştür.

- Şampiyonlar ligi performans gelirler tahminleri UEFA'nın uluslar arası turnuvalarda kullandığı gelir dağıtım düzenlemelerine göre yapılmıştır.
- Diğer gelirler arasında diğer turnuva yayın hakkı gelirleri bulunmakta olup, bu kalem için muhafazakar tahminler yapılmıştır.
- Futbolcu transfer giderleri amortismanlardan ayrı olarak gösterilmiştir.
- Antrenör-futbolcu transfer ve maaş giderleri için bu piyasanın hızla artmasından dolayı %5-%15 bandında bir büyüme tahmin edilmiştir.
- Maç Giderleri, sosyal Giderler, kamp ve tesis giderleri, seyahat ve stadyum giderleri, geçmiş yıllarda ki dernek kayıtları ile tahmin edilmiş ve önümüzdeki yıllar için bu giderlerde küçük oranlarda yükselme tahminleri yapılmıştır.
- İşletme sermayesi geçmiş yıllarda ki veri analizlerine dayanarak brüt satışların %20'si olarak hesaplanmıştır.
- Artan oranlar için geçmiş veriler, enflasyon oranları ve piyasanın durumu baz alınmıştır.
- Devam eden sektörsel büyüme oranı %4 olarak varsayılmıştır.

3.1.3İskonto Oranının Hesaplanması

İskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti oranı kullanılacaktır. Öz sermaye maliyeti ve borçlanma maliyetinin ağırlıklı ortalaması alınarak bulunan bu değer şirkete yatırım yapanların söz konusu yatırımları karşılığında elde etmek isteyecekleri minimum kazanç oranını temsil eder. Öz sermaye maliyeti firmanın hisse senedinin yatırımcılar tarafından alınmasını gerektirecek en düşük getiri oranı olarak tanımlanabilmektedir. Fakat firmaların kaynaklarının tamamı öz sermaye ile karşılanmadığından firmaların borçlanma maliyetlerinin de bulunması gerekmektedir.

Borçlanma maliyeti %15 olarak varsayılmıştır. Bu oran değerlendirme yapılan yılda piyasalarda mevcut borçlanma maliyetine göre yüksektir. Bunun sebebi ise piyasada futbol şirketlerinin diğer şirketlere oranla daha fazla riskli bir görüntüsünün olmasıdır.

Sermaye maliyetini bulmak için ise beta katsayı, risksiz getiri oranı ve piyasa risk primi gibi değişkenlerin olduğu bir hesaplama yöntemi mevcuttur. Beta katsayısı, bir hisse senedi fiyatının borsada işlem gören diğer hisse senedi fiyatları

karşısındaki değişiminin ölçüsüdür. Literatürde yapılan değerlemelerden yola çıkılarak bu oran 0.8 olarak alınmıştır. Risksiz getiri oranı şirketin faaliyet gösterdiği ülkedeki yatırım araçlarından riski en düşük olanı ifade eder. Bu oran için genellikle 10 Yıl vadeli tahvil ve bono getiri oranları alınmaktadır.⁴³Piyasa risk primi ise, yatırımcıların hisse senedi piyasalarına yatırım yaparak risksiz faiz getirisi üzerinde bekledikleri getiri oranını ifade etmektedir. Hesaplamalarda risksiz getiri oranı %11, piyasa risk primi %5 olarak dikkate alınmıştır.

$$Re=Rf+(Rm*\beta) = 0,11+(0,05*0,8)\cong\%15$$

Rf: Risksiz Getiri Oranı

β : Beta Katsayısı

Rm: Piyasa Risk Primi

$$\text{İskonto Oranı} = \frac{MVe}{MVe+MVd} * Re + \frac{MVd}{MVe+MVd} * Rd * (1-t)$$

Re: Sermaye Maliyeti

Rd: Borçlanma Maliyeti

MVe: Toplam Özkaynaklar

MVd: Toplam Yabancı Kaynaklar

T: Vergi Oranı

Son yıla ait bilanço verileri ile bir hesaplama yaparsak;

$$= \frac{2.091.819}{2.249.034} * \%15 + \frac{157.215}{2.249.034} * \%15 * (1-4) \cong \%15$$

iskonto oranı bulunmaktadır.

⁴³ www.okul.pwc.com.tr

3.1.4. Nakit Akım Tahminleri ve Firma Değeri

Tablo 4: Beşiktaş Futbol A.Ş İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

GERÇEKLEŞMESİ BEKLENEN NAKİT AKIMLARI	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ve sonrası
Yayın Hakkı Gelirleri	\$12.700.000	\$14.500.000	\$15.225.000	\$15.986.250	\$16.785.563	\$17.624.841
Şampiyonlar Ligi Yayın Hakkı	\$560.320	-	-	\$594.320	-	-
Reklam ve Sponsorluk Gelirleri	\$5.200.000	\$5.720.000	\$6.292.000	\$6.921.200	\$7.613.320	\$8.374.652
Ticari Ürün İsim Hakkı	\$600.000	\$642.000	\$686.940	\$735.026	\$786.478	\$841.531
Şampiyonlar Ligi Performans Geliri	\$1.250.480	-	-	\$1.168.240	-	-
Stadyum Gelirleri	\$3.000.000	\$3.210.000	\$3.434.700	\$3.675.129	\$3.932.388	\$4.207.655
Diğer Gelirler	\$750.000	\$787.500	\$826.875	\$868.219	\$911.630	\$957.211
TOPLAM GELİRLER	\$24.060.800	\$24.859.500	\$26.465.515	\$29.948.384	\$30.029.378	\$32.005.890
Antrenör-Futbolcu Transfer Giderleri	\$8.500.000	\$9.775.000	\$11.241.250	\$12.927.438	\$14.866.553	\$17.096.536
Antrenör-Futbolcu Maaş Giderleri	\$1.200.000	\$1.260.000	\$1.323.000	\$1.389.150	\$1.458.608	\$1.531.538
Maç Giderleri	\$400.000	\$420.000	\$441.000	\$463.050	\$486.203	\$510.513
Sosyal Giderler	\$500.000	\$525.000	\$551.250	\$578.813	\$607.753	\$638.141
Kamp ve Tesis Giderleri	\$300.000	\$324.000	\$349.920	\$377.914	\$408.147	\$440.798
Seyahat Giderleri	\$300.000	\$324.000	\$349.920	\$377.914	\$408.147	\$440.798
Stadyum Giderleri	\$600.000	\$630.000	\$661.500	\$694.575	\$729.304	\$765.769
Lisans Kullanım Bedeli	\$1.000.000	\$1.000.000	\$1.000.000	\$1.000.000	\$1.000.000	\$1.000.000
TOPLAM GİDERLER	\$12.800.000	\$14.258.000	\$15.917.840	\$17.808.852	\$19.964.713	\$22.424.093
Fvök	\$11.260.800	\$10.601.500	\$10.547.675	\$12.139.531	\$10.064.664	\$9.581.797
Vergi	-\$337.824	-\$318.045	-\$316.430	-\$364.186	-\$301.940	-\$287.454
Faiz	-\$80.000	-\$84.000	-\$88.200	-\$92.610	-\$97.241	-\$102.103
Amortismanlar	\$250.000	\$275.000	\$302.500	\$332.750	\$366.025	\$402.628
BRÜT NAKİT AKIMLARI	\$11.092.976	\$10.474.455	\$10.445.545	\$12.015.485	\$10.031.509	\$9.594.868
İşletme Sermayesindeki Değişim	-\$4.750.000	-\$832.000	-\$770.000	-\$744.000	-\$65.000	-\$584.000
FİRMAYA OLAN NAKİT AKIMLARI	\$6.342.976	\$9.642.455	\$9.675.545	\$11.271.485	\$9.966.509	\$9.010.868
İSKONTO ORANI	15%	15%	15%	15%	15%	15%
YIL	1	2	3	4	5	5
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI	\$5.515.631	\$7.291.081	\$6.361.828	\$6.444.509	\$4.955.134	\$63.912.757
FİRMA DEĞERİ		\$94.480.941				

3.1.5 Firma Değeri

Beşiktaş Türkiye’de ilk halka açılan kulüptür. Şirket değerlemesi ve hisse senedi tespiti yapılırken, piyasada benzer bir şirketin olmamasından dolayı sınırlı verilerle çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmaların ilkinde indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılmış olup, %15 iskonto oranı ile şirket değeri 124-130 milyon dolar arasında tespit edilmiştir. Bir diğer çalışma da ise yurtdışında ki sermaye piyasalarında işlem gören Futbol Kulüpleri baz alınarak bir fiyat/kazanç analizi yapılmış ve şirket değeri 100 ile 125 milyon dolar arasında hesaplanmıştır. Çalışmalar sonucunda 57,5 TL hisse senedi fiyatı belirlenmiştir.

Yukarıda ki tablodan görüleceği üzere çalışmamızda Beşiktaş Futbol A.Ş.’nin halka açıldığı yıl olan 2002’deki değeri 94,5 milyon dolar civarında hesaplanmıştır.

3.2.Galatasaray

3.2.1. Halka Arz Öncesi Mali Durum Analizi

Tablo 5: Galatasaray Sportif A.Ş Bilançosu (Milyon TL)

	31.12.1999	31.05.2000	30.11.2001
Dönen Varlıklar	283.002	308.114	16.934.868
Duran Varlıklar	26.346	11.847	36.948
AKTİF TOPLAMI	309.348	319.961	16.971.366
Kısa Vadeli Borçlar	228.228	209.601	3.416.883
Finansal Borçlar	169.644	185.453	-
Ticari Borçlar	12.105	5.854	13.217
Diğer	46.479	18.294	3.403.666
Uzun Vadeli Borçlar	17.611	4.651	10.333
Finansal Borçlar	-	-	-
Diğer	17.611	4.651	10.333
Özsermaye	63.509	105.709	13.544.150
PASİF TOPLAMI	309.348	319.961	16.971.366

Likidite Oranları	1999	2000	2001
Cari Oran	1,24	1,47	4,96
Likidite Oranı	-0,41	-10,14	1,95
Nakit Oranı	-0,43	-10,44	1,77

Finansal Yapı Oranları	1999	2000	2001
Toplam Borçlar/Öz Sermaye	3,87	2,03	0,25
K.V Borçlar/Aktif Toplamı	0,74	0,66	0,20
U.V Borçlar/Aktif Toplamı	0,06	0,01	0,00
Maddi Duran Varlıklar/ Öz Sermaye + UVB	0,09	0,06	0,00

Şirket 1 Ocak 2001 tarihinden itibaren özel hesap dönemine geçtiğinden bilanço ve gelir tablolarında farklı tarihli ara dönem tabloları da yer almaktadır.

Galatasaray Sportif A.Ş.'nin bilançosu Beşiktaş Futbol A.Ş.'ne göre neredeyse 8 kat daha büyüktür. Bunun başlıca sebebi ise Galatasaray Spor Kulübü Derneği gelirlerinin büyük bir kısmını Kasım 2000 tarihinde şirkete devretmiş olmasıdır. Bu devirle birlikte dönen varlıklarda ve net kâr ile beraber sermayede büyük bir artış meydana gelmiştir. Söz konusu büyüme ile beraber şirketin 1999 ve 2000 yıllarında düşük seyreden cari oran, likidite oranı ve nakit oranı normal seviyelere ulaşmıştır. 1999 yılında toplam borçları sermayesinin neredeyse dört katı olan şirket 2001 yılı sonu itibariyle kârlılığı o denli artırmıştır ki öz sermaye toplam borçların dört katı seviyesine ulaşmıştır. Beşiktaş'ın mali tablolarına benzer şekilde borçlanmanın tamamına yakını kısa vadeli olup, borçlanmanın kaynaklarda ki payı yıllar içinde azalmıştır. Fakat bu pay olarak her ne kadar azalsa da borçlanma miktar olarak artmaktadır. Takip eden yıllarda da borçlanmanın yükseleceği kaçınılmazdır.

Tablo 6: Galatasaray Futbol A.Ş Gelir Tablosu

(Milyon TL)	01.01.1999- 31.12.1999	01.01.2000- 31.05.2000	01.06.2000- 31.05.2001	Ara Dönem- 30.11.2001
Brüt Satışlar	49.870	105.131	21.743.448	14.532.483
Satıştan İndirimler	-141	-42	-23.859	
NET SATIŞLAR	49.729	105.089	21.719.589	14.532.483
Satışların Maliyeti	-9.350	-74.842	-106.679	
BRÜT SATIŞ KARI/ZARARI	40.379	30.247	21.612.910	14.532.483
Faaliyet Giderleri	-79.154	-57.822	-4.134.175	-3.769.754
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	-38.775	-27.575	17.478.735	10.762.729
Diğer Faaliyet Gelir ve Karları	150.894	151.364	5.262.880	5.204.988
Diğer Faaliyet Gider ve Zararları	-63.616	-34.324	-381.670	-1.822.056
Finansman Giderleri	-35.954	-41.706	-4.853	-14.643
Olağanüstü Gelir ve Karlar				1.001.999
Olağanüstü Gider ve Zararlar	-5.058	-1.848	-24.304	-3.860.954
DÖNEM KARI/ZARARI	7.491	45.911	22.330.788	11.272.063
Ödenecek Vergi ve Diğer Yas. Yük.		-3.711	-3.003	
NET DÖNEM KARI/ZARARI	7.491	42.200	22.327.785	11.272.063

Kârlılık Oranları	1999	2000	2001	11/2001
Net Kârı/Aktif	0,02	0,13	0,90	0,66
Net Kârı/Öz Sermaye	0,12	0,40	0,95	0,83
Brüt Kâr Marj	0,81	0,29	1,00	1,00
Net Kâr Marjı	0,15	0,40	1,02	0,78

1999 ve 2000 yıllarında şirketin gelirleri kısıtlı olduğundan net dönem kârı düşük seviyelerde seyretmektedir. 2001 yılında 22 trilyon gibi bir kâr açıklayan şirket 2002 yılının ilk yarısında 11 trilyon kâr etmiştir. Net kârın aktife oranı çok büyük oranlara yükselmiştir. Bunun başlıca sebebi ise bahsedildiği üzere kulüp ile şirket arasında yapılan sözleşmelerin bilançoda yer almayışıdır. 2001 yılında net kârmarjı hem 1 den hem de brüt kâr marjından daha büyük çıkmıştır. Teorik olarak mümkün olmayan bu durumun elde edilen satış gelirinin bir kısmının diğer faaliyet gelir ve kârları altında izlenmesinden kaynaklanmaktadır. Tabloda bulunan son iki dönem verileri, Galatasaray Kulübünün gelirleri şirkete devredip giderleri dernek

bünyesinde bırakarak çok kârlı bir konuma geldiğine ve bu kârın da yıllar itibariyle artacağı gerçeğine bir kaynak teşkil etmiştir.

3.2.2.Nakit Akım Tahminleri İçin Varsayımlar

- 5 yıllık bir projeksiyon dönemi öngörülmüş kalan kısım için sonsuza giden bir artık değer hesaplanmıştır.
- Kulübün gelirlerinin büyük kısmı dolar kurunda olmasından ötürü hesaplamalar dolar bazında yapılmış, bulunan kulüp değeri 1.305.000 kurundan Türk parasına çevrilmiştir.
- Değerleme çalışmasında halka arz geliri dikkate alınmamıştır.
- Galatasaray Sportif A.Ş'nin gelirlerinin büyük kısmının sportif faaliyetlerden oluştuğu öngörüldüğünden ve bu gelirlerin kurumlar vergisi muafiyeti kapsamında olduğundan vergi oranı %3 olarak alınmıştır.
- Şirketin yıllar itibariyle yaptığı net kârın tamamı dağıtılacak temettü olarak varsayılmış, buradan elde edilen gelir hesaplamalara dâhil edilmemiştir.
- Hesaplanan iskonto oranı %14'dür.İskonto oranı hesaplanırken Galatasaray'ın Beşiktaş ile aynı dönemde halka arz edildiği göz önünde bulundurularak benzer şekilde beta katsayısı 0,8, risksiz getiri oranı %11, piyasa risk primi %5 olarak alınmıştır.
- Kulübün yayın gelirleri TFF ile DIGITURK arasında yapılan anlaşmaya istinaden 2002 12,7 milyon dolar(bir kısmı tahsil edilmiş), 2003 yılında 14,5 milyon dolar olması beklenirken takip eden yıllarda %5 oranında artacağı varsayılmıştır.
- Diğer Turnuva Yayın Hakları 2005 sezon sonuna kadar 11 milyon dolara satılmış fakat bu rakam tahsil edilememiştir. Takip edilen yıllar için yeni bir satım yapılacağı varsayılmıştır. Projeksiyon dönemi ve artık yıl için muhafazakar davranılarak buradan 6,6 milyon dolar gelir öngörülmüş ve bu rakam yıllar içerisinde artan bir oranda dağıtılmıştır.
- Kulübün geçmiş senelerde ki sportif başarılarına bakarak her üç sezonda iki kez şampiyonlar ligine katılacağı varsayılmıştır.
- Kulübün 2004 yılsonu itibariyle mevcut sponsorluk ve reklam sözleşmelerine, ayrıca bu konuda artan bir toplam olmasına dayanarak stat

reklamı ve forma reklamı ve sponsorluklar konusunda yükselen bir grafikte ve büyük bir gelir sağlanacağı varsayılmıştır.

- Bahis gelirleri ve forma satışları isim hakkından oluşan ticari isim hakkı gelirleri kaleminin de yükselen bir çizgide olduğu öngörülmüştür.
- Şampiyonlar ligi performans gelirleri UEFA'nın düzenlemelerine, Stadyum gelirleri, diğer gelirler, futbol takımı kirası ve lisans bedeli için tahminler ise şirketin mevcut yaptığı sözleşmelerden yola çıkılarak incelenerek yapılmıştır.
- Faaliyet giderleri 2004 yılı için 230 bin dolar alınmış olup takip eden yıllarda %20 oranında bir artış öngörülmüştür.
- Faaliyet giderleri içinde muhasebeleştirilen amortismanların 2004 yılında 230.000 dolar olması ve takip eden yıllarda %20 artış göstermesi, finansman giderleri arasında muhasebeleştirilen faiz giderlerinin 2004 yılında 75.000 dolar olması ve takip eden yıllarda %15 artış göstermesi beklenmektedir.
- İşletme sermayesi geçmiş yıllarda ki veri analizlerine dayanarak brüt satışların %1,5'i olarak hesaplanmıştır.
- Artan oranlar için enflasyon verileri baz alınmıştır.
- Devam eden sektörel büyüme oranı %4 olarak varsayılmıştır.

3.2.3. İskonto Oranının Hesaplanması

$$\text{Sermaye Maliyeti} = R_f + (R_m * \beta) = 0,11 + (0,05 * 0,8) \cong \%15$$

$$\begin{aligned} \text{İskonto Oranı} &= \frac{MVe}{MVe+MVd} * Re + \frac{MVd}{MVe+MVd} * Rd * (1-t) \\ &= \frac{13.544.150}{16.971.366} * \%15 + \frac{3.427.216}{16.971.366} * \%15 * (1-4) \cong \%15 \end{aligned}$$

3.2.4. Nakit Akım Tahminleri

Tablo 7: Galatasaray Futbol A.Ş İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

GERÇEKLEŞMESİ BEKLENEN NAKİT AKIMLARI	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ve sonrası
Süper Lig Yayın Hakkı	\$6.250.000	\$14.500.000	\$15.225.000	\$15.986.250	\$16.785.563	\$17.624.841
Diğer Turnuva Yayın Hakkı	\$450.000	\$972.000	\$1.049.760	\$1.133.741	\$1.224.440	\$1.322.395
Şampiyonlar Ligi Yayın Hakkı	-	\$211.000	\$400.000	-	\$370.000	\$420.000
Reklam Gelirleri	\$1.000.000	\$2.071.000	\$2.257.390	\$2.460.555	\$2.682.005	\$2.923.386
Sponsorluk Gelirleri	\$1.500.000	\$3.596.000	\$4.171.360	\$4.838.778	\$5.612.982	\$6.511.059
Ticari Ürün İsim Hakkı	\$400.000	\$864.000	\$933.120	\$1.007.770	\$1.088.391	\$1.175.462
Şampiyonlar Ligi Performans Geliri	-	\$1.000.000	\$2.400.000	-	\$1.900.000	\$1.750.000
Stadyum ve Diğer Gelirler	\$500.000	\$785.000	\$824.250	\$865.463	\$908.736	\$954.172
TOPLAM GELİRLER	\$10.100.000	\$23.999.000	\$27.260.880	\$26.292.556	\$30.572.116	\$32.681.315
Lisans Bedeli	\$200.000	\$239.990	\$272.609	\$262.926	\$305.721	\$326.813
Futbol Takımı Kira Bedeli	\$300.000	\$359.985	\$408.913	\$394.388	\$458.582	\$490.220
Faaliyet Giderleri	\$1.500.000	\$1.800.000	\$2.160.000	\$2.592.000	\$3.110.400	\$3.732.480
TOPLAM GİDERLER	\$2.000.000	\$2.399.975	\$2.841.522	\$3.249.314	\$3.874.703	\$4.549.513
Fvök	\$8.100.000	\$21.599.025	\$24.419.358	\$23.043.242	\$26.697.414	\$28.131.803
Vergi	-\$243.000	-\$647.971	-\$732.581	-\$691.297	-\$800.922	-\$843.954
Faiz	-\$50.000	-\$60.000	-\$72.000	-\$86.400	-\$103.680	-\$124.416
Amortismanlar	\$200.000	\$220.000	\$242.000	\$266.200	\$292.820	\$322.102
BRÜT NAKİT AKIMLARI	\$8.007.000	\$21.111.054	\$23.856.777	\$22.531.744	\$26.085.631	\$27.485.534
İşletme Sermayesindeki Değişim	\$7.450.000	-\$1.155.450	-\$978.602	\$290.458	-\$1.283.910	-\$632.803
FİRMAYA OLAN NAKİT AKIMLARI	\$15.457.000	\$19.955.604	\$22.878.175	\$22.822.202	\$24.801.721	\$26.852.731
İSKONTO ORANI	14%	14%	14%	14%	14%	14%
YIL	1	2	3	4	5	5
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI	\$13.558.772	\$15.355.189	\$13.545.718	\$11.853.137	\$11.299.330	\$122.337.432
FİRMA DEĞERİ	\$187.949.578,54					

3.2.5 Firma Değeri

Galatasaray Sportif A.Ş.'nin halka arzında indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve %17 iskonto oranı ile bir değerleme çalışması yapılmış ve şirket değer 210 milyon dolar civarı tespit edilmiştir. Bu değerleme çalışmasına ve şirketin taşıdığı büyüme potansiyeline rağmen, şirketin henüz borsa performansını kanıtlamamış olması nedeniyle şirket değeri 130 milyon dolar varsayılmıştır ki bu değer, yapılan indirgenmiş nakit akımları yönteminde %36 gibi bir iskonto oranına denk gelmektedir. 130 milyon dolar değer üzerinden 87 TL hisse senedi satış fiyatı belirlenmiştir.

Bu çalışmaya göre Galatasaray Sportif A.Ş.'nin 2002 yılı itibariyle değeri 187 milyon dolar civarı hesaplanmıştır.

3.3Fenerbahçe

3.3.1Halka Arz Öncesi Mali Durum Analizi

Tablo 8: Fenerbahçe Sportif A.Ş Bilançosu (Milyon TL)

	31.12.2001	31.05.2002	30.11.2003
Dönen Varlıklar	2.003.726	1.178.289	3.011.988
Duran Varlıklar	58.525	153.798	1.800.725
AKTİF TOPLAMI	2.062.251	1.332.087	4.812.713
Kısa Vadeli Borçlar	1.900.468	1.103.910	2.971.761
Finansal Borçlar	3.385	620	334.744
Ticari Borçlar	237.728	305.985	470.225
Diğer	1.659.355	797.305	2.166.792
Uzun Vadeli Borçlar	-	-	1.022.387
Finansal Borçlar	-	-	1.015.460
Diğer	-	-	6.927
Özsermaye	161.783	228.177	818.565
PASİF TOPLAMI	2.062.251	1.332.087	4.812.713

Likidite Oranları	2001	2002	2003
Cari Oran	1,05	1,07	1,01
Likidite Oranı	0,38	0,57	0,38
Nakit Oranı	0,04	0,08	0,01

Finansal Yapı Oranları	2001	2002	2003
Toplam Borçlar/Öz Sermaye	11,75	4,84	4,88
K.V Borçlar/Aktif Toplamı	0,92	0,83	0,62
U.V Borçlar/Aktif Toplamı	0,00	0,00	0,21
Maddi Duran Varlıklar/ Öz Sermaye + UVB	0,32	0,48	0,96

Şirket 1 Haziran 2002 tarihinden itibaren özel hesap dönemine geçtiğinden bilanço ve gelir tablolarında farklı tarihli ara dönem tabloları da yer almaktadır.

Öncelikle, Fenerbahçe Sportif A.Ş. cari oranı çok yüksek bir seviyede olmamakla beraber Fenerbahçe kulübükısa vadeli borçlarını ödeyebilme kapasitesinde olup bu oranı ilgili yıllar içerisinde sabit kalmıştır. Aynı şekilde likidite oranında sabit seviyelerde kalmıştır. Literatürü incelediğimiz zaman bu oranın bir olması ideal görünmektedir. Fakat sektörelbazda değerlendirdiğimiz zaman daha yüksek veya daha az olması kabul görülebilmektedir. Futbol kulüplerinde ise yüksek bir stok bulundurma durumu söz konusu olmadığından bu oranın cari oranı destekleyici nitelikte 1 veya daha üstü çıkması beklenmektedir. Fakat görüldüğü üzere Fenerbahçe Sportif A.Ş'nin likidite oranı beklenenin altında kalmıştır. Aynı şekilde nakit oranı da çok düşük seviyelerde seyretmektedir. Bu iki gösterge kulübünnakit sıkıntısı yaşayabileceğini ve önlem alması gerektiğinin birer kanıtıdır.

Fenerbahçe kulübünün ilgili yıllarda kaldıraç oranlarına bakıldığında zaman olması gerekenden çok yüksek bir oranla karşı karşıya kalmaktayız. Bu bir tek Fenerbahçe için değil, Beşiktaş ve Galatasaray kulüplerinde ilgili dönemde sermaye artışı ve net kâr artışından ötürü mali verilere yansıma da, diğer futbol kulüpleri için de kaçınılmaz bir durumdur ve kulüplerinspekülatif tarzda finanse edildiğini, kredi verenler açısından kulüplerin emniyet marjının dar olduğu, kulüplerin yüksek faiz yükü altına girdiğini, dolayısıyla faiz ve anapara geri ödeme yükümlülüğü esnasında sıkıntıya düşebilecekleri gerçeğini ortaya koymaktadır. Öte yandan Fenerbahçe'nin kaynaklarının 2001 ve 2002 yıllarında tamamı, 2003 yılında ise çok büyük bir kısmı kısa vadeli borçlardan oluşmaktadır. Yani FB bu yıllarda çok dinamik ve risk içeren bir finansal politika izlemektedir.

Tablo 9: Fenerbahçe Sportif A.Ş Gelir Tablosu

(Milyon TL)	01.01.2001- 31.12.2001	01.06.2001- 31.05.2002	01.06.2002- 31.05.2003	Ara Dönem- 30.11.2003
Brüt Satışlar	5.258.309	6.699.081	7.397.943	3.388.800
Satıştan İndirimler	-34.899	-59.110	-63.756	
NET SATIŞLAR	5.223.410	6.639.971	7.334.187	3.388.800
Satışların Maliyeti	-4.099.074	-5.002.646	-5.896.910	-2.477.720
BRÜT SATIŞ KARI/ZARARI	1.124.336	1.637.325	1.437.277	911.080
Faaliyet Giderleri	-999.260	-1.436.308	-1.154.473	-355.650
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	125.076	201.017	282.804	555.430
Diğer Faaliyet Gelir ve Karları	457.420	93.917	82.754	239.881
Diğer Faaliyet Gider ve Zararları	-498.012	-119.477	-245.479	-81.631
Finansman Giderleri	-11.701	-7.217		-67.432
Olağanüstü Gelir ve Karlar	17.488	27.717	54.245	3.492
Olağanüstü Gider ve Zararlar	6.688.401	-14.214	-5.072	-1.286
DÖNEM KARI/ZARARI	79.591	181.743	169.252	648.454
Ödenecek Vergi ve Diğer Yas. Yük.	-52.657	-57.395	-147.292	-80.038
NET DÖNEM KARI/ZARARI	26.934	124.348	21.960	568.416

Değerleme yapılacak olan 2004 yılından geriye dönük 4 dönem bağımsız denetimden geçmiş gelir tabloları gösterilmiştir.

Kârlılık Oranları	2001	2002	2003	11/2003
Net Kârı/Aktif	0,01	0,05	0,01	0,12
Net Kârı/Öz Sermaye	0,17	0,29	0,09	0,69
Brüt Kâr Marjı	0,22	0,31	0,20	0,27
Net Kâr Marjı	0,00	0,03	0,00	0,17

Şirketin yaptığı net kâr rakamları incelendiği zaman bilançonun büyüklüğüne göre bu rakamların genel olarak çok düşük düzeyde kaldığı görülmektedir. Net dönem kârı/sermaye rasyosu her ne kadar yüksek çıksa da yukarıda da bahsedildiği üzere şirketin kaynaklarının çok büyük kısmı borçlardan oluştuğundan bu oran yanılmamalıdır.

Brüt kâr marjı %20-30 bandında iken net kâr marjı düşük oranlarda seyretmektedir. Bu da diğer olağan veya olağandışı gelir-giderlerin, kâr-zararların yüksek olduğunun bir göstergesidir. Fakat bu kalemlerin yüksek olması, faaliyet

konusu ile alakalı veya değil beklenmedik gelir ve giderlerin oluşması futbol sektörü için olağan karşılanmaktadır.

Bu kısımda dikkat edilmesi gereken son altı aylık ara dönem gelir tablosunda ki net dönem kârı kaleminde ki dramatik artıştır. Bu artışın kesin nedeni bilgi paylaşımında ki katı kurallar gereği öğrenilememekle birlikte şu şekilde tahminler yapılmıştır; kulüp ilgili dönemde halka arz edileceğinden dolayı olduğundan daha yüksek kârlılık oranları göstermek istemiştir, Kulübün tarafı olduğu ve satışların maliyeti altında giderleştirilen lisans ve kira sözleşmelerinin vadesi henüz gelmemiş ve dolayısıyla giderleştirilmemiştir. Aynı şekilde bir önceki yılın ara dönem gelir tablosunu kontrol ettiğimizde 2003 yılı kadar olmasa da rakamların yine yüksek olduğu da gözlemlenmiştir.

3.3.2. Nakit Akım Tahminleri İçin Varsayımlar

- 5 yıllık bir projeksiyon dönemi öngörülmüş kalan kısım için sonsuza giden bir artık değer hesaplanmıştır.
- Kulübün gelirlerinin büyük kısmı dolar kurunda olmasından ötürü hesaplamalar dolar bazında yapılmış, bulunan kulüp değeri 1.360.000 kurundan Türk parasına çevrilmiştir.
- Değerleme çalışmasında halka arz geliri dikkate alınmamıştır.
- Her ne kadar geçmiş yıllarda ödenen vergi oranı yüksek görünse de Fenerbahçe Sportif A.Ş 'nin gelirlerinin büyük kısmının sportif faaliyetlerden oluştuğu öngörüldüğünden vergi oranı %3 olarak alınmıştır.
- Şirketin yıllar itibariyle yaptığı net kârın tamamı dağıtılacak temettü olarak varsayılmış, buradan elde edilen gelir hesaplamalara dâhil edilmemiştir.
- Hesaplanan iskonto oranı %12'dir. İskonto oranı hesaplanırken beta katsayısı 0,8, risksiz getiri oranı %10, piyasa risk primi %4ve borçlanma maliyeti %12 olarak alınmıştır.
- Kulübün yayın gelirleri TFF ile DIGITURK arasında yapılan anlaşmaya istinaden 2004 yılında 14,8 milyon dolar olması beklenirken değerlendirme tarihinde sezonun yarısından fazlası tamamlandığından bu rakam yarıya düşmekle beraber takip eden yıllarda %5 oranında artacağı varsayılmıştır.
- Diğer Turnuva Yayın Hakları 2006 sezon sonuna kadar satılmış olup, takip edilen yıllar için yeni bir satım yapılacaktır. Geçmiş 5 yıllık dönemde 10

milyon dolara satılan bu hakların, 2007 yılı için yıllık 2 milyon dolara ve takip eden yıllarda ise %2 oranında artan bir rakamla satılacağı öngörülmüştür.

- Kulübün geçmiş senelerde ki sportif başarılarına bakarak ortalama iki yılda bir şampiyonlar ligine katılacağı varsayılmıştır.
- Kulübün 2003 yılsonu itibariyle mevcut sponsorluk ve reklam sözleşmelerine, ayrıca bu konuda artan bir toplam olmasına dayanarak stat reklamı ve forma reklamı ve sponsorluklar konusunda yükselen bir grafikte ve büyük bir gelir sağlanacağı varsayılmıştır.
- Bahis gelirleri ve forma satışları isim hakkından oluşan ticari isim hakkı gelirleri kaleminin de yükselen bir çizgide olduğu öngörülmüştür.
- Şampiyonlar ligi performans gelirleri UEFA'nın düzenlemelerine, Stadyum gelirleri, FB TV gelirleri, stadyum giderleri ve futbol takımı kirası için tahminler ise kulüp ile şirket. arasında ki sözleşmeler incelenerek yapılmıştır.
- Faaliyet giderleri 2004 yılı için 2.200.000 dolar alınmış olup takip eden yıllarda %20 oranında bir artış öngörülmüştür.
- Faaliyet giderleri içinde muhasebeleştirilen amortismanların 2004 yılında 230.000 dolar olması ve takip eden yıllarda %10 artış göstermesi, Finansman giderleri arasında muhasebeleştirilen faiz giderlerinin 2004 yılında 75.000 dolar olması ve takip eden yıllarda %10 artış göstermesi beklenmektedir.
- İşletme sermayesi geçmiş yıllarda ki veri analizlerine dayanarak brüt satışların %1,5'i olarak hesaplanmıştır.
- Artan oranlar için enflasyon verileri baz alınmıştır.
- Devam eden büyüme oranı %4 olarak varsayılmıştır.

3.3.3. İskonto Oranının Hesaplanması

$$\text{Sermaye Maliyeti} = R_f + (R_m * \beta) = 0,10 + (0,06 * 0,8) \cong \%15$$

$$\begin{aligned} \text{İskonto Oranı} &= \frac{MVe}{MVe+MVd} * Re + \frac{MVd}{MVe+MVd} * Rd * (1-t) \\ &= \frac{818.565}{4.812.713} * \%15 + \frac{3.994.148}{4.812.713} * \%12 * (1-4) \cong \%12 \end{aligned}$$

3.3.4. Nakit Akım Tahminleri

Tablo 10: Fenerbahçe Sportif A.Ş. İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

GERÇEKLEŞMESİ BEKLENEN NAKİT AKIMLARI	2004	2005	2006	2007	2008	2009 ve sonrası
Süper Lig Yayın Hakkı	\$7.400.000	\$15.540.000	\$16.317.000	\$17.132.850	\$17.989.493	\$18.888.967
Diğer Turnuva Yayın Hakkı	-	-	-	\$2.000.000	\$2.040.000	\$2.080.800
Şampiyonlar Ligi Yayın Hakkı	\$412.000	-	\$437.000	-	\$470.000	-
Reklam Gelirleri	\$1.400.000	\$2.900.000	\$3.161.000	\$3.445.490	\$3.755.584	\$4.093.587
Sponsorluk Gelirleri	\$1.500.000	\$3.700.000	\$3.800.000	\$3.900.000	\$4.000.000	\$4.100.000
Ticari Ürün İsim Hakkı	\$800.000	\$1.500.000	\$1.750.000	\$1.802.500	\$1.856.575	\$2.042.233
Şampiyonlar Ligi Performans Geliri	\$993.000	-	\$800.000	-	\$928.000	-
Stadyum Gelirleri	-	\$8.500.000	\$8.500.000	\$8.500.000	\$8.500.000	\$8.500.000
FB TV İsim Hakkı	-	\$500.000	\$1.000.000	\$1.200.000	\$1.320.000	\$1.386.000
TOPLAM GELİRLER	\$12.505.000	\$32.640.000	\$35.765.000	\$37.980.840	\$40.859.652	\$41.091.586
Futbol Takımı Kirası	-	\$500.000	\$715.300	\$759.617	\$817.193	\$821.832
Stadyum Giderleri Katılım Payı ve Lisans Gideri	-	\$900.000	\$918.000	\$936.360	\$955.087	\$974.189
Faaliyet Giderleri	\$2.200.000	\$2.640.000	\$3.168.000	\$3.801.600	\$4.561.920	\$5.474.304
TOPLAM GİDERLER	\$2.200.000	\$4.040.000	\$4.801.300	\$5.497.577	\$6.334.200	\$7.270.325
Fvök	\$10.305.000	\$28.600.000	\$30.963.700	\$32.483.263	\$34.525.451	\$33.821.262
Vergi	-\$309.150	-\$858.000	-\$928.911	-\$974.498	-\$1.035.764	-\$1.014.638
Faiz	-\$75.000	-\$86.250	-\$99.188	-\$114.066	-\$131.175	-\$150.852
Amortismanlar	\$230.000	\$253.000	\$278.300	\$306.130	\$336.743	\$370.417
BRÜT NAKİT AKIMLARI	\$10.150.850	\$27.908.750	\$30.213.902	\$31.700.830	\$33.695.255	\$33.026.189
İşletme Sermayesindeki Değişim	-\$37.000	-\$302.025	-\$47.310	-\$33.755	-\$43.794	-\$5.700
FİRMAYA OLAN NAKİT AKIMLARI	\$10.113.850	\$27.606.725	\$30.166.592	\$31.667.075	\$33.651.461	\$33.020.489
İSKONTO ORANI	12%	12%	12%	12%	12%	12%
YIL	1	2	3	4	5	5
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI	\$9.030.223	\$22.007.912	\$21.471.984	\$20.124.998	\$19.094.743	\$234.208.906
FİRMA DEĞERİ	\$325.938.766,28					

3.3.5.Firma Değeri

Fenerbahçe kulübünün değerlemesi halka arzda net indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre yapılmıştır. Bu çalışmanın aksine kulüp ile dernek arasında yapılan sözleşmenin 30 yıllık olmasından yola çıkılarak 30 yıllık bir projeksiyon dönemi kullanılmış ve herhangi bir artık değer hesaplanmamıştır. %13 iskonto oranı ile yapılan bu çalışmada kulüp değeri 317.275.126 dolar bulunmuş dolar kurunun 1.360.000 olduğu varsayılarak bir hisse fiyatı 17.24 TL bulunmuştur. O tarihte İMKB adıyla faaliyetlerine devam eden BİST'te işlem gören benzer şirketlerin hisse senetlerinden daha cazip bir fiyat sunulması amacı ile 17.24 TL fiyat 10.50 TL ye kadar çekilmiştir.

Bu çalışmada ise kulüp ile dernek arasında yapılacak olan lisans sözleşmesinin yenileceği tahmin edilerekten 5 yıllık bir projeksiyon dönemi öngörölmüş ve takip eden yıllar için sonsuza gidecek bir artık değer tahmini yapılmıştır. Sonuç olarak 325 milyon dolar civarında bir şirket değeri tespit edilmiştir.

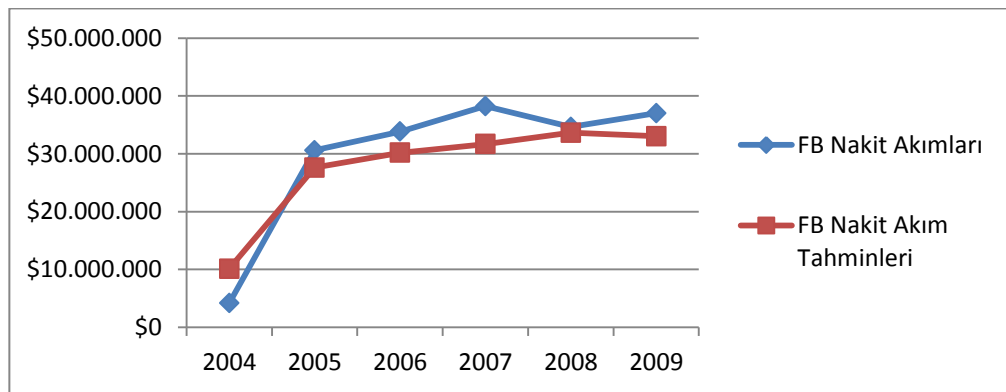
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. SONUÇ

Bu kısımda analizlerde gerçekleşmesi beklenen 5 yıllık nakit akımları tahminlerinin, gerçekleşen nakit akımları ile karşılaştırması yapıp, tahminlerin ne derece doğru yapıldığı, arada farkların olup olmadığı, varsa bu farkların sebeplerinin neler olduğuna değinilecektir. Ayrıca yapılan analiz sonuçları ışığında, şirketler halka arzda hisse senedi satış fiyatlarını daha düşük veya daha yüksek belirlenmeli miydi sorusuna cevap verilecektir.

Çalışmamızın konusu olan futbol kulüplerinin değerlemesinin manipülasyona açık olduğu söylenemez. Çünkü kulüplerin gelirlerinin büyük kısmı o dönemde yapılan sözleşmeler ile garanti altına alınmış olup kısmen tahmin edilebilir. Ayrıca muhafazakar davranılarak gider kalemleri yüksek ve büyüme oranı düşük tahmin edilmiştir. Bir bakıma bulunan şirket değerlerinin asgari rakamlar olduğunu söyleyebilir.

Nitekim tahmin edilen 5 yıllık projeksiyon dönemi nakit akımları ile gerçekleşen nakit akımlarını karşılaştırdığımız zaman tahmin edilen nakit akımlarının gerçekleşen nakit akımları ile Fenerbahçe için çok yakın seviyelerde olduğu gözlenmektedir.

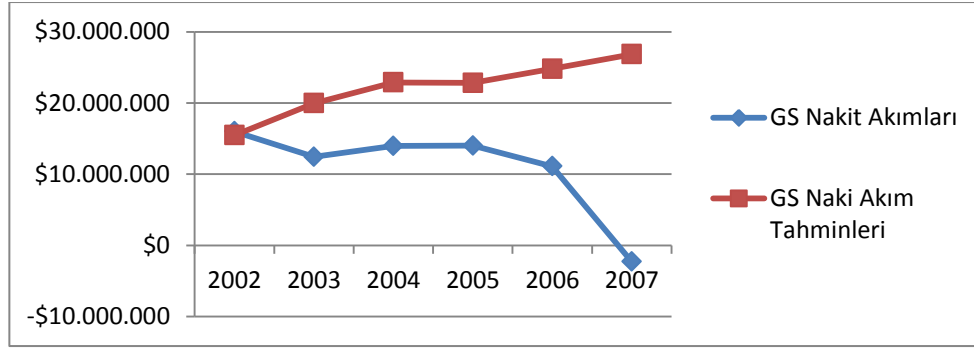


Şekil 6: Fenerbahçe Sportif A.Ş. Nakit Akımları ve Nakit Akım Tahminleri Grafiği

Fenerbahçe'nin aksine Galatasaray'da tahmin edilen nakit akımları ile gerçekleşen nakit akımları arasında fark görülmekte ve bu fark yıllar içerisinde

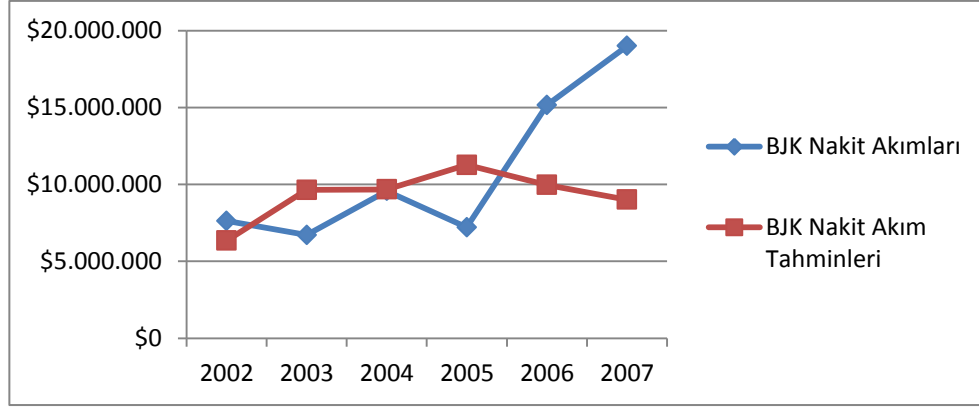
artmaktadır. Detaylı bir şekilde incelendiği zaman projeksiyon döneminde Galatasaray'ın gelir ve gider tahminlerinin yakın seyrettiği fakat işletme sermayesinde önemli değişimlerin olduğu ve farkın işletme sermayesinde meydana gelen değişimlerden kaynaklandığı görülmektedir.

Gelirlerin büyük kısmı şirkete devredilmiş iken giderler kulüp bünyesinde bırakılmıştır. Kulübün giderlerini finanse edemeyişinden dolayı, şirket kulübe yüksek miktarlarda borçlar vermiş, bu borçlarda ilişkili taraflardan alacaklar kalemi adı altında muhasebeleştirilmiştir. Yıllar içerisinde artan bu oran şirkete olan nakit akımlarında büyük bir düşüş yaşatmıştır.



Şekil 7: Galatasaray Sportif A.Ş. Nakit Akımları ve Nakit Akım Tahminleri Grafiği

Beşiktaş için yapılan nakit akım tahminleri ile gerçekleşen nakit akımları 2005 yılına kadar dalgalı ama birbirine yakın değerlerdedir. 2006 yılı ve artık yılda tahmin edilen nakit akımları gerçekleşen nakit akımlarının çok altında kalmıştır. Beşiktaş Futbol A.Ş'nin yıllar içerisinde tahmin edilen futbolcu transfer ve maaş giderleri tahmin edilenden daha yüksek çıkmıştır. Bunun bir sonucu olarak net kâr beklenenden daha az gerçekleşmiş hatta zarar açıklanan yıllar olmuştur. Dolayısıyla kulüp nakit sıkıntısı yaşamıştır. Yıllar içerisinde yaşanan bu nakit sıkıntısı hem ticari hem de diğer borçlarda (ilişkili taraflara olan borçlar) artış ile sonuçlanmıştır. Yükselerek artan bu borç kalemlerinin oluşturduğu işletme sermayesinde ki negatif yönde ki bu hızlı büyüme nakit akımlarında beklenmedik bir artış meydana getirmiştir.



Şekil 8: Beşiktaş Futbol A.Ş. Nakit Akımları ve Nakit Akım Tahminleri Grafiği

Yukarıda da bahsedildiği üzere değerlendirme bir tahmin sürecidir. Değerleme çalışmalarından kesin bir sonuç almak imkânsızdır. Gelecek dönemlerde ortaya çıkması muhtemel risk faktörleri, mikro ve makro alanlarda ki değişimler, kulüplerin sergileyeceği olumlu ya da olumsuz performanslar, yaşayabilecekleri cezai yaptırımlar vb. birçok değişken kulüp şirketlerinin değerinde pozitif veya negatif yönde öngörülemeyecek değişimlere sebep olabilmektedir.

Bir halka arzın başarılı olarak nitelendirilebilmesinin en temel şartı, yatırımcıların almak istedikleri, halka arza konu olan kurumların satmaya razı oldukları, hisse senedine olan talebi artıracak ve halka arz edilen şirkete en yüksek satış hasılatını kazandıracak fiyat düzeyinin tespit edilmesidir.

Halka arza aracılık eden aracı kurum, halka arzı gerçekleştiren firma ve kendisine tahsis edilecek hisse senetlerini almayı bekleyen yatırımcı halka arzı gerçekleşen hisse senetlerinin fiyatlamasında farklı beklentilere sahiptir. Halka arzda, halka arzı gerçekleştiren firmanın genelde en yüksek hasılatı ortaya çıkaracak maksimum fiyatı tercih etmesi beklenirken, buna karşın kendisine tahsis edilecek hisse senetlerini almayı bekleyen yatırımcının, kısa dönemde yüksek getiri elde edebilmek için önemli ölçüde düşük fiyatlanmış hisse senetlerini satın alması beklenir. Bu durum karşısında, halka arza aracılık eden aracı kurum, eğer yatırımcıyı memnun edecek şekilde halka arz fiyatını düşük tutarsa, hasılat kaybına uğrayacağından firma halka arzdan vazgeçebilir veya çalıştığı aracı kurumun itibarı zedelenabilir; şayet firmayı memnun edecek şekilde hisse fiyatını yüksek tespit ederse, yatırımcı halka arza iştirak etmekte tereddüt edebilir ki bu da aracılık komisyonunun azalmasına ve halka arz sonrası fiyat istikrarı işlemlerinin ortaya

çıkmasına sebep olacaktır. Ancak buna rağmen aracı kurumlar halka arzın başarılı olmasını garanti edecek ölçüde hisse fiyatını düşük belirleme eğilimindedir. Literatüre baktığımızda deliller halka arza konu olan hisse senetlerinin genelde düşük fiyatlandığını gösterebilmekteyiz.

Beşiktaş ve Galatasaray için 2002, Fenerbahçe için 2005 yılında değerlendirme çalışmaları yapılmış ve halka arz fiyatları belirlenmiştir. Halka arzlara aracılık eden kuruluşlar, daha önce halka arz edilen futbol kulübünün olmamasından ya da çok az olmasından, yatırımcıların bu hisse senetlerine temkinli yaklaşma potansiyellerinden ve düşük fiyatlama olgusundan ötürü hisse senedi fiyatlarını buldukları şirket değerlerinin yaklaşık %60'ı oranından düşük tespit etmişlerdir.

Fenerbahçe, halka arz edildiği yıl Beşiktaş ve Galatasaray hisseleri dolaşıma açık olduğundan fiyat tespitinde daha verimli bir çalışma yapmak mümkün olmuş nitekim hisse senetleri için iyi bir fiyat tespiti yapılmıştır. Fakat Galatasaray ve Beşiktaş için bu durumdan bahsetmek mümkün değildir. Halka arzdan sonra ki ilk bir ay içerisinde Beşiktaş hisseleri %36, Galatasaray hisseleri ise %23'lük bir değer kaybına uğramış bu kayıplar takip eden aylarda da %65'lere kadar yükselmiştir.

Tablo 11: Üç Büyük Kulüp İlk Ay Hisse Senedi Performansları

	Halka Arz Tarihi	Halka Arz Borsa 100 Endeksi	Halka Arz Fiyatı	İlk Gün Kapanış Fiyatı	İlk Hafta Kapanış Fiyatı	İlk Ay Kapanış Fiyatı	İlk Ay Borsa 100 Endeksi
Beşiktaş	20.02.2002	11.092	57.500 TL	47.000 TL	37.000 TL	25.500 TL	11.791
Galatasaray	20.02.2002	11.092	87.000 TL	80.000 TL	75.000 TL	62.000 TL	11.791
Fenerbahçe	20.02.2004	18.603	10.500 TL	12.800 TL	14.300 TL	12.100 TL	20.167

Bu iki kulüp ülkemizde halka arz edilen ilk futbol kulüpleri olmasından ötürü değerlendirme çalışmalarında ve fiyat tespitlerinde sapmalar olması normal karşılanabilir. Ama hisse senedi değer kayıplarının bu denli yüksek olması halka arzın çok başarılı olmadığının bir göstergesidir.

Bu çalışmanın sonucunda, aracı kurumların uyguladığı düşük fiyatlama olgusunu uygulayarak, bulunan değerler %60 oranında iskonto edilmiş, Beşiktaş için 35.000 TL, Galatasaray için 75.000 TL, Fenerbahçe için 10.500 TL alternatif halka arz fiyatları tespit edilmiştir.

KAYNAKÇA

- Akpınar, Ali Talip, “**Entelektüel Sermaye Kavramı**”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2000, (1), 52.
- Akşar, Tuğrul, “**Futbol Kulüplerinin Şirketleşmesi, Halka Arzı ve Kredilendirilmesi**”, www.futbolekonomi.com, Aralık,2005.
- Akyüz, Mehmet Emin, ”**Futbol Kulüplerinin Şirketleşmesi ve Halka Açılması: Avrupa Futbol Piyasasındaki Gelişmeler Çerçevesinde Beşiktaş, Galatasaray, Fenerbahçe ve Trabzonspor Örneğinin Değerlendirilmesi**”, T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, İstanbul, 2005.
- Altan, Mikail ve Hotamış, Tefik Nadi, “**Türkiye’de İlk Halka Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performans Analizi**”, KMU İİBF Dergisi, 2008, 14.
- Arslan, Özgür, “**Entelektüel Sermaye’nin Türkiye’deki Raporlanma Şeklinin İncelenmesi**”, Journal of Faculty of Business, 2005, 5 (2), 78-87.
- Ataman, Ümit, ve Kibar, Halil, **Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması**, (1. Baskı), Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1999.
- Atar, Burcu (2008), **Halka Arz Sürecinde Fiyatlama Yöntemleri, Sonuçları ve Uygulama: İMKB’de İşlem Gören Sportif Şirketler** (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, İşletme Bölümü, İstanbul(TR).
- Baur, Dirk. GandMcKeating, Conor, “**The Benefits of Financial Markets: A Case of European Football**”, DCU Business School Research Paper Series, 2009, s. 2-21
- Beşiktaş Halka Arz İzahnamesi**
- Bilir, Hakan ve Kulalı, İhsan,” **İndirgenmiş Nakit Akış ve Göreceli Değerleme Yöntemlerinin Karşılaştırılması**”, Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi, 2014, 2 (2), 39-55.
- Bradford, Cornell, 1993, **Corporate Valuation**, New York, ss. 7’den aktaran, Başpınar, Ahmet, (2008), “**Halka Arzlarda Oluşan Fiyat Anomalilerine Bağlı Çıkar İlişkileri**”, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Başkent Üniversitesi, İşletme Ana Bilim Dalı, Ankara(TR).
- Chambers, Nurgül, **Firma Değerlemesi**, (1. Baskı), Avcıol Basım Yayın, İstanbul 2005.

Deloitte, “**Annual Report of Football Finance**”, 2015.

Dimitropoulos, P., “**The Financial Performance of the Greek Football Clubs**”,
Sport Management International Journal, 2010, 6 (1), 5-27.

Fenerbahçe Halka Arz İzahnamesi

Galatasaray Halka Arz İzahnamesi

Gürel YMM ve Bağımsız Denetim A.Ş.,”**Spor Şirketlerinin Yapısal ve Finansal Karşılaştırmalı Analizi**”, www.vergikilavuzu.com, (19.11.2015).

Gürel, P., İlhan, K, vd..., “**Measuring Intellectual Capital For Football Clubs: Evidence From Turkish First Division Football League**”, Pamukkale Journal Of Sport Sciences, 2013, 4 (1), 36-47.

Hünerli, S., “**Türkiye’de Futbol İktidarı ve Fanatizmin Karikatürlere Yansımaları**”, Atatürk Üniversitesi Güzel Sanatlar Fakültesi, Sanat Dergisi, 2011, 19, 97-107.

İnan, Tuğbay, (2007), **Türkiye’deki Futbol Kulüplerinin Gişe Gelirlerini Arttırmaya Yönelik Uygulamalarının İncelenmesi** (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Çukurova Üniversitesi, Adana(TR).

Keller, Kevin Lane, “**Conceptualizing, Measuring and Managing Customer-Based Brand Equity**”, Journal of Marketing, 1993, 57, 1-22

Kerimov, Ruslan, (2011) **Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi, Raporlanması ve İşletme Performansına Etkisi: Örnek Bir Uygulama** (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi, İşletme Bölümü, Ankara(TR).

Kızıltepe, M., “**Futbol Kulüpleri İçin Değerleme Çerçevesi**”, Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Spormetre Beden Eğitimi Spor Bilimleri Dergisi, 2012, 10 (3), 77-88.

Özer, Bengi, **Price Performance of Initial Public Offerings in Turkey**, (1. Baskı) SPK Yayınları, Ankara, 1999.

Parlak, Deniz, Bişirici, Emre, “**İki Spor Kulübünün Hisse Senedi Getirileri Üzerine Bir Uygulama**” Doğu Üniversitesi Dergisi, 2014, 15 (2), 181-192.

Sevim, Şerafettin, Güven, Ömer Zafer, “**Spor Kulüplerinin Halka Açılması ve Hisse Senetlerinin Değerini Etkileyen Faktörlerin Analizi: Beşiktaş ve Galatasaray Örneği**”, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2002, 4 (7), s.113-128.

- Stewart, Thomas, “Brainpower”, Fortune, (127), 1991, 44-60’den aktaran Yereli, Ayşen, Gerşil, Gülşen,” **Entelektüel Sermayeyi Ölçme ve Raporlama Yöntemleri**” Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 2005, 12 (2), 17-29.
- Sultanoğlu, Banu, (2008) **Hisseleri Halka Arz Edilen Türk Futbol Kulüplerinin Mali Tablolarının Türkiye Muhasebe Standartları Çerçevesinde İncelenmesi** (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Başkent Üniversitesi, İşletme Bölümü, Ankara(TR).
- Ulagay, Alp, “**İşte Türk Futbol Endüstrisi**”, Hürriyet, 28.01.2006
- Uluyol, Osman, “**Süper Lig Futbol Kulüplerinin Finansal Performans Analizi**”, Journal of Yasar University, 2014, 9 (34), 5716-5731.
- Yasemin Erdoğan, Tuğrul Akşar, Mülakat, **Geniş Açı Dergisi**, 04.2015.
- Zeren, Feyyaz, Gümüş, Fatih B “**Türk ve Yabancı Futbol Takımlarının Borsa Performansları Üzerine Bir Uygulama**”, Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2013, 3 (2), 34-54.

İnternet Siteleri

www.fifa.com

www.forbes.com

www.bjk.com.tr

www.galatasaray.org

www.fenerbahce.org

www.borsaistanbul.com

www.kap.gov.tr

www.spk.gov.tr

www.tcmb.gov.tr

www.kgk.gov.tr