

## Türkiye'deki Futbol Kulüplerinin Halka Arzında Değerleme Süreçleri: Beşiktaş, Galatasaray ve Fenerbahçe Örneği \*

Mehmet Sinan EREN<sup>1</sup>

Doç. Dr. Yusuf Cahit ÇUKACI<sup>2</sup>

### Öz

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 halini 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 Malatyaspor 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

### Valuation Processes in Initial Public Offering of football Clubs in Turkey: Besiktas, Galatasaray and Fenerbahçe Example

#### Abstract

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

\*Bu çalışma içerik olarak İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde Muhasebe-Finansman Anabilim dalında Yüksek Lisans Tezi olarak sunulmuş ve kabul edilmiştir.

<sup>1</sup> SMMM, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman ABD Doktora Öğrencisi, mehmetsinaneren@gmail.com

<sup>2</sup> Prof. Dr., İnönü Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, yusuf.cukaci@inonu.edu.tr

Soccer Team's lead in the 80s, many bigger teams such as Galatasaray, Besiktaş, 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

## 1. Giriş

Sporun insan hayatında ki yeri geçmişten günümüze 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 ilgilendirmektedir. 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 eskiden 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 pazardaki 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.

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 edildiğinin bulunması ihtimalinde alternatif fiyatlar geliştirmeye amaçlayarak bundan sonra hisseleri halka arz edilecek kulüpler için bir kaynak oluşturmayı amaçlamaktadır.

## 2. Futbol Sektörüne Genel Bakış

Sporun insanlıkla yaşıt olduğu varsayılmaktadır. Eski tarihlerde, yaşanan savaşların genel olarak beden gücüne dayalı olması, beden kültürünün 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.

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 Kupası gibi uluslararası organizasyonlar ve ulusal ligler ile milyarlarca insanın takip ettiği futbol, her geçen gün daha çok insan hayatına girmektedir.

### 2.1. Dünyada Futbol Sektörü

Spor kelimesi Latince olup zaman geçirmek ve oyalanmak anlamına gelmektedir. Öyle ki hızla popüleritesi 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 almıştır(Kızıltepe, 2012: 77-88). 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 FIFA'ya üye sayısından daha azdır(Sultanoğlu, 2008:).

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.” demiştir (İnan, 2007:).

Futbol kulüpleri tesislere, futbolculara, altyapılara yatırım yaparken, maç yayınlarından futbolcu satışlarından reklam ve sponsorluk anlaşmalarından, ürün satışlarından gelir elde etmektedir(Deloitte, 2015:).

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 artmıştır(Dimitropoulos, 2010: 5-27).

## 2.2. Türkiye'de Futbol Sektörü

Ülkemizde 19. yüzyılın sonlarında yaygınlaşmaya başlayan futbol, 20. yüzyılın başlarında Beşiktaş, Galatasaray ve Fenerbahçe gibi kulüplerin kurulması ile yerel ligler bazında oynanmaya başlanmıştır. Cumhuriyetin ilanı ile beraber 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. Dernek veya şirket şeklinde oluşan tüm futbol kulüpleri, ülkemizde futbolu yönetmede tek ve özerk bir organ olan Türkiye Futbol Federasyonu'na bağlıdır. TFF kontrolü altında birçok lig ve turnuva mevcut olup bunların en önemlisi şüphesiz Süper Lig'dir.

Türkiye futbol liglerinin pazar gelirleri de Avrupa'ya benzer olarak TV yayın gelirleri, sponsor gelirleri, tribün gelirleri, ürün satışları gibi kalemlerden oluşmaktadır.

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(Hünerli, 2011: 97-107).

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.

### **2.2.1. 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 incelenebilir; somut ve somut olmayan unsurlar. Somut varlıklar spor salonları, stadyumlar, altyapı tesisleri idman sahaları gibi her türlü taşınır veya taşınmazlardan oluşurken, somut olmayan unsurlar 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(Kızıltepe, 2012, 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 Kanununa 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 kuvvetli 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(Kızıltepe, 2012, 77-88).

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.

Futbol kulüplerinin öz kaynakları ise genel itibariyle 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 yandan sermayenin futbolla olan ilişkisi özellikle bazı ülkelerde daha eski tarihlere dayanmaktadır.

### 2.2.2. 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 ulaşamadığı 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 (Sultanoğlu, 2008, s. 14-28).

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

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 ise artan fon ihtiyaçlarını karşılamak için hisselerini halka arz etmiştir.

### **3. Ticarileşen Futbol Sektöründe Futbol Kulüplerinin Halka Arzi ve Değerleme Süreçleri**

Halka arz şirketlerin hisse senetlerini önceden bilinmeyen ve çok sayıda olan kurumsal ya da bireysel yatırımcılara çağrı ve ilan yoluyla satılması olarak tanımlanmaktadır. 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 masrafi ve yatırımcı şikâyetleri nedeniyle ortaya çıkan yasal takipler bunlardan en önemlileridir.

Bunun dışında, halka arz edilen futbol kulüplerinin büyük bir kısmının sportif anlamda uluslararası liglerde halka arz öncesine göre daha iyi performans gösterdikleri ayrıca saptanmıştır(Baur, 2009, 2-21). Fakat halka arz doğru yönetilmediği süreçte olumsuz sonuçlarda 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 yavaş yavaş popülerliğini yitirmiştir (Sultanoğlu, 2008: 14-28).

#### **3.1. Türkiye’de Futbol Kulüplerinin Şirketleşme ve Halka Arz Çalışmaları**

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 yapılmıştır. Ülkemizin üç büyük kulübünü göz önüne aldığımız zaman BJK’ nün FB ve GS’ ya göre farklı bir şirketleşme ve halka arz yöntemi kullandığı görülmektedir.

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. 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(Gürel www.vergikilavuzu.com, 19.11.2015). 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 Sınâf 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.

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(Sultanoğlu, 2008: 14-44.). 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.

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.

Öte yandan Beşiktaş modeli sportif başarı veya başarısızlıklardan etkilenmekte fakat bu etkinin büyük dalgalanmalar yaratması beklenmemektedir(Zeren, Gümüş, 2013: 34-54). 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, GS ve FB 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. 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 bir dur demek için 2010-2011 yıllarında vazgeçmiş, yapılan yeni lisans sözleşmeleri ve birleşmeler ile beraber kulüpler gelir ve giderlerini tek çatı altında toplamışlardır.

### **3. 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 bir olan fiyatı temsil eden ekonomik bir kavram” olarak tanımlamaktadır(Chambers, 2005: 5). 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(Bradford, 1993:7’den aktaran, Başpınar, 2008).

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 bakıldığında zaman düşük fiyatla ihraçlar sıkça görülmektedir. Akademik literatürde 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(Özer, 1999: 98).

### **3.2.1. 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 değerlendirilmesi için kullanılan veriler herhangi bir firmanın değerlendirilmesinden 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, teknik heyet, lisans sözleşmeleri vb. birçok konuda işlem yapması muhasebe politikalarında çeşitli farklılıkların olabilmesi ihtimalini ortaya çıkarmaktadır.

### 3.2.1.1. Futbol Kulüplerinde Entelektüel Sermaye

İşletmeler faaliyetlerinin sürdürürken üç tip sermayeden faydalanmaktadır. Bunlar fiziksel sermaye, finansal sermaye ve entelektüel sermayedir(Arslan, 2005, 78-87). 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(Stewart, 1991: 44-60'den aktaran Yereli, 2005: 17-29).

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, entellektüel sermayeyi işletmelerin finansal tablolarından tam olarak elde edilemeyen görünmeyen varlıkların tamamı olarak tanımlamaktadır(Arslan, 2005: 78-87). Akpınar ise entelektüel sermaye için "bir organizasyonun bilgi değeri" ifadesini kullanmıştır(Akpınar, 2000: 52.).

Muhasebe sistemimiz, entelektüel sermayeyi sadece satın alınmış maddi olmayan duran varlıklar ve şerefîye kalemi altında değerlemektedir. Oysa Çıkırıkçı ve Daşdan entelektüel sermaye kavramını oluşturan unsurların geleneksel şerefîye tanımından çok daha geniş bir yapıya sahip olduğunu göstermişlerdir(Arslan, 2005: 78-87). Bundan dolayı, entelektüel sermayeyi ölçüp değerlemek zor bir süreçtir.

İşletmelerin mali tablolarının değerlendirilmesinde ve diğer işlemlerde taraflar için karar verme aracı olarak görürsek, bu tabloların doğru bilgiyi yansıtırma durumu daha da önem kazanmaktadır. Fakat mevcut muhasebe sistemimizin 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. Uzun yıllardır 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 metod 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 metod ise maddi olmayan duran varlıkların değerinin hesaplanmasıdır. Bu yöntemle göre bir işletmede ki entelektüel sermaye o işletmenin benzer maddi varlıklara sahip ortalama rakip işletmeden ya da bir sektör ortalamasından daha iyi performans gösterme gücüne eşit olup, bu değer yedi aşamadan oluşan bir yolla hesaplanmaktadır. Bahsedilen 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 geçerlidir(Kerimov:m 2011). 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(Gürel, 2013: 36-47).

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(Keller, 1993: 1-22). 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 bir marka değerine sahip olup, son yıllarda marka değerini maksimize ederek daha değerli bir kulüp olma yönünde çalışmalar yapmaktadır.

### **3.2.1.2. Futbol Kulüplerinde Muhasebe Uygulamaları ve Özellikli Durumlar**

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.

Sermaye Piyasası Kurulu futbol kulüplerinin sahip olduğu bu farklı yapıdan ötürü halka arz için ilave kriterler öne sürmüştü 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 niteliğindedir.

### **3.2.2 Futbol Kulüpleri İçin Değerleme Yöntemleri**

Bütün işletmelerde olduğu gibi futbol kulüplerinde de değerlendirme çok önemli bir yere sahiptir. Herhangi bir alım-satım, birleşme-ayrılma, hisse değişimi, kredi derecelendirme çalışması ve halka arzda firmanın değerinin saptanması çok büyük önem arz etmektedir. Bir firmanın değerlemesi 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 ve Net Aktif Değeri'dir.
- **Gelir Yaklaşımı;** İndirgenmiş Kâr Payları ve İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımıdır.

- **Piyasa Değeri Yaklaşımı;** Fiyat/Kazanç Oranı, Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, Fiyat/Nakit Akım Oranı ve Firma Değeri/Satışlar yaklaşımıdır.
- **Karma Yöntemler**

den oluşmaktadır.

Aktif bazlı yaklaşımların temel çıkış noktası şirketin varlıklarının toplam değerinden şirketin yükümlülüklerinin çıkartılarak özsermaye değerinin bulunmasıdır. 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 yöntemini kullanmak için bilançoda bulunan tüm kalemlerin pazar değerini bulmak yani yeniden değerlendirme yapmak gerekmektedir. Tasfiye Değeri ise varlıkların satılması (hurda değerinden) ve yükümlülüklerin kapatılması ile elde edilecek değerlerin yer aldığı bilançoda ki özkaynaklar 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 olabileceken, 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.

Enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde şirketlerin defter değerleri ile piyasa değerleri arasında büyük farklar görülmektedir. Böyle ülkelerde 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 değerlendirme 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. 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 (Chambers, 2005: 179). Bunların dışında piyasa yaklaşımının eksikleri olarak, paranın zaman değerini dikkate almaması, risk 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 (Ataman, 1999: 172.). 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 değerlendirilmesinde piyasa değeri yaklaşımı kullanılması sağlıklı bulunmamaktadır. Nitekim Atar, piyasa yaklaşımı oranları ile yaptığı çalışmada Galatasaray'ın 2006 yılında ki şirket değeri için 230 ila 470 milyon TL arasında çok farklı rakamlar tespit etmiştir. Aynı şekilde Beşiktaş için bulunan değerler 28 ila 413 milyon TL arasında değişiklik gösterirken, Fenerbahçe için ise bu değerler 152 ila 380 milyon TL arasındadır(Atar, 2007). 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(Chambers, 2005:183). 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 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.

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(Kızıltepe, 2012: 77-88). 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.

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 kullanımını gibi uygulamalarla 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.

Kısaca 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.

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, risk faktörü ve büyüme oranının sabit kabul edilmesi,
- Piyasada işlem gören benzer şirket verilerinden faydalanılmamasıdır.

#### 4. Uygulama<sup>3</sup>

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 bir örnek sağlamaktır. Bu kapsamda üç büyük kulübün halka açıldıkları yıl için indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanarak değerlendirilme yapıp, halka arzda olması gereken şirket değerleri bulunmuştur. Bulunan bu değerler ile kulüpler için halka arzda yapılan değerlemeler karşılaştırılıp, aradaki olumlu veya olumsuz farklar tespit edilerek yorumlanmaktadır.

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 GS, FB ve BJK için 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. 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.

<sup>3</sup> Uygulama kısmında TL cinsinden verilen tüm değerler, ilgili yıllarda henüz paradan altı sıfır atılmadığının göz önünde bulundurularak değerlendirilmelidir.

#### 4.1. Beşiktaş

##### 4.1.1 Halka Arz Öncesi Mali Durum Analizi

**Tablo 1: Beşiktaş Jimnastik Kulübü İlgili Yıllar Finansal Verileri (Bilanço Milyon TL)**

	31.12.2001	31.12.2000	31.12.1999
<b>Dönen Varlıklar</b>	365.976	251.385	336.317
<b>Duran Varlıklar</b>	1.883.058	9.104	121.635
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	<b>2.249.034</b>	<b>260.489</b>	<b>457.952</b>
<b>Kısa Vadeli Borçlar</b>	156.237	159.015	452.317
Ticari Borçlar	6.376	33.491	81
Diğer	149.861	125.524	452.236
<b>Uzun Vadeli Borçlar</b>	978	1.446	
Ticari Borçlar	978		
Diğer		1.446	
<b>Öz sermaye</b>	2.091.819	100.028	5.635
<b>PASİF TOPLAMI</b>	<b>2.249.034</b>	<b>260.489</b>	<b>457.952</b>
Cari Oran	2,34	1,58	0,74
Likidite Oranı	1,65	1,56	0,74
Nakit Oranı	0,01	0,05	0,03
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

(Yazarlar tarafından, kulübün Kamuyu Aydınlatma Platformuna vermiş olduğu ve halka aleni olarak yayınlanan finansal verilerden, Borsa İstanbul'un yayınlamış olduğu bilgi ve belgelerden dağınık olarak ulaşılabilecek finansal verilerden derlenerek çalışmaya konulmuş bir tablodur.)

Yapılan analizlerden, Beşiktaş Futbol A.Ş.'nin 1999 ve 2000 yıllarında yaşanan ekonomik krizden etkilendiği söylenebilir. 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.

**Tablo 2: Beşiktaş Jimnastik Kulübü İlgili Yıllar Finansal Verileri (Gelir Tablosu Milyon TL)**

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 Satışlar	465.624	912.037	562.507
Satışların Maliyeti	-462.244	-431.789	-535.866
<b>Brüt Satış Kari/Zararı</b>	<b>3.380</b>	<b>480.248</b>	<b>26.641</b>
Faaliyet Giderleri	-12.414	-35.841	-268.312
Esas Faaliyet Karı ve Zararı	-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
<b>Dönem Kari veya Zararı</b>	<b>2.899</b>	<b>165.250</b>	<b>222.259</b>
Ödenecek vergi ve diğer yasal yükümlülükler	-5.082	-70.856	-74.970
<b>Net Dönem Kari/Zararı</b>	<b>-2.183</b>	<b>94.394</b>	<b>147.289</b>
<b>Kârlılık Oranları</b>			
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	0,26	0,00	0,09

(Yazarlar tarafından, kulübün Kamuyu Aydınlatma Platformuna vermiş olduğu ve halka aleni olarak yayınlanan finansal verilerden, Borsa İstanbul'un yayınlamış olduğu bilgi ve belgelerden dağınık olarak ulaşılabilecek finansal verilerden derlenerek çalışmaya konulmuş bir tablodur.)

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. 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. Bunun yanında 2000 ve 2001 yıllarında brüt kâr marjı 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.

#### 4.1.2 Nakit Akım Tahminleri İçin Varsayımlar

5 yıllık bir projeksiyon dönemi öngörölmüş 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 dolar kurundan Türk parasına çevrilmiştir.

Değerleme çalışmasında halka arz geliri dikkate alınmamıştır.

Her ne kadar geçmiş yıllarda ödenen vergi oranı 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 uluslararası 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 yüksek bir büyüme tahmin edilmiştir.

Maç Giderleri, Sosyal Giderleri, 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 enflasyon verileri baz alınmıştır.

Devam eden sektörel büyüme oranı %4 olarak varsayılmıştır.

#### **4.1.3 İskonto 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 değerlendirmelerden 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.<sup>4</sup> Piyasa 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.

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

$R_f$ : Risksiz Getiri Oranı,  $\beta$ : Beta Katsayısı,  $R_m$ : Piyasa Risk Primi

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

$R_e$ : Sermaye Maliyeti,  $R_d$ : Borçlanma Maliyeti,  $MV_e$ : Toplam Özkaynaklar  
 $MV_d$ : 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.

#### 4.1.4 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 ila 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 ila 125 milyon arasında hesaplanmıştır. Çalışmalar sonucunda 57,5 TL hisse senedi fiyatı belirlenmiştir. Beşiktaş Futbol A.Ş.’nin halka açıldığı yıl olan 2002’deki değeri 94,5 milyon dolar civarında hesaplanmıştır.

<sup>4</sup> www.okul.pwc.com.tr

## 4.2 Galatasaray

### 4.2.1. Halka Arz Öncesi Mali Durum Analizi

Tablo 3: Galatasaray Sportif A.Ş İlgili Yıllar Finansal Verileri (BilançoMilyon TL)

	31.12.1999	31.05.2000	30.11.2001
<b>Dönen Varlıklar</b>	283.002	308.114	16.934.868
<b>Duran Varlıklar</b>	26.346	11.847	36.948
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	<b>309.348</b>	<b>319.961</b>	<b>16.971.366</b>
<b>Kısa Vadeli Borçlar</b>	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
<b>Uzun Vadeli Borçlar</b>	17.611	4.651	10.333
Finansal Borçlar	-	-	-
Diğer	17.611	4.651	10.333
Öz sermaye	63.509	105.709	13.544.150
<b>PASİF TOPLAMI</b>	<b>309.348</b>	<b>319.961</b>	<b>16.971.366</b>
Cari Oran	1,24	1,47	4,96
Likidite Oranı	-0,41	-10,14	1,95
Nakit Oranı	-0,43	-10,44	1,77
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

(Yazarlar tarafından, kulübün Kamuyu Aydınlatma Platformuna vermiş olduğu ve halka aleni olarak yayınlanan finansal verilerden, Borsa İstanbul'un yayınlamış olduğu bilgi ve belgelerden dağınık olarak ulaşılabilecek finansal verilerden derlenerek çalışmaya konulmuş bir tablodur.)

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 itibarıyla 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 4: Galatasaray Sportif A.Ş İlgili Yıllar Finansal Verileri (Gelir Tablosu Milyon TL)

	01/01/1999- 31/12/1999	01/01/2000- 31/12/2000	01/01/2001- 31/12/2001	Ara dönem
Brüt Satışlar	49.870	105.131	21.743.448	14.532.483
Satıştan İndirimler	-141	-42	-23.859	-
Net Satışlar	49.729	105.089	21.719.589	14.532.483
Satışların Maliyeti	-9.350	-74.842	-106.679	-
<b>BRÜT SATIŞ KARI/ZARARI</b>	<b>40.379</b>	<b>30.247</b>	<b>21.612.910</b>	<b>14.532.483</b>
Faaliyet Giderleri	-79.154	-57.822	-4.134.175	-3.769.754
Esas Faaliyet Karı ve Zararı	-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
<b>DÖNEM KARI VEYA ZARARI</b>	<b>7.491</b>	<b>45.911</b>	<b>22.330.788</b>	<b>11.272.063</b>
Ödenecek vergi ve diğer yasal yükümlülükler	--	-3.711	3.003	--
<b>NET DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>7.491</b>	<b>42.200</b>	<b>22.327.785</b>	<b>11.272.063</b>

(Yazarlar tarafından, kulübün Kamuyu Aydınlatma Platformuna vermiş olduğu ve halka aleni olarak yayınlanan finansal verilerden, Borsa İstanbul'un yayınlamış olduğu bilgi ve belgelerden dağınık olarak ulaşılabilecek finansal verilerden derlenerek çalışmaya konulmuş bir tablodur.)

Net Dönem Kârı/Aktif	0,02	0,13	0,90	0,66
Net Dönem Kârı/Öz Sermaye	0,12	0,40	0,95	0,83
Brüt Kâr Marjı	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 kâr marjı 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.

#### 4.2.2 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 1.360.000 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 sektörsel büyüme oranı %4 olarak varsayılmıştır.

#### 4.2.3. İskonto Oranının Hesaplanması

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

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

#### 4.2.4 Firma Değeri

Galatasaray Sportif A.Ş.'nin halka arzında indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve %17 iskonto oranı ile bir değerlendirme çalışması yapılmış ve şirket değeri 210 milyon dolar civarı tespit edilmiştir. Bu değerlendirme 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 itibarıyla değeri 187 milyon dolar civarı hesaplanmıştır.

### 4.3 Fenerbahçe

#### 4.3.1 Halka Arz Öncesi Mali Durum Analizi

Tablo 5: Fenerbahçe Sportif A.Ş İlgili Yıllar Finansal Verileri (Bilanço Milyon TL)

	31.12.2001	31.05.2002	30.11.2003
<b>Dönen Varlıklar</b>	2.003.726	1.178.289	3.011.988
<b>Duran Varlıklar</b>	58.525	153.798	1.800.725
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	<b>2.062.251</b>	<b>1.332.087</b>	<b>4.812.713</b>
<b>Kısa Vadeli Borçlar</b>	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
<b>Uzun Vadeli Borçlar</b>	-	-	1.022.387
Finansal Borçlar	-	-	1.015.460
Diğer	-	-	6.927
Özsermaye	161.783	228.177	818.565
<b>PASİF TOPLAMI</b>	<b>2.062.251</b>	<b>1.332.087</b>	<b>4.812.713</b>
Cari Oran	1,05	1,07	1,01
Likidite Oranı	0,38	0,57	0,38
Nakit Oranı	0,04	0,08	0,01
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

(Yazarlar tarafından, kulübün Kamuyu Aydınlatma Platformuna vermiş olduğu ve halka aleni olarak yayınlanan finansal verilerden, Borsa İstanbul'un yayınlamış olduğu bilgi ve belgelerden dağınık olarak ulaşılabilecek finansal verilerden derlenerek çalışmaya konulmuş bir tablodur.)

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 kulübü kısa vadeli borçlarını ödeyebilme kapasitesinde olup bu oranı ilgili yıllar içerisinde sabit kalmıştır. Aynı şekilde likidite oranı da sabit seviyelerde kalmıştır. Literatürü incelediğimiz zaman bu oranın bir olması ideal görünmektedir. Fakat sektörel bazda 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 kulübün nakit sıkıntısı yaşayabileceğini ve önlem alması gerektiğinin birer kanıtıdır.

Fenerbahçe kulübünün ilgili yıllarda kaldıraç oranlarına baktığımız 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 kulüplerin spekülâtif 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 6: Fenerbahçe Sportif A.Ş İlgili Yıllar Finansal Verileri (Gelir Tablosu Milyon TL)**

Milyon TL	01/01/2001- 31/12/2001	01/06/2002- 31/05/2002	01/06/2003- 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 Satışlar	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
<b>BRÜT SATIŞ KARI/ZARARI</b>	<b>1.124.336</b>	<b>1.637.325</b>	<b>1.437.277</b>	<b>911.080</b>
Faaliyet Giderleri	-999.260	-1.436.308	-1.154.473	-355.650
Esas Faaliyet Karı ve Zararı	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
<b>DÖNEM KARI VEYA ZARARI</b>	<b>79.591</b>	<b>181.743</b>	<b>169.252</b>	<b>648.454</b>
Ödenecek vergi ve diğer yasal yükümlülükler	-52.657	-57.395	.147.292	-80.038
<b>NET DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>26.934</b>	<b>124.348</b>	<b>21.960</b>	<b>568.416</b>

(Yazarlar tarafından, kulübün Kamuyu Aydınlatma Platformuna vermiş olduğu ve halka aleni olarak yayınlanan finansal verilerden, Borsa İstanbul'un yayınlamış olduğu bilgi ve belgelerden dağımık olarak ulaşılabilecek finansal verilerden derlenerek çalışmaya konulmuş bir tablodur.)

Net Dönem Kârı/Aktif	0,01	0,05	0,01	0,12
Net Dönem 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 rakamlarına baktığımız 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 yanıltmamalıdır.

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.

#### **4.3.2 Nakit Akım Tahminleri İçin Varsayımlar**

5 yıllık bir projeksiyon dönemi öngörölmüş 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 öngöröldüğünden 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 %4 ve 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.

#### 4.3.3. İskonto Oranının Hesaplanması

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

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

#### 4.3.4 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 öngörülmüş ve takip eden yıllar için sonsuza gidecek bir artık değer tahmini yapılmıştır. Sonuç olarak 325 milyon dolar civarında bir şirket değeri tespit edilmiştir.

#### 5. Sonuç

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 zedelenebilir; 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 bakıldığında deliller halka arza konu olan hisse senetlerinin genelde düşük fiyatlandığını gösterebilmektedir.

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 7 : 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
<b>Beşiktaş</b>	20.02.2002	11.092	57.500	47.000	37.000	25.500	11.791
<b>Galatasaray</b>	20.02.2002	11.092	87.000	80.000	75.000	62.000	11.791
<b>Fenerbahçe</b>	20.02.2004	18.603	10.500	12.800	14.300	12.100	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 olmadığını 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

AKPINAR, Ali Talip, "Entelektüel Sermaye Kavramı", Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2000, (1), 52.

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. G and MCKEATING, 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

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

GÜRELI 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 Yansması”, 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).

KIZILTEPE, 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 Tukey”, (1. Baskı) SPK Yayınları, Ankara, 1999.

STEWART, Thomas, “Brainpower”, Fortune, (127), 1991, 44-60’dan 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).

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](http://www.bjk.com.tr)

[www.galatasaray.org](http://www.galatasaray.org)

[www.fenerbahce.org](http://www.fenerbahce.org)

[www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com)

[www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr)

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

[www.futbolekonomi.com](http://www.futbolekonomi.com)

[www.google.com](http://www.google.com)

[www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

[www.kgk.gov.tr](http://www.kgk.gov.tr)