

BİST-SPOR ENDEKSİNDE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN FİRMA DEĞERLERİNİN TESPİTİ

Mehmet KUZU¹

ÖZ

Finans teorisi firma amacının ne olması gerektiği problemini hissedarların servetlerinin maksimize edilmesi gerekliliğini ileri sürerek çözmektedir. Hissedarların servetlerinin değerinin maksimize edilmesi, firmanın değerinin maksimize edilmesi anlamına gelmektedir. Firma değerinin hesaplanmasında çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Bu yöntemlerden biri öz sermayeye serbest nakit akımları yöntemidir. Fenerbahçe, Galatasaray, Beşiktaş ve Trabzonspor spor kulüpleri anonim şirketlerinin hisse senetleri BİST-SPOR endeksinde işlem görmektedirler. Bu çalışmanın amacı hisse senetleri BİST-SPOR endeksinde işlem gören Fenerbahçe, Galatasaray, Beşiktaş ve Trabzonspor kulüpleri anonim şirketleri firma değerlerinin öz sermayeye serbest nakit akımı yöntemi ile tespit etmektir. Yapılan hesaplamalar sonucunda şirketlerin firma değerlerinin sıralaması; Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş., Galatasaray Sportif Sınai Ticari Yatırımlar A.Ş, Fenerbahçe Futbol A.Ş, ve Trabzonspor Sportif Yatırım ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. şeklinde gerçekleşmiştir. Negatif öz sermayeye rağmen piyasa ve firma değerlerinin genel olarak pozitif hesaplanmasına etki eden unsurun firmaların spor kulüpleri taraftarlarının hisse senedi alımından kaynaklanan değer artışı olduğu ileri sürülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Firma Değeri, Öz sermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi, Piyasa Değeri

JEL Kodları: G32, G31, P45

DETERMINATION OF FIRMS 'VALUES BY COMPANIES WHICH BE DEALT IN BIST-SPORTS INDEX

ABSTRACT

Finance theory has solved the problematically what should be the purpose of a firm arguing necessity of maximization of shareholders wealth. Maximization of Shareholders' wealth means maximization of firm value. Variety methods has been used on calculation of firm value. One of these methods is free cash flows to equity method. Fenerbahçe, Galatasaray, Beşiktaş ve Trabzonspor sport clubs' corporations' stocks have been dealt in BIST-Sport index. The aim of this study is to determinate fenerbahçe, galatasaray, beşiktaş ve trabzonspor sport clubs' corporations' firm values by free cash flows to equity method. On consequence of calculations which has been made, ranking of corporations' firm value is respectively Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş., Galatasaray Sportif Sınai Ticari Yatırımlar A.Ş, Fenerbahçe Futbol A.Ş, and Trabzonspor Sportif Yatırım ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. . It has been suggested that the factor that affects the positive calculation of the market and firm values in spite of the negative equity is that the supporters of the sports clubs of the firms are the value increase due to stock purchase.

Key Words: Firm Value, Free Cash Flows to Equity Method, Market Value

JEL Codes: G32, G31, P45

¹ Arş. Gör. Bayburt Üniversitesi İ.İ.B.F İşletme Bölümü, mehmetkuzu86@gmail.com

GİRİŞ

Gelişmekte olan bir bilim dalı olarak finans biliminin iktisat biliminden ayrılması 1950’li yıllara dayanmaktadır. Finans biliminin iktisat biliminden ayrılmasında en esaslı noktalardan biri firma amacının ne olması gerektiği problematiğinin çözümüne olan yaklaşım farklılığıdır. Çünkü iktisat bilimine göre firma amacı kâr elde etmek iken, kâr elde eden firmaların iflas tehlikesi ile karşı karşıya kaldığı saptanmıştır. Buradan hareketle literatürde, kâr maksimizasyonu’ nun yetersizlikleri tartışılmaya başlanmıştır.

Bu doğrultuda, Robert Anthony Harvard Business Review’ın Aralık 1960 sayısında yayınlanan “The Trouble with Profit Maximization” adlı makalesinde, kâr kavramının tek başına bir anlam ifade etmediği, maksimum yapılmaya çalışılan kârın, kısa vadeli kâr mı, uzun vadeli kâr mı, kârlılık oranı mı, kâr tutarı mı, olduğu dolayısıyla da kârın subjektif bir anlam taşıdığını ileri sürmüştür (Anthony, 1960, Ercan ve Üreten,2000).

Finans literatüründe kâr maksimizasyonunun yetersizliklerinin tartışılmaya başlanmasından sonra, finans teorisi firma amacının ne olması gerektiği problematiğinin çözümünde kâr maksimizasyonu odaklı yaklaşımı benimseyen iktisat teorisinden farklı olarak değer odaklı yaklaşımı benimsemiştir. Değer maksimizasyonu temelli firma amacı teorisi rasyonel insan tipi çerçevesinde yapılandırılmıştır. Çünkü firma ortaklarının firmaya sermayelerinin koymalarındaki temel amaçları kendi servetlerini maksimize etmektir.

Bu nedenle, firmanın değerinin maksimize edilmesi firma ortaklarının servetlerinin maksimize edilmesi anlamına gelmektedir. Bunu sağlamanın yolu firmanın hisse senetlerinin piyasa değerinin maksimize edilmesinden geçmektedir (Ercan ve Ban, 2005).

Bir başka ifade ile firma değerinin maksimizasyonu, firmanın hisse senetleri değerinin maksimize edilmesi yolu ile firma ortaklarının servetlerinin maksimizasyonu anlamına gelmektedir. Bu nedenle firma ortakları ve diğer firma paydaşları açısından firmanın değerinin doğru bir şekilde tespiti önem arz etmektedir.

Firmaların gerçek değeri genellikle piyasada pazarlık ortamında belirlenmektedir. Ancak değerlendirme yapanın dikkate alacağı parametrelere göre bu değer farklılaşabilir. Bu nedenle firma değerinin doğru bir şekilde saptanması problematiği finans literatürün de tartışılmalı konulardan biri olmuş ve firma değerlemesi konusunda farklı görüş ve yaklaşımlar ortaya çıkmıştır (Demir ve Bahadır, 2007:1).

Firma değerini hesaplama metotları genellikle değerlemeyi yapmaktaki amaca göre şekillenmiştir. Uluslararası değerlendirme standartlarına göre firma değerini tespit modelleri üç ana başlıkta sınıflandırılmıştır. Bunlar pazar yaklaşımı (market approach), gelir indirgeme yaklaşımı (income capitalisation approach), varlık temelli yaklaşım (<https://www.ivsc.org/standards/international-valuation-standards>, Erişim Tarihi, 05.01.2018).

Gelir indirgeme yaklaşımlarından biri öz sermayeye serbest nakit akımları yöntemidir. Bu yöntemde esas amaç firmanın öz sermayesinin bugünkü değerini öz kaynak maliyeti ile iskonto ederek tespit etmektir.

İktisat ve finans disiplini ayrımında firma amacının ne olması gerektiği problematiğinin çözümüne ilişkin yaklaşım farklılığının etkili olduğunu vurgulamıştık. Kâr maksimizasyonu'nun teorik çıkmazlarından bir tanesi kâr eden firmaların iflas edebilmesi hususudur. Bir diğer açmaz ise öz sermayesi negatif olan firmaların iflas etmemesi hususudur.

Bist-Spor endeksinde yer alan firmalar genel olarak negatif öz sermayeye sahip firmalardır. Ancak, bu firmalar iflas etmemekte hatta hisse senetleri yüksek fiyatlardan işlem görmektedirler. Negatif öz sermayeli spor kulüpleri A.Ş'leri negatif öz sermayeye sahip olmalarına rağmen hisse senetlerinin yüksek fiyatlardan işlem görmektedirler.

Halka açık spor kulüplerinin hisse senedi fiyatları finansal göstergeleri güçlü olmadığı dönemlerde dahi, bu kulüplerin taraftarlarının oluşturduğu değerden dolayı yüksek fiyatlardan alıcı bulabilmektedir. Bu durumda öz kaynaklar üzerinden bir değer artışı söz konusu olduğu için bu firmaların değerinin tespitinde öz sermayeye serbest nakit akımları yönteminin kullanılması gerektiği ileri sürülebilir. Bu nedenle firma değerinin ölçümünde öz sermayeye serbest nakit akımları yöntemi seçilmiştir.

2017-2022 tarihleri arasında öz sermayeye serbest nakit akımlarının hesaplanabilmesi için 2013-2017 yılları arası dönemde firmaların uluslararası finansal raporlama standartlarına göre hazırlanmış finansal durum tablolarından elde edilen verilerden yola çıkarak, öz sermayeye serbest nakit akımlarının hesaplanmasına teşkil eden hesap kalemlerindeki ortalama büyüme oranları hesaplanmış ve bu oranlar vasıtası ile 2018-2022 dönemi proforma verileri oluşturulmuştur. Öz sermaye maliyetinin hesaplanmasında ise sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli kullanılmıştır.

Bu bağlamda, bu çalışmada Bist-Spor Endeksinde yer alan Fenerbahçe, Galatasaray, Beşiktaş ve Trabzonspor spor kulüpleri A.Ş'lerinin firma değerleri öz sermayeye serbest nakit akımları yöntemi ile tespit edilmiş ve sonuçlar teorik olarak tartışılmıştır.

1. DEĞER VE FİRMA DEĞERİ

Değer kavramının özünde insan ihtiyaçları yatmaktadır. Bu bağlamda değer; “bir varlığın sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, varlığın karşılığında alınabilecek tutar”dır (Ercan, Öztürk ve Demirgüneş, 2003:1).

Bir iktisadi ölçü birimi olarak değer kavramına; kıymetli madenler, kağıt para, emtialar, finansal varlıklar gibi ekonomik faydaları birbirinden çok farklı ürünler konu olabilir (Zor ve Cengiz, 2017: 42). Firma amacı; ortakların servetlerinin maksimizasyonudur. Bu nedenle firma değerinin maksimizasyonu firma ortaklarının servetlerinin ekonomik fayda ortaya çıkarma derecesini maksimize edecektir.

Firma değerinin saptanması birtakım spesifik nedenler gerektirebilir. Bu nedenleri genel olarak aşağıdaki gibi sıralanabilir (Yazıcı, 1997:10, Küçükkaplan, 2017:10).

- Mali yapısı iyi olmayan firmalar mali yapılarını düzeltmek için varlıklarının bir kısmını satmak zorunda kalabilmektedir.
- Bu satış işlemleri için varlıkların değerinin bulunması gerekmektedir.
- Yöneticiler, yüksek getiri sağlanması beklenen yeni yatırımların finansmanı için firmayı yada varlıkları elden çıkararak fon yaratma yoluna başvurabilmektedir.
- Borç karşılığında ipotek yaptırılması gerektiğinde ipotek yapılacak firma ya da varlığın değer tespitine ihtiyaç duyulmaktadır.
- Firmaların büyüme arzuları nedeniyle gerçekleştirilecek firma birleşmeleri ve satın almaları, değerlendirme ihtiyacını ortaya koymaktadır.
- Firmaların yeni ortak ya da fon temini amacıyla halka açılmak istekleri değerlemeyi ön plana çıkarmaktadır.
- Ödenecek vergilerin belirlenmesi gerektiğinde firma değerinin bilinmesine ihtiyaç duyulabilecektir.
- Özelleştirme çalışmalarında firma değerinin tespitine ihtiyaç duyulmaktadır.

2. FİRMA DEĞERİ HESAPLANMA MODELLERİ

Firma değerini hesaplama modelleri literatürde ikili, uluslararası değerlendirme standartlarında üçlü bir ayrıma gidilmiştir.

Finans literatürü sınıflamasında firma değerlemesine ilişkin uygulamalarda kullanılan yöntemler indirgenmiş nakit akımları yöntemi (Discounted Cash Flows Method) ve göreceli değerlendirme yöntemi (Relative Valuation Method) olarak iki ana başlık altında sınıflandırılabilir. Ayrıca; düzeltilmiş bugünkü değer (Adjusted Present Value – APV), opsiyon değerlendirme ve ekonomik katma değer (Economic Value Added – EVA) gibi yöntemler de kullanılmaktadır. Bununla birlikte, firma değerinin tespitinde en çok kabul gören yöntem, İndirgenmiş nakit akımları yöntemidir (Ercan, Öztürk ve Demirgüneş, 2003: 27).

3. ÖZ SERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMLARI (FCFE)

Öz sermayeye serbest nakit akışı yaklaşımında; firmanın kullandığı öz sermayenin bugünkü değeri tespit edilmektedir. Bu yöntemde öz sermayeye serbest nakit akımlarını öz kaynak maliyeti ile bugüne iskonto edilerek firma değerine ulaşılmaktadır (Ercan ve Üreten., 2000:35).

İşletmenin varlıklarının cari değerinden, borçlarının cari değerlerinin düşülmesi ile bulunan öz sermayesinin değeridir (Külter ve Demirgüneş, 2006: 332). Öz sermayeye olan serbest nakit akımı modelinin kullanıldığı durumlar aşağıdaki gibi gruplanabilir (Damadoran, 2002: 656):

- Ödedikleri kâr payları, öz sermayeye olan serbest nakit akımından oldukça yüksek ya da düşük olan firmalarda (örneğin, beş yıl boyunca kâr payları öz sermayeye olan serbest nakit akımlarının % 80' inden daha düşük veya % 10' undan daha yüksek ise öz sermayeye olan serbest nakit akımı modeli kullanılır),
- Kâr paylarının söz konusu olmadığı firmalarda
- Banka ve sigorta firmaları ile diğer finansal hizmet kuruluşlarının değer tespitinde kullanılmaktadır.

Öz sermayeye serbest nakit akımları; net kâra amortismanların ilave edilip, işletme sermayesindeki artışların, sermaye harcamalarının ve borç ana para geri ödemelerinin çıkarılması ve bu tutara yeni borçlanmaların ilave edilmesi ile hesaplanmaktadır (Damadoran; 2001,s.271). Ayrıca öz sermayeye serbest nakit akımları net kârdan, öz sermaye deki değişimin çıkarılması ile hesaplanmaktadır. Bu çalışmada 2.yöntem seçilmiştir.

Öz Sermayeye Serbest Nakit Akımları = Net Kâr + Amortismanlar- (İşletme Sermayesindeki Değişim + Sermaye Harcamaları+ Borç Ve Anapara Geri Ödemeleri) + Yeni Borçlar

Öz Sermayeye Serbest Nakit Akımları = Net Kâr- Öz kaynaklardaki değişim

4. BİST-SPOR ENDEKSİNDE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN FİRMA DEĞERLERİNİN TESPİTİ

Fenerbahçe, Galatasaray, Beşiktaş Ve Trabzonspor spor kulüpleri A.Ş.'leri firma değerlerinin tespitinde proforma tabloları oluşturabilmek için firmaların 2017-2017 yılları arasındaki mali tablo bilgilerinden yararlanılmıştır. Daha sonra proforma tabloların oluşturulması için kriterler belirlenmiştir.

Buna göre firmaların varlık, yükümlülük ve net kâr/zararlarının 2017-2022 yılları arasındaki ortalama büyüme oranları kadar artacağı varsayılmıştır. Bu çerçevede 2018-2022 yılları arası dönem için proforma tablolar hazırlanmıştır. Firmaların öz sermayeye serbest nakit akımları net kârdan öz sermayedeki değişimin çıkarılması ile saptanmıştır. Ayrıca son yıl için devam eden değer hesaplanmıştır. Firmaların öz kaynak maliyetleri sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli ile hesaplanmıştır. Pazarın getiri oranı olarak BİST-100 ortalama getirisi esas alınmıştır. Ayrıca firmaların cari piyasa değerleri www.bigpara.com kaynağından alınmıştır.

Tablo 1. Bist-Spor Endeksi Risk-Getiri Tablosu

| ŞİRKET | Beta | Ort. Getiri |
|-----------------|--------|-------------|
| BJKAS | 0.7430 | 0 |
| GSRAY | 1.0545 | -0.23 |
| FENER | 0.4145 | -0.0650 |
| TSPOR | 1.0395 | -0,0750 |
| BİST-100 | | 0.0942 |

Kaynak: <http://bigpara.hurriyet.com.tr/analiz/risk-getiri-tablosu>, Erişim Tarihi, 05.01.2018

4.1.Fenerbahçe Futbol A.Ş. Firma Değerinin Tespiti

Proforma bilgilerin hesaplanmasında kullanılacak Fenerbahçe Futbol A.Ş. 2013-2017 yılları arasındaki mali tablo bilgileri aşağıdaki gibi özetlenmiştir.

Tablo 2. Fenerbahçe Futbol A.Ş. 2013-2017 Mali Tablo Bilgileri

| KALEMLER | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| TOPLAM VARLIKLAR | 345.811.524,00 ₺ | 311.233.179,00 ₺ | 652.779.605,00 ₺ | 654.210.051,00 ₺ | 926.432.421,00 ₺ |
| KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 287.231.899,00 ₺ | 477.541.204,00 ₺ | 682.222.666,00 ₺ | 523.043.659,00 ₺ | 718.610.153,00 ₺ |
| UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 299.111.591,00 ₺ | 255.990.679,00 ₺ | 336.636.826,00 ₺ | 794.306.507,00 ₺ | 734.910.781,00 ₺ |
| YÜKÜMLÜLÜKLER | 586.343.490,00 ₺ | 733.531.883,00 ₺ | 1.018.859.492,00 ₺ | 1.317.350.166,00 ₺ | 1.470.764.759,00 ₺ |
| NET DÖNEM KARI | -128.075.552,00 ₺ | -181.192.270,00 ₺ | 79.675.595,00 ₺ | -297.120.426,00 ₺ | 25.687.225,00 ₺ |
| ÖZKAYNAKLAR | -240.531.966,00 ₺ | -422.298.704,00 ₺ | -366.079.887,00 ₺ | -663.140.115,00 ₺ | -527.088.513,00 ₺ |

Kaynak: www.kap.gov.tr, Erişim Tarihi, 06.01.2018

Bu verilerden yola çıkarak proforma bilgiler ve öz sermayeye serbest nakit akımları ve firma değeri hesaplanmıştır.

Tablo 3. Fenerbahçe Futbol A.Ş. Öz sermayeye Serbest Nakit Akımları

| KALEMLER | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| TOPLAM VARLIKLAR | 926.432.421,00 ₺ | 1.226.113.207,47 ₺ | 1.622.734.225,90 ₺ | 2.147.653.537,92 ₺ | 2.842.372.857,68 ₺ | 3.761.818.803,36 ₺ |
| KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 718.610.153,00 ₺ | 943.663.050,34 ₺ | 1.239.197.566,10 ₺ | 1.627.286.993,26 ₺ | 2.136.917.494,73 ₺ | 2.806.153.062,24 ₺ |
| UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 734.910.781,00 ₺ | 948.494.799,86 ₺ | 1.224.151.840,76 ₺ | 1.579.921.924,15 ₺ | 2.039.087.965,48 ₺ | 2.631.699.495,65 ₺ |
| YÜKÜMLÜLÜKLER | 1.470.764.759,00 ₺ | 1.914.455.413,62 ₺ | 2.491.995.751,40 ₺ | 3.243.764.665,83 ₺ | 4.222.322.289,83 ₺ | 5.496.084.752,07 ₺ |
| NET DÖNEM KARI | 25.687.225,00 ₺ | 20.112.271,49 ₺ | 15.747.262,10 ₺ | 12.329.600,05 ₺ | 9.653.680,52 ₺ | 7.558.521,54 ₺ |
| ÖZKAYNAKLAR | -527.088.513,00 ₺ | -688.342.206,15 ₺ | -869.261.525,50 ₺ | -1.096.111.127,92 ₺ | -1.379.949.432,15 ₺ | -1.734.265.948,70 ₺ |
| ÖZKAYNAKLAR DEĞİŞİM | 136.051.602,00 ₺ | -161.253.693,15 ₺ | -180.919.319,35 ₺ | -226.849.602,42 ₺ | -283.838.304,24 ₺ | -354.316.516,55 ₺ |
| ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMLARI | -136.051.602,00 ₺ | 181.365.964,64 ₺ | 196.666.581,45 ₺ | 239.179.202,46 ₺ | 293.491.984,76 ₺ | 361.875.038,09 ₺ |

Tablo 4. Fenerbahçe Futbol A.Ş. Firma Değeri Hesaplamaları ve Sonuçlar

| | |
|---|--|
| Ort.Aktif Büyüme oranı | 0,323478302 |
| Ort.Kısa Vadeli Yükümlülükler Büyüme Oranı | 0,31317801 |
| Ort.uzun Vadeli Yükümlülükler Büyüme Oranı | 0,29062578 |
| Ort.Yükümlülükler Büyüme Oranı | 0,301673433 |
| Ort Kâr Büyüme Oranı | -0,217032144 |
| Beta | 1,0793 |
| Risksiz Faiz Oranı | 0,1333, http://www.bloomberght.com/ , Erişim Tarihi, 05.01.201833, http://www.bloomberght.com/ , Erişim Tarihi, 05.01.2018 |
| Pazarın Getiri Oranı | 0,0942 |
| Öz kaynak Maliyeti | 0,09109937 |
| Devam Eden Değer | 83.609.414,01 ₺ |
| Firma Değeri (TL) | 670.190.813,01 ₺ |
| Piyasa Değeri (TL) | 1.012.100.000,00 TL (http://www.bigpara.com/borsa/hisse-fiyatları/FENER-detay/ Erişim Tarihi, 05.01.2018) |
| Piyasa değeri ve Firma Değeri Arasındaki Fark | 341.909.186,99 ₺ |

4.2. Galatasaray Sportif Sınai Ve Ticari Yatırımlar A.Ş. Firma Değerinin Tespiti

Proforma bilgilerin hesaplanmasında kullanılacak, Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş 2013-2017 yılları arasındaki mali tablo bilgileri aşağıdaki gibi özetlenmiştir.

Tablo 5. Galatasaray Sportif Sınai Ve Ticari Yatırımlar A.Ş. 2013-2017 Mali Tablo Bilgileri

| KALEMLER | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| TOPLAM VARLIKLAR | 695.568.498,00 ₺ | 781.403.879,00 ₺ | 652.779.605,00 ₺ | 654.210.051,00 ₺ | 905.124.147,00 ₺ |
| KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 448.037.953,00 ₺ | 527.348.178,00 ₺ | 682.222.666,00 ₺ | 523.043.659,00 ₺ | 737.005.471,00 ₺ |
| UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 263.043.781,00 ₺ | 357.283.350,00 ₺ | 336.636.826,00 ₺ | 794.306.507,00 ₺ | 733.759.288,00 ₺ |
| YÜKÜMLÜLÜKLER | 711.081.734,00 ₺ | 884.631.528,00 ₺ | 1.018.859.492,00 ₺ | 1.317.350.166,00 ₺ | 1.470.764.759,00 ₺ |
| NET DÖNEM KARI | -117.473.637,00 ₺ | -87.498.442,00 ₺ | 79.675.595,00 ₺ | -297.120.426,00 ₺ | 10.907.006,00 ₺ |
| ÖZKAYNAKLAR | -15.513.236,00 ₺ | -103.227.649,00 ₺ | -366.079.887,00 ₺ | -663.140.115,00 ₺ | -565.640.612,00 ₺ |

Kaynak: www.kap.gov.tr, Erişim Tarihi, 06.01.2018

Bu verilerden yola çıkarak proforma bilgiler ve öz sermayeye serbest nakit akımları ve firma değeri hesaplanmıştır.

Tablo 6. Galatasaray Sportif Sınai Ve Ticari Yatırımlar A.Ş. Öz sermayeye Serbest Nakit Akımları

| KALEMLER | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------------------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| TOPLAM VARLIKLAR | 905.124.147,00 ₺ | 959.661.946,97 ₺ | 1.017.485.894,63 ₺ | 1.078.793.995,16 ₺ | 1.143.796.184,43 ₺ | 1.212.715.047,91 ₺ |
| KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 737.005.471,00 ₺ | 832.073.596,49 ₺ | 939.404.790,36 ₺ | 1.060.580.895,58 ₺ | 1.197.387.800,88 ₺ | 1.351.841.761,12 ₺ |
| UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 733.759.288,00 ₺ | 996.370.990,09 ₺ | 1.352.971.152,99 ₺ | 1.837.198.151,10 ₺ | 2.494.729.498,82 ₺ | 3.387.590.646,43 ₺ |
| YÜKÜMLÜLÜKLER | 1.470.764.759,00 ₺ | 1.785.022.591,19 ₺ | 2.166.427.793,13 ₺ | 2.629.327.721,69 ₺ | 3.191.135.328,84 ₺ | 3.872.984.186,39 ₺ |
| NET DÖNEM KARI | 10.907.006,00 ₺ | 8.523.069,52 ₺ | 6.660.188,33 ₺ | 5.204.475,74 ₺ | 4.066.937,21 ₺ | 3.178.029,66 ₺ |
| ÖZKAYNAKLAR | -565.640.612,00 ₺ | -825.360.644,22 ₺ | -1.148.941.898,50 ₺ | -1.550.533.726,53 ₺ | -2.047.339.144,40 ₺ | -2.660.269.138,49 ₺ |
| ÖZKAYNAKLAR DEĞİŞİM | 97.499.503,00 ₺ | -259.720.032,22 ₺ | -323.581.254,28 ₺ | -401.591.828,03 ₺ | -496.805.417,88 ₺ | -612.929.994,08 ₺ |
| ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMLARI | -97.499.503,00 ₺ | 268.243.101,74 ₺ | 330.241.442,61 ₺ | 406.796.303,77 ₺ | 500.872.355,09 ₺ | 616.108.023,74 ₺ |

Tablo 7. Galatasaray Sportif Sınai Ve Ticari Yatırımlar A.Ş. Firma Değeri Hesaplamaları ve Sonuçlar

| | |
|---|--|
| Ort. Aktif Büyüme Oranı | 0,060254497 |
| Ort.Kısa Vadeli Yükümlülükler Büyüme Oranı | 0,128992428 |
| Ort.uzun Vadeli Yükümlülükler Büyüme Oranı | 0,357898982 |
| Ort.Yükümlülükler Büyüme Oranı | 0,213669678 |
| Ort Kâr Büyüme Oranı | -0,218569283 |
| Beta | 1,045 |
| Risksiz Faiz Oranı | 0,1333, http://www.bloomberght.com/ , Erişim Tarihi, 05.01.2018 |
| Pazarın Getiri Oranı | 0,09 |
| Öz kaynak Maliyeti | 0,0924405 |
| Devam Eden Değer | -123.901.755,59 ₺ |
| Firma Değeri (TL) | 964.551.968,06 ₺ |
| Piyasa Değeri (TL) | 708.480.000,00 ₺ (http://www.bigpara.com/borsa/hisse-fiyatlari/GSRAY-detay/ Erişim Tarihi, 05.01.2018) |
| Piyasa değeri ve Firma Değeri Arasındaki Fark | -256.071.968,06 ₺ |

4.3. Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş. Firma Değerinin Tespiti

Proforma bilgilerin hesaplanmasında kullanılacak Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş. 2013-2017 yılları arasındaki mali tablo bilgileri aşağıdaki gibi özetlenmiştir.

Tablo 8. Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş. 2013-2017 Mali Tablo Bilgileri

| KALEMLER | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| TOPLAM VARLIKLAR | 104.646.652,00 ₺ | 179.621.502,00 ₺ | 295.626.429,00 ₺ | 654.210.051,00 ₺ | 663.688.973,00 ₺ |
| KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 318.605.209,00 ₺ | 338.397.664,00 ₺ | 581.976.325,00 ₺ | 523.043.659,00 ₺ | 893.762.800,00 ₺ |
| UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 150.097.582,00 ₺ | 345.825.801,00 ₺ | 260.020.636,00 ₺ | 794.306.507,00 ₺ | 286.166.786,00 ₺ |
| YÜKÜMLÜLÜKLER | 468.702.791,00 ₺ | 684.223.465,00 ₺ | 841.996.961,00 ₺ | 1.317.350.166,00 ₺ | 1.470.764.759,00 ₺ |
| NET DÖNEM KARI | -143.902.222,00 ₺ | -140.478.649,00 ₺ | -58.663.366,00 ₺ | -297.120.426,00 ₺ | 2.809.725,00 ₺ |
| ÖZKAYNAKLAR | -364.056.139,00 ₺ | -504.601.963,00 ₺ | -546.370.532,00 ₺ | -663.140.115,00 ₺ | -516.240.613,00 ₺ |

Kaynak: www.kap.gov.tr, Erişim Tarihi, 05.01.2018

Bu verilerden yola çıkarak proforma bilgiler ve öz sermayeye serbest nakit akımları ve firma değeri hesaplanmıştır.

Tablo 9: Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş. Öz sermayeye Serbest Nakit Akımları

| KALEMLER | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------------------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
| TOPLAM VARLIKLAR | 663.688.973,00 ₺ | 1.679.045.081,22 ₺ | 4.247.761.375,38 ₺ | 10.746.272.928,58 ₺ | 27.186.645.305,62 ₺ | 68.778.607.046,92 ₺ |
| KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 893.762.800,00 ₺ | 1.128.505.094,93 ₺ | 1.424.901.270,54 ₺ | 1.799.144.407,86 ₺ | 2.271.680.619,05 ₺ | 2.868.326.084,56 ₺ |
| UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 286.166.786,00 ₺ | 508.721.463,15 ₺ | 904.359.065,18 ₺ | 1.607.687.856,74 ₺ | 2.858.002.251,78 ₺ | 5.080.698.244,35 ₺ |
| YÜKÜMLÜLÜKLER | 1.470.764.759,00 ₺ | 2.099.648.331,78 ₺ | 2.997.435.919,07 ₺ | 4.279.108.054,88 ₺ | 6.108.809.742,64 ₺ | 8.720.872.666,27 ₺ |
| NET DÖNEM KARI | 2.809.725,00 ₺ | 2.205.187,62 ₺ | 1.730.721,85 ₺ | 1.358.341,62 ₺ | 1.066.082,32 ₺ | 836.705,20 ₺ |
| ÖZKAYNAKLAR | -516.240.613,00 ₺ | -420.603.250,55 ₺ | 1.250.325.456,32 ₺ | 6.467.164.873,69 ₺ | 21.077.835.562,97 ₺ | 60.057.734.380,65 ₺ |
| ÖZKAYNAKLAR DEĞİŞİM | 146.899.502,00 ₺ | 95.637.362,45 ₺ | 1.670.928.706,87 ₺ | 5.216.839.417,38 ₺ | 14.610.670.689,28 ₺ | 38.979.898.817,67 ₺ |
| ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMLARI | -146.899.502,00 ₺ | -93.432.174,82 ₺ | -1.669.197.985,02 ₺ | -5.215.481.075,76 ₺ | -14.609.604.606,96 ₺ | -38.979.062.112,47 ₺ |

Tablo 10. Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş. Firma Değeri Hesaplamaları ve Sonuçlar

| | |
|---|--|
| Ort. Aktif Büyüme oranı | 1,07 |
| Ort.Kısa Vadeli Yükümlülükler Büyüme Oranı | 0,36 |
| Ort.uzun Vadeli Yükümlülükler Büyüme Oranı | 0,18 |
| Ort. Yükümlülükler Büyüme Oranı | 0,43 |
| Ort Kâr Büyüme Oranı | -0,20 |
| Beta | 0,74 |
| Risksiz Faiz Oranı | 0,1333, http://www.bloomberght.com/ , Erişim Tarihi, 05.01.2018 |
| Pazarın Getiri Oranı | 0,09 |
| Öz kaynak Maliyeti | 0,10 |
| Devam Eden Değer | 6.778.380.010,50 ₺ |
| Firma Değeri (TL) | 2.069.406.915,78 ₺ |
| Piyasa Değeri (TL) | 708.480.000,00 ₺ (http://www.bigpara.com/borsa/hisse- fiyatları/GSRAY-detay/ Erişim Tarihi, 05.01.2018) |
| Piyasa değeri ve Firma Değeri Arasındaki Fark | -1.032.606.915,78 ₺ |

4.4. Trabzonspor Sportif Yatırım Ve Futbol İşletmeciliği Ticaret A.Ş. Firma Değerinin Tespiti

Proforma bilgilerin hesaplanmasında kullanılacak Trabzonspor Sportif Yatırım Ve Futbol İşletmeciliği Ticaret A.Ş. 2017-2017 yılları arasındaki mali tablo bilgileri aşağıdaki gibi özetlenmiştir.

Tablo 11. Trabzonspor Sportif Yatırım Ve Futbol İşletmeciliği Ticaret A.Ş. 2013-2017 Mali Tablo Bilgileri

| KALEMLER | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| TOPLAM VARLIKLAR | 166.071.053,00 ₺ | 271.144.788,00 ₺ | 316.117.589,00 ₺ | 373.831.737,00 ₺ | 576.371.703,00 ₺ |
| KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 222.936.050,00 ₺ | 219.902.616,00 ₺ | 291.595.226,00 ₺ | 299.998.718,00 ₺ | 421.908.481,00 ₺ |
| UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 17.481.136,00 ₺ | 107.588.150,00 ₺ | 116.118.341,00 ₺ | 354.435.558,00 ₺ | 478.780.400,00 ₺ |
| YÜKÜMLÜLÜKLER | 240.417.186,00 ₺ | 327.490.766,00 ₺ | 638.150.544,76 ₺ | 654.434.276,00 ₺ | 639.878.787,67 ₺ |
| NET DÖNEM KARI | -50.972.688,00 ₺ | -104.030.351,00 ₺ | -35.223.434,00 ₺ | -110.949.045,00 ₺ | -43.735.591,00 ₺ |
| ÖZKAYNAKLAR | -74.346.133,00 ₺ | -56.345.978,00 ₺ | -91.595.978,00 ₺ | -280.602.539,00 ₺ | -324.317.178,00 ₺ |

Kaynak: www.kap.gov.tr, Erişim Tarihi, 05.01.2018

Tablo 12. Trabzonspor Sportif Yatırım ve Futbol İşletmeciliği Ticaret A.Ş. Öz sermayeye Serbest Nakit Akımları

| KALEMLER | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------------------------------|-------------------|--------------------|---------------------|----------------------|----------------------|------------------------|
| TOPLAM VARLIKLAR | 576.371.703,00 ₺ | 861.172.311,07 ₺ | 1.286.700.484,23 ₺ | 1.922.493.460,18 ₺ | 2.872.448.677,65 ₺ | 4.291.802.066,74 ₺ |
| KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 421.908.481,00 ₺ | 497.219.904,28 ₺ | 585.974.552,16 ₺ | 690.572.064,45 ₺ | 813.840.420,95 ₺ | 959.112.400,97 ₺ |
| UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 478.780.400,00 ₺ | 3.005.630.441,53 ₺ | 18.868.387.993,80 ₺ | 118.449.713.765,87 ₺ | 743.589.473.346,76 ₺ | 4.668.017.231.050,92 ₺ |
| YÜKÜMLÜLÜKLER | 639.878.787,67 ₺ | 852.515.005,28 ₺ | 1.135.811.732,20 ₺ | 1.513.249.952,23 ₺ | 2.016.113.545,05 ₺ | 2.686.082.243,42 ₺ |
| NET DÖNEM KARI | -43.735.591,00 ₺ | -42.493.676,06 ₺ | -41.287.026,51 ₺ | -40.114.640,95 ₺ | -38.975.546,43 ₺ | -37.868.797,62 ₺ |
| ÖZKAYNAKLAR | -324.317.178,00 ₺ | 8.657.305,79 ₺ | 150.888.752,03 ₺ | 409.243.507,95 ₺ | 856.335.132,59 ₺ | 1.605.719.823,32 ₺ |
| ÖZKAYNAKLAR DEĞİŞİM | -43.714.639,00 ₺ | 332.974.483,79 ₺ | 142.231.446,24 ₺ | 258.354.755,93 ₺ | 447.091.624,64 ₺ | 749.384.690,72 ₺ |
| ÖZSERMAYE SERBEST NAKİT AKIMLARI | 43.714.639,00 ₺ | -375.468.159,85 ₺ | -183.518.472,74 ₺ | -298.469.396,88 ₺ | -486.067.171,07 ₺ | -787.253.488,34 ₺ |

Tablo 13. Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş. Firma Değeri Hesaplamaları ve Sonuçlar

| | |
|---|--|
| Ort.Aktif Büyüme oranı | 0,49 |
| Ort.Kısa Vadeli Yükümlülükler Büyüme Oranı | 0,18 |
| Ort.uzun Vadeli Yükümlülükler Büyüme Oranı | 5,28 |
| Ort.Yükümlülükler Büyüme Oranı | 0,33 |
| Ort Kâr Büyüme Oranı | -0,03 |
| Beta | 1,04 |
| Risksiz Faiz Oranı | 0,1333, http://www.bloomberght.com/ , Erişim Tarihi, 05.01.2018 |
| Pazarın Getiri Oranı | 0,09 |
| Öz kaynak Maliyeti | 0,09 |
| Devam Eden Değer | 919.396.188,09 ₺ |
| Firma Değeri (TL) | -760.684.664,50 ₺ |
| Piyasa Değeri (TL) | 228.000.000,00 ₺ (http://www.bigpara.com/borsa/hisse-fiyatlari/TSPOR-detay/ Erişim Tarihi, 05.01.2018) |
| Piyasa değeri ve Firma Değeri Arasındaki Fark | 988.684.664,50 ₺ |

5. Şirketlerin Firma ve Piyasa Değerleri Karşılaştırılması ve Analizi

Bist-Spor endeksinde yer alan firmaların piyasa ve firma değerleri aşağıdaki tabloda gibi özetlenmiştir.

Tablo 10. Bist-Spor Endeksi Firmaları Piyasa ve Firma Değerleri

| ŞİRKETLER | FİRMA DEĞERİ | PİYASA DEĞERİ | FARK (PİYASA DEĞERİ-FİRMA DEĞERİ) |
|---|--------------------|--------------------|-----------------------------------|
| Beşiktaş Futbol Yatırımları A.Ş. | 2.069.406.915,78 ₺ | 1.036.800.000,00 ₺ | -1.032.606.915,78 ₺ |
| Galatasaray Sportif Sınai Ve Ticari Yatırımlar A.Ş. | 964.551.968,06 ₺ | 708.480.000,00 ₺ | -256.071.968,06 ₺ |
| Fenerbahçe Futbol A.Ş. | 670.190.813,01 ₺ | 1.012.100.000,00 ₺ | 341.909.186,99 ₺ |
| Trabzonspor Sportif A.Ş. | -652.722.573,89 ₺ | 228.000.000,00 ₺ | 880.722.573,89 ₺ |

Bu sonuçlara göre firma değeri en yüksek olan şirket Beşiktaş Futbol Yatırım A.Ş. olarak belirlenmiştir. Onu ise sırasıyla Galatasaray, Fenerbahçe ve Trabzonspor A.Ş.'leri takip etmektedir. Piyasa değeri sıralamasında ise, Beşiktaş, Fenerbahçe, Galatasaray ve Trabzonspor A.Ş.'ler şeklinde gerçekleşmiştir. Piyasa değeri ve firma değerleri arasındaki farklar anlamında ise sıralama, Beşiktaş, Galatasaray, Trabzonspor ve Fenerbahçe olarak gerçekleşmiştir.

Bu şirketlerin öz sermayesi yıllar itibari ile genel anlamda negatif olarak seyretmesine rağmen firma değerleri Trabzonspor A.Ş. dışında pozitif hesaplanmıştır. Piyasa değerleri'nin tüm A.Ş.'lerde pozitif olduğu görülmüş ve hesaplanan firma değerleri ile aralarındaki farkın yüksek olduğu saptanmıştır. Bu bağlamda, bu şirketlerin hisse senedi fiyatlarının spekülative hareket ettiği ileri sürülebilir. Bir diğer yönden bu farkın düşük olması şirketin hisse senedi alıcılarının spekülative kaynaklı bildirimlerden daha az etkilendiğini göstermektedir. Trabzonspor A.Ş.'nin öz sermayesi pozitif olmasına rağmen firma değerinin negatif çıkmasının nedeni net kârın yıllar itibari ile negatif olması dolaylı öz sermayeye serbest nakit akımlarının negatif olarak tahmin edilmesidir.

Negatif öz sermayeye rağmen, bu firmalar bazı dönemlerde negatif öz sermayeye sahip olsalar bile hisse senetleri yüksek fiyatlardan işlem görmektedirler. Bu hareketin yönü pozitif olmakla birlikte firma ve piyasa değeri anlamında oluşan pozitif değerlerin firmaların spor kulüpleri taraftarlarının ortaya çıkardığı değerden kaynaklandığı ileri sürülebilir. Bu değer artışının temel nedeni; spor kulüpleri hisse senetlerinin çok fazla alım satımına konu olarak hisse senedi fiyatı üzerindeki katma değer etkisinin yükselmesinden kaynaklandığı ileri sürülmektedir. Bu doğrultuda sportif başarısı yüksek olan Beşiktaş A.Ş.'nin hisse senedi hareketleri bu başarıya paralel olarak daha spekülative hareket etmesinden dolayı hesaplanan firma değeri ve piyasa değeri arasındaki fark daha fazla çıkmıştır.

SONUÇ

Finans teorisi firma amacı konusunda kâr maksimizasyonu odaklı iktisat teorisinden farklı olarak değer maksimizasyonu benimsemiştir. Firmanın değerinin maksimize edilmesi firma ortaklarının servetlerinin maksimize edilmesi anlamına gelmektedir. Bunun için firmanın hisse senetlerinin piyasa değerlerinin maksimize edilmesi gerekmektedir.

Firma değerinin doğru bir şekilde tespiti finans literatürün de tartışılmalıdır. Bu doğrultuda firma değerinin doğru bir şekilde tespiti için çeşitli yöntemler geliştirilmiştir. Uluslararası Değerleme standartları bu yöntemleri, Pazar yaklaşımı, varlık yaklaşımı ve gelir indirgeme yaklaşımı olarak sınıflandırmıştır. Gelir indirgeme yaklaşımlarından biri öz sermayeye serbest nakit akımları yöntemidir.

Bu yöntemde firmanın öz sermayesinin bugünkü değeri öz kaynak maliyeti ile hesaplanmaktadır. Çünkü değerlendirme firma ortakları açısından yapılmaktadır. Firma ortakları firmanın öz kaynağının maliyeti kadar firmaya yapmış oldukları yatırımdan getiri beklemektedirler.

Çalışmada Fenerbahçe, Galatasaray, Trabzonspor ve Beşiktaş spor kulüpleri A.Ş' leri firma değerleri, öz sermayeye serbest nakit akımları yöntemi ile tespit edilmiştir. Yapılan hesaplamalar sonucunda firma değerleri parasal büyüklükleri sırasıyla; Beşiktaş Galatasaray, Fenerbahçe, ve Trabzonspor A.Ş' leri şeklinde gerçekleşmiştir. Negatif öz sermayeye rağmen firma ve piyasa değerlerini artıran unsurun; firmaların spor kulüpleri taraftarlarının hisse senedi alımından kaynaklandığı ileri sürülmüştür.

KAYNAKÇA

- Anthony, R.(1960). The Trouble with Profit Maximization, Harvard Business Review, 38, (Nov.-Dec. 1960), pp. 126-34.
- Damodaran, A. (2001). Corporate Finance, 2nd Ed., John Wiley & Sons, Inc.,
- Damodaran, A. (2002). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining The Value of Any Asset, John Wiley and Sons Inc., New York.
- Demir, V. ve Bahadır, O. (2007). UFRS (TFRS)'deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı, *Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi*, TÜRMOB Yayını, Sayı:23, 65-79.
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2005). Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, Ankara
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B. ve Demirgüneş, K. (2003). Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Ercan, M.K. ve Üreten, A. (2000) Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi, Gazi Kitapevi, Ankâra.
- Küçük Kaplan, İ. (2017). "Bankaların Değerinin Öz sermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi ile Tespiti ve İMKB Uygulaması", Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara.
- Külter, B. ve Demirgüneş, K. (2006) Değer Temelli Pazarlama, Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 20, Sayı:2, 327-342.
- Yazıcı, K. (1997). Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri, DPT Yayını, YPKDGM, Ankara.

Zor, İ. ve Cengiz, S. (2017). Entelektüel Sermaye ile Firma Değeri Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma, Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 1, ss. 37-56).

<http://www.bigpara.com/borsa/hisse-fiyatlari/GSRAY-detay/>, Erişim Tarihi, 8.05.2017.

<http://www.bigpara.com/borsa/hisse-fiyatlari/FENER-detay/> Erişim Tarihi, 05.01.2018.

<http://www.bigpara.com/borsa/hisse-fiyatlari/BJKAS-detay/> Erişim Tarihi, 05.01.2018.

<http://www.bigpara.com/borsa/hisse-fiyatlari/TSPOR-detay/> Erişim Tarihi, 05.01.2018

<http://www.bloomberght.com/>, Erişim Tarihi, 05.01.2018.

<https://www.ivsc.org/standards/international-valuation-standards>, Erişim Tarihi, 05.01.2018.

<http://bigpara.hurriyet.com.tr/analiz/risk-getiri-tablosu>, Erişim Tarihi, 05.01.2018.

www.kap.gov.tr, Erişim Tarihi, 05.01.2018.