

**T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**FUTBOL KULÜPLERİNİN SPORTİF BAŞARILARININ
HİSSE SENEDİ FİYATLARINA ETKİSİ**

DOKTORA TEZİ

Feyyaz ZEREN

**Enstitü Anabilim Dalı : İşletme
Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman**

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Mehmet SARAÇ

TEMMUZ – 2014

T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

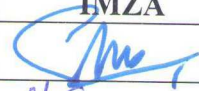




FUTBOL KULÜPLERİNİN SPORTİF BAŞARILARININ
HİSSE SENEDİ FİYATLARINA ETKİSİ

DOKTORA TEZİ

Feyyaz ZEREN

Enstitü Anabilim Dalı : İşletme
Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman

Bu tez 02/07/2014 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından Oybirliği / Oyçokluğu ile kabul edilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATİ	İMZA
Doç. Dr. Mehmet SARAÇ	Basarılı	
Prof. Dr. Hilmi KIRLIOĞLU	BAŞARILI	
Yrd. Doç. Dr. Veli YILANCI	Basarılı	
Yrd. Doç. Dr. Fatih Burak GÜMÜŞ	Basarılı	
Yrd. Doç. Dr. Ali COŞKUN	BAŞARILI	

BEYAN

Bu tezin yazılmasında bilimsel ahlak kurallarına uyulduğunu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğunu, kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

Feyyaz ZEREN

03.07.2014

ÖNSÖZ

Kendisini tanıdığım ilk günden beri hoşgörüsü ve iyi niyeti ile bana model oluşturan, ufkumu açan, tezim ile ilgili ve akademik anlamda ilerlemem için sürekli yanımda olan tez danışmanım Sayın Doç. Dr. Mehmet SARAÇ'a şükranlarımı ve saygılarımı sunarım.

Araştırmanın her aşamasında yardımlarını esirgemeyen, gerek akademik anlamda gerekse mesleğimin diğer boyutlarında sürekli yanımda olan değerli hocalarım; Doç. Dr. Şakir GÖRMÜŞ, Yrd. Doç. Dr. Filiz KONUK, Yrd. Doç. Dr. Fatih Burak GÜMÜŞ, Yrd. Doç. Dr. Nevran KARACA, Yrd. Doç. Dr. Veli YILANCI'ya ve değerli çalışma arkadaşlarım; Arş. Gör. Mustafa KOÇ, Arş. Gör. Zülküf ÇEVİK, Arş. Gör. Emre EROL'a en içten teşekkürlerimi ve saygılarımı sunarım.

Zor günlerimde hep destekçim olan değerli meslektaşım ve aynı odayı paylaştığım Arş. Gör. Şuayyip Doğu DEMİRCİ'ye

Bugünlere ulaşmamda büyük pay sahibi olan, haklarını hiçbir zaman ödeyemeyeceğim dedem Mustafa ZEREN'e ve babaannem Mümine ZEREN'e

Ve son olarak hem tezin hazırlanması süresince hem de hayatımın her zorluğunda yanımda olan ve beni sürekli motive eden değerli eşim Ayşegül ÖZERALP ZEREN'e şükranlarımı sunar, manevi desteklerinden ötürü anneme ve babama teşekkürü bir borç bilirim.

Feyyaz ZEREN

03.07.2014

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR LİSTESİ.....	IV
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	V
TABLolar LİSTESİ.....	VI
ÖZET.....	X
SUMMARY	XI
GİRİŞ	1
BÖLÜM 1: FUTBOLUN KÜRESELLEŞMESİ VE KURUMSAL YAPIYA GEÇİŞ	5
1.1. Futbolun Küreselleşmesi	5
1.2. Futbolda Kurumsal Yönetim.....	10
1.3. Futbolda Stratejik Yönetim Modelleri	17
BÖLÜM 2: FUTBOLUN EKONOMİSİ VE FİNANSI	20
2.1. Futbol Kulüplerinin Gelirleri, Giderleri ve Mal Varlıkları	21
2.1.1. Futbol Kulüplerinin Gelirleri	21
2.1.1.1. İsim Hakkı Gelirleri.....	21
2.1.1.2. Maç Günü Gelirleri.....	21
2.1.1.3. Reklam ve Sponsorluk Gelirleri	22
2.1.1.4. Yayın Hakkı Gelirleri	23
2.1.1.5. Bahis Oyunları Gelirleri	25
2.1.1.6. Türkiye’de Futbol Kulüplerinin Gelir Rakamları.....	26
2.1.1.7. Avrupa’da Futbol Kulüplerinin Gelir Rakamları	30
2.1.2. Futbol Kulüplerinin Giderleri	33

2.1.2.1. Futbolcu, Antrenör ve Kulüp Çalışanı Maaşları.....	33
2.1.2.2. Bonservis Giderleri.....	34
2.1.2.3. Futbolcu Arama ve Yetiştirme Okulu Giderleri.....	35
2.1.2.4. Ceza Giderleri.....	35
2.1.2. Futbol Kulüplerinin Mal Varlıkları.....	35
2.2. Futbolda Finansal Fair Play	36
2.2.1. Glasgow Rangers Örneği	40
2.2.2. Beşiktaş Örneği	41
2.3. Futbol Kulüplerinin Şirketleşmesi ve Halka Arzı.....	42
2.3.1. Türkiye’de Futbol Kulüplerinin Şirketleşmesi ve Halka Arzı.....	43
2.3.1.1. Galatasaray Futbol Kulübünün Şirketleşmesi ve Halka Arzı.....	45
2.3.1.2. Fenerbahçe Futbol Kulübünün Şirketleşmesi ve Halka Arzı	46
2.3.1.3. Beşiktaş Futbol Kulübünün Şirketleşmesi ve Halka Arzı	46
2.3.1.4. Trabzonspor Futbol Kulübünün Şirketleşmesi ve Halka Arzı	47
2.3.2. Avrupa’da Futbol Kulüplerinin Şirketleşmesi ve Halka Arzı.....	48
BÖLÜM 3: UYGULAMA	52
3.1. Literatür İncelemesi	52
3.2. Araştırmanın Amacı	61
3.3. Araştırmanın Yöntemleri	61
3.3.1. Birim Kök Testi	62
3.3.2. Otokorelasyon Testi	63
3.3.3. Değişen Varyans Testi	64
3.3.4. Çoklu Regresyon Modeli	65
3.4. Araştırmanın Değişkenleri, Veriler ve Ekonometrik Model.....	65
3.4.1. Araştırmanın Değişkenleri	65

3.4.2. Veriler	68
3.4.3. Ekonometrik Model	69
3.5. Araştırmanın Bulguları.....	72
3.5.1. Beşiktaş	73
3.5.2. Galatasaray.....	74
3.5.3. Fenerbahçe	77
3.5.4. Trabzonspor	79
3.5.5. Juventus.....	81
3.5.6. Roma	83
3.5.7. Lazio	85
3.5.8. Porto	87
3.5.9. Sporting Lizbon	89
3.5.10. Ajax.....	91
3.5.11. Borussia Dortmund.....	93
3.5.12. Celtic	95
3.5.13. Copenhagen.....	97
3.5.14. Aalborg	99
3.5.15. Brøndby.....	100
3.5.16. Genel Değerlendirme	102
SONUÇ VE DEğERLENDİRME	103
KAYNAKÇA	109
ÖZGEÇMİŞ	121

KISALTMALAR LİSTESİ

- ADF** : Augmented Dickey Fuller
- ARCH** : Autoregressive Conditional Heteroskedasticity
- DAX** : Deutscher Aktien Index
- EGARCH** : Exponential Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity
- FIFA** : Fédération Internationale de Football Association
- FTSE** : Financial Times Stock Exchange
- GARCH** : Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity
- GMM** : Generalized Method of Moments
- İMKB** : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
- KAP** : Kamuyu Aydınlatma Platformu
- KPSS** : Kwiatkowski Phillips, Schmidt ve Shin
- MIB** : Milano Italia Borsa
- NYSE** : New York Stock Exchange
- PP** : Phillips ve Perron
- PSI** : Portuguese Stock Index
- UFRS** : Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
- UEFA** : The Union of European Football Associations
- TFF** : Türkiye Futbol Federasyonu

ŞEKİLLER LİSTESİ

- Şekil 1** : Avrupa’da Şirketleşmiş Futbol Kulüplerinin Kurumsal Yapılanış Şeması14
- Şekil 2** : Türkiye’de Şirketleşmiş Futbol Kulüplerinin Kurumsal Yapılanış Şeması16
- Şekil 3** : Kavramsal Model.....71

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1	: Futbolda Stratejik Yönetim Modelleri	18
Tablo 2	: Beş Büyük Avrupa Futbol Kulüpleri ile Sponsorluk İşletmeleri İlişkileri	23
Tablo 3	: Avrupa Kulüpleri ve Online Bahis Şirket Ortakları	25
Tablo 4	: Türk Futbol Kulüplerinin İsim Hakkı Gelirleri	26
Tablo 5	: Türk Futbol Kulüplerinin Maç Günü Gelirleri	27
Tablo 6	: Türk Futbol Kulüplerinin Reklam ve Sponsorluk Gelirleri.....	28
Tablo 7	: Türk Futbol Kulüplerinin Yayın Hakkı Gelirleri.....	28
Tablo 8	: İddaa Kurumuna Ait Yıllık Gelir Rakamları	29
Tablo 9	: Ferdi Sporculara Aktarılan Bedeller	30
Tablo 10	: Avrupa Kulüpleri Gelir Sıralaması	31
Tablo 11	: 2011-2012 yılı itibariyle Avrupa Kulüpleri Gelir Dağılımı.....	32
Tablo 12	: 2012-2013 Yılı İtibariyle En Yüksek Maaş Alan 10 Futbolcu.....	33
Tablo 13	: 2012-2013 Yılı İtibariyle En Yüksek Maaş Alan 10 Teknik Direktör	34
Tablo 14	: Futbol Tarihinin En Pahalı 10 Oyuncusu	35
Tablo 15	: Finansal Fair Play Kriterlerinde Yıllara Göre Kabul Edilebilir Ortalama Zarar Seviyesi Tablosu.....	38
Tablo 16	: Hisseleri Halka Arz Edilmiş Türk Futbol Kulüplerinin Temel Piyasa Verileri	48
Tablo 17	: Borsaya Kote Olmuş ve Borsadan Ayrılmış İngiliz Futbol Kulüpleri.....	50
Tablo 18	: Halen Borsaya Kote Olan Avrupa Kulüpleri	51
Tablo 19	: Spordaki Başarı ile Hisse Getirileri Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Ampirik Çalışmalar	58

Tablo 20	: Kulüpler ve Ezeli Rakipleri	67
Tablo 21	: Gözlem Sayısı	69
Tablo 22	: Beşiktaş Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)	73
Tablo 23	: Beşiktaş Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları.....	73
Tablo 24	: Beşiktaş Çoklu Regresyon Test Sonuçları.....	74
Tablo 25	: Galatasaray Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey).....	75
Tablo 26	: Galatasaray Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları.....	75
Tablo 27	: Galatasaray Çoklu Regresyon Test Sonuçları.....	76
Tablo 28	: Fenerbahçe Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)	77
Tablo 29	: Fenerbahçe Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları	77
Tablo 30	: Fenerbahçe Çoklu Regresyon Test Sonuçları.....	78
Tablo 31	: Trabzonspor Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey).....	79
Tablo 32	: Trabzonspor Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları	79
Tablo 33	: Trabzonspor Çoklu Regresyon Test Sonuçları	80
Tablo 34	: Juventus Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey).....	81
Tablo 35	: Juventus Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları.....	81
Tablo 36	: Juventus Çoklu Regresyon Test Sonuçları	82
Tablo 37	: Roma Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)	83
Tablo 38	: Roma Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları.....	83
Tablo 39	: Roma Çoklu Regresyon Test Sonuçları.....	84
Tablo 40	: Lazio Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey).....	85
Tablo 41	: Lazio Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları	85
Tablo 42	: Lazio Çoklu Regresyon Test Sonuçları	86

Tablo 43	: Porto Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)	87
Tablo 44	: Porto Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları.....	87
Tablo 45	: Porto Çoklu Regresyon Test Sonuçları.....	88
Tablo 46	: Sporting Lizbon Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey).....	89
Tablo 47	: Sporting Lizbon Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları	89
Tablo 48	: Sporting Lizbon Çoklu Regresyon Test Sonuçları	90
Tablo 49	: Ajax Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey).....	91
Tablo 50	: Ajax Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları.....	91
Tablo 51	: Ajax Lizbon Çoklu Regresyon Test Sonuçları	92
Tablo 52	: Borussia Dortmund Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)	93
Tablo 53	: Borussia Dortmund Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları ..	93
Tablo 54	: Borussia Dortmund Çoklu Regresyon Test Sonuçları	94
Tablo 55	: Celtic Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)	95
Tablo 56	: Celtic Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları	95
Tablo 57	: Celtic Çoklu Regresyon Test Sonuçları.....	96
Tablo 58	: Copenhagen Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey).....	97
Tablo 59	: Copenhagen Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları.....	97
Tablo 60	: Copenhagen Çoklu Regresyon Test Sonuçları	98
Tablo 61	: Aalborg Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey).....	99
Tablo 62	: Aalborg Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları	99
Tablo 63	: Aalborg Çoklu Regresyon Test Sonuçları	100
Tablo 64	: Brondby Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey).....	100
Tablo 65	: Brondby Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları.....	101

Tablo 66	: Brondby Çoklu Regresyon Test Sonuçları	101
Tablo 67	: Genel Değerlendirme	104

Tezin Başlığı: Futbol Kulüplerinin Sportif Başarılarının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi

Tezin Yazarı: Feyyaz ZEREN

Danışman: Doç. Dr. Mehmet SARAÇ

Kabul Tarihi: 02 / 07 2014

Sayfa Sayısı: xi (ön kısım) + 122 (tez)

Anabilimdalı: İşletme

Bilimdalı: Muhasebe ve Finansman

Özellikle son 20 yılda Avrupa’da futbol sektörü milyon dolarlık bir hacme ulaşan, kâr amaçlı ve kurumsal yönetim ilkelerine göre yönetilmesi zorunlu hale gelen ticari bir sektöre dönüşmüş ve böylece futbol ekonomisi ve finansı kavramları ortaya çıkmıştır. Bu nedenle bu konuda yapılacak akademik çalışmalar daha da önem kazanmıştır.

Bu çalışmanın amacı Türkiye ve Avrupa’da halen hisseleri borsada işlem gören ve böylece artık sermaye piyasalarının da bir unsuru haline gelen 15 futbol kulübünün sportif performansları ile hisse getirilerindeki değişim arasındaki ilişkiyi araştırmaktır. İlk bölümde futbolun küreselleşmesi ile birlikte oluşan kurumsal yapının, ikinci kısımda ise futbolun ekonomisi ve finansının incelendiği çalışmanın son bölümünde ise futbol kulüplerinin hisse fiyatlarındaki değişimin açıklanması için kurulan çoklu regresyon modelleri aracılığıyla kulüplerin sportif başarılarının hisse performansları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir.

Bu kapsamda 15 kulübe ait 2005-2006 sezonundan 2011-2012 sezonuna kadar 7 sezonda 9 değişkene ait toplam 4300 gözlemden faydalanılmıştır. Kulüplerin hisse fiyatlarındaki değişimi açıklamak için maç sonuçları ile bahis oranının çarpımı temel açıklayıcı değişken olarak kullanılırken, maçın Şampiyonlar Ligi, Uefa Avrupa Ligi ve derbi maçı olup olmaması ile maç gününden sonra ilk işlem gününe kadar geçen gün sayıları da kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır.

Çalışmanın sonucunda maç sonuçlarının hissedeki fiyat değişimlerini neredeyse tüm kulüpler için anlamlı düzeyde açıkladığı görülmüştür. Derbi değişkeninin sadece İtalya gibi derbilerin diğer ülkelere kıyasla daha fazla önemsendiği bir ülkede anlamlı çıkması beklentileri doğrulamıştır. Almanya ve Danimarka gibi daha gelişmiş ülkelerin futbol kulüplerine ilişkin modellerde açıklayıcılık katsayılarının geçmiş literatürü doğrular şekilde daha yüksek olduğu görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Futbol Ekonomisi ve Finansı, Futbol Kulüplerinin Hisse Fiyatları, Sportif Performans, Çoklu Regresyon

Title of Thesis Effects of Sporting Achievements of Football Clubs on Share Prices

Author of Thesis: Feyyaz ZEREN **Supervisor:** Associate Prof. Mehmet SARAÇ

Acceptance Date: 02 / 07 / 2014 **Number of Pages:** xi (front part) + 122 (thesis)

Department: Business Administration **Subfield:** Accounting and Finance

Especially in the last 20 years in Europe, football industry reached a volume of million-dollar, it transformed into a commercial sector in which a company should be managed as profit oriented and adopted according to the principles of corporate governance, and thus the concept of football economics and finance has emerged. Accordingly, academic studies related to this sector become more important.

The aim of this study is to analyze the relationship between changes in stock returns and sporting performances of fifteen football clubs still trading in stock market and thus becoming an element of capital market. Corporate structure consisted together with globalization of football, and economy & finance of football were examined in the first part and the second part, respectively. In last part, the effects of sporting achievements of football clubs on their share performances were analyzed in order to explain the changes in the share prices of football clubs via established multiple regression models.

In this context, 7 seasons beginning from 2005-2006 to 2011-2012 were examined with nine variables and 4300 observations. In order to explain the changes in the share prices of clubs, while the multiplication of match results with the betting odds was used as the main explanatory variable, whether the game was match Champions League, UEFA Europa League or derby and number of days from the day of the match to the first trading day were used as control variables.

As a result of the study, the results of football matches explain the changes in share prices of almost all football clubs in significance level. The emerged significance of derby variable for only Italy caring more about derby matches compared with other countries confirmed the expectations. Explanatory coefficients were seen higher in models of football clubs of developed countries like Germany and Denmark as confirming previous literature.

Key Words: Football Economics and Finance, Share Price of Football Clubs, Sports Performance, Multiple Regressions

GİRİŞ

Tarihin ilk dönemlerinden bugüne kadar, yuvarlanan cisimler bir oyun ve spor aracı olarak insanların dikkatini çekmiştir. Günümüzde de adına top dediğimiz küre veya elips şeklinde olan topla oynanan birçok oyun vardır. Ancak top oyunu denildiğinde genellikle ilk akla gelen oyun futbol olmaktadır. Bunun yanında yine futbol olarak bilinen Amerikan futbolu, Rugby, Avustralya futbolu, Kanada futbolu ve Galler futbolu gibi farklı oyunlar da bulunmaktadır. Bütün bu oyunların ortak tarafı topu hareket ettirerek sayı yapmak ve puan almak amacına dayanmasıdır.

Futbol yüzyıllar boyunca dünya üzerinde çeşitli formlarda oynanmasına rağmen, modern anlamda ilk kez İngiltere’de ortaya çıkmıştır. Zira futbol dünyasında İngiltere “Futbolun Beşiği” olarak bilinmektedir. 18. yüzyılın ortalarından itibaren tarım toplumlarından sanayi toplumlarına geçiş ile birlikte futbolda da bir takım değişimler olmaya başladı. Maçların şehir dışlarındaki boş alanlarda oynanması yerine şehirlerin caddelerinde, sokaklarda ve meydanlarda oynanmaya başlandı. Taşımacılıktaki gelişmelerle birlikte bir şehrin takımının bir başka şehrin takımıyla maç yapması ihtimali arttı.

Günümüzde küreselleşme ve kurumsal yapıya geçiş ile birlikte çok basit ve masumane bir şekilde futbolu yalnızca bir spor olarak görme olanağı neredeyse kalmamıştır. Milyarların ilgisini çeken bir spor dalı olarak futbol olimpik ruhtan uzaklaşarak; günümüzün en yaygın tüketim kalıplarını belirleyen ticari işkollarından biri haline gelmiştir (Akşar ve Merih, 2006: 3).

Çalışmanın Konusu ve Önemi

Geçen süreçte futbolun uluslararası arenada öneminin ve izlenirliğinin artması sektörün değerinin yükselmesini sağlamıştır. Yüksek reklam gelirleri, yayın gelirleri ve özgün pazarlama tekniklerinin kullanılması vasıtasıyla taraftar sayılarının artması futbolu eğlenme ve vakit harcama unsuru olmaktan çıkarmış büyük çaplı bir sektör haline getirmiştir. 2009 yılı sonunda Avrupa futbol pazarının büyüklüğü 15,7 milyar euroya yükselirken, top beş olarak adlandırılan İngiltere, Fransa, İtalya, Almanya İspanya liglerinin aynı yıldaki gelirleri ise 7,9 Milyar euro olarak hesaplanmıştır. Bu gelirin % 47’lik kısmını teşkil eden 3,72 milyar euroluk tutarda yayın gelirlerinden

sağlanmaktadır. Televizyon gelirlerinin artması ve sponsorluk anlaşmalarından sağlanan gelirler, futbola olan para akışını hızlandırmıştır. Elde edilen büyük çaplı gelirler sayesinde futbol takımlarına para yatıranlar bu paraları uzun vadeli bir yatırım aracı olarak görmeye başlamışlardır.

Futbolun bir endüstri olmasıyla beraber kulüplerin giderlerinde muazzam artışlar görülmeye başlamış, ancak gelir kalemleri bu artışı karşılayamaz hale gelmiştir. Özellikle hızla artan futbolcu transfer bedelleri kulüplerin bütçelerinin en önemli gider kalemini oluşturmuş, giderlerde görülen bu hızlı artış kulüplerin yabancı kaynaklara başvurmasına ve yüksek oranlarda borçlanmasına neden olmuştur. Futbolcu transfer ücretleri ile birlikte genel giderleri artan kulüpler, gelirlerini arttırmak için alternatif kaynak arayışlarına girmişlerdir. Şirketleşme ve sonrasında halka arz bu kaynak arayışının bir çözümüdür. Bu şirketleşme ve halka arz ile birlikte borsaya kote olan futbol kulüplerinin hisseleri bu borsalarda değerlenmeye başlamıştır. Borsaya kote her firmada olduğu gibi futbol kulüplerinin hisselerindeki değişiminin içinde bulunduğu sektördeki değişimlerden ve kendi sportif faaliyetlerinden etkilenmesi doğal bir beklentidir. Önemli olan bu etkinin düzeyinin ne kadar olduğudur. Bu bağlamda borsaya kote futbol kulüplerinin hisse fiyatları ve bunları etkileyen faktörler çalışmanın odağını oluşturmaktadır.

Bu itibarla çalışmanın birinci bölümünde; futbolun küreselleşmesi ve kurumsal yapıya geçişle birlikte futboldaki değişim ve buna bağlı olarak futboldaki stratejik yönetim modelleri ele alınmıştır.

İkinci bölümde; futbolun ekonomisi ve finansı ele alınarak, futbol kulüplerinin gelirleri, giderleri, mal varlıkları, futbol kulüplerinin şirketleşmesi, halka arzı ve futbolda finansal fair play konuları ele alınarak borsaya kote olmuş tüm futbol takımlarının durumu incelenmiştir.

Üçüncü bölümde; futbol takımlarının hisse performansları ile maç sonuçları arasındaki ilişkiyi; hisse performansını etkileyebilmesi muhtemel futbola ilişkin değişkenlerden ve piyasa genel eğiliminin etkisini yok etmek için kullanılan borsa endeksinden oluşan ekonometrik bir model oluşturulmuştur. Bu bölümde literatür incelemesi, araştırmanın amacı ve yöntemleri, ekonometrik model ve son olarak ampirik bulgular ele alınmıştır.

Araştırmanın sonucunda ise; tüm kulüpler için elde edilen bulgular ortak bir tabloda toplanarak bu kulüpler ve buldukları ülkeler arasında karşılaştırma imkanı sunulmuş ve bu bağlamda genel bir değerlendirme yapılmıştır.

Çalışmanın Amacı ve Kısıtları

Küreselleşmenin kaçınılmaz sonucu olarak futbol sektörü milyon dolarlar gerektiren stratejik ve finansal tekniklerle kar maksimizasyonu ilkelerine göre yönetilmesi gereken ticari bir sektör haline gelmeye başladı. Bu itibarla çalışmanın amacı birim kök, otokorelasyon, değişen varyans ön testleri sonrasında kurulan çoklu regresyon modeli vasıtasıyla hisseleri dünya borsalarında işlem gören futbol kulüplerinin futbol performanslarının hisse hareketleri üzerindeki etkisini ve bu etkinin büyüklüğünü tespit ederek kulüpler arası bir karşılaştırma yapmaktır.

Literatürde futbol kulüplerinin hisseleri ile ilgili yapılmış çalışma sayısı oldukça azdır. Ulaşılabilen verilerin sınırlılığı ve bununla birlikte ulaşılsa bile ham halde olmasından ötürü düzenlenmesinin güçlüğü futbol alanında sağlıklı ve detaylı istatistiksel ve ekonometrik çalışmalar yapılabilmesini güçleştirmektedir. Bu çalışmada yaklaşık 6-7 ay alan veri toplama sürecinin sonucunda Avrupa'daki 15 futbol kulüne ait her bir değişken için toplam 4300 gözlemden oluşan veri seti oluşturulmuştur. Her bir futbol kulübü için incelenen veri aralıklarının düzenli olmayışı aslında modelin tam manasıyla bir zaman serisi de olmadığını göstermektedir. Bu durum oluşturulabilecek alternatif model önerilerini de kısıtlamaktadır. Örneğin böyle bir durumda dengeli panel veri modelleri kurmak mümkün değildir.

Çalışmanın Yöntemi

Bu çalışmada veri seti oluşturulurken ikinci verilerden faydalanılmıştır. Veri aralığı 2005-2012 arasındaki toplam 7 sezondan oluşmaktadır. Kurulan ekonometrik modele E-views 7 programı aracılığıyla birim kök, otokorelasyon, değişen varyans ve çoklu regresyon testleri uygulanmıştır. Literatürde yapılan çalışmalara bakıldığında her ne kadar bağımsız iki grup testi (T-Testi), Otoresif Koşullu Değişen Varyans (ARCH) / Genelleştirilmiş Otoresif Koşullu Değişen Varyans (GARCH), yapısal eşitlik gibi teknikler kullanılmışsa da çok sayıda değişken için ve zaman serisi yapısına tam anlamıyla uygun olmayan bu değişkenler bütününe etkisini test etmek için en uygun

yöntem olarak çoklu regresyon modeli seçilmiştir. Hisse fiyatları ve borsa endekslerine ilişkin verileri www.ukfinance.yahoo.com adresinden, maç sonuçları ve bunlara ilişkin değişkenleri ülkelerin futbol federasyonlarının resmi websitesinden, bahis oranları ise www.mackolik.com adresinden elde edilmiştir.

BÖLÜM 1: FUTBOLUN KÜRESELLEŞMESİ VE KURUMSAL YAPIYA GEÇİŞ

Bu bölümde konuya giriş olması amacıyla futbolun yıllar içerisinde temel gelişimi açıklanarak futbolun küreselleşmesi, futboldaki kurumsal yönetime geçiş eğilimleri ve bu alandaki stratejik yönetim modelleri izah edilecektir.

1.1. Futbolun Küreselleşmesi

Son yirmi yılda küreselleşmenin etkisi neredeyse tüm sektörlerde görülmeye başlamıştır (Duque ve Ferreira, 2005: 3). Bununla birlikte bu etkiler futbolda da görülmeye başlamış ve bu bağlamda günümüzde artık futbol spor olmanın ötesinde çok daha başka anlamlar taşımaya başlamıştır (Giulianotti ve Robertson, 2004: 545).

Futbolun küreselleşmesinin önemli etkenlerinden birisi 1920’li yıllarda çoğunlukla İngilizler tarafından futbolun Asya ve Afrika’daki sömürgelere götürülmesi ve bu ülkelerde futbol kulüplerinin hatta futbol federasyonlarının kurulmasıdır. Ancak futbol bir taraftan küreselleşirken İngiltere’nin hâkimiyeti de sürmeye devam etmiştir. Bu noktada ilginç bir örnekte Arjantin futbol tarihinin gelişimidir.

1893 yılında İngiliz asıllı bir profesör tarafından kurulan Arjantin futbol federasyonunun ilk futbol rehberinde “sakatlanan bir oyuncu samimi olması ve doğru bir İngilizce ile ifade etmesi şartıyla kendisini sakatlayan futbolcunun özrünü kabul edebilir” ifadesi yer almaktadır. Bu durum İngiltere’nin baskınlığının açık bir göstergesidir (Ongan ve Demiröz, 2010: 64).

Siyasal, ekonomik ve teknolojik gelişmelerin etkisiyle dünyada 1980’lerden sonra gittikçe hızlanan küreselleşme sürecinden futbol da kendine düşen payı almıştır. Özellikle 1990’lardan sonra özel televizyonculuğun gelişmesi sonucunda futbolun artan yayın gelirleri, zaman içinde artan reklam, sponsorluk gelirleri, önemi gittikçe artan forma ve benzeri logolu ürün satışları, yapılan yeni statlar sayesinde artan bilet gelirleri ile futbol çok hızlı şekilde bir endüstri ve bir işkolu haline dönüşmüştür. Özellikle Avrupa Adalet Divanı’nın 1995 yılında aldığı ve futbolcuların serbest dolaşımına imkân veren “Bosman Kararı” futbolun endüstrileşmesinde devrim niteliğinde etki yapmıştır. Artan gelirler futbol kulüplerini başta Avrupa ülkeleri olmak üzere hızla şirketleşmeye

yönlendirdi. Bugün dünya borsalarına bakıldığında en değerli şirketler arasında spor kulüplerini görebilmek mümkündür (Aykaç İğdelipınar, 2011: 4).

Günümüzde birçoklarına göre futboldan daha küresel bir olgu yoktur. Roma İmparatorluğu, Şarlken'in imparatorluğu, Moğol imparatorluğu ve Napolyon'un imparatorluğu gibi devasa imparatorluklar bile tüm dünyaya egemen olmaktan çok uzaktaydı ve dünyanın büyük bir kısmı ise bu imparatorlukların egemenlikleri dışındaydı. Tüm dünyaya hükmedebilmiş ilk imparatorluk ise Amerika Birleşik Devletleri olmuştur ancak futbol bu imparatorluğun dahi ötesindedir. Futbolun otoritesi çok daha eksiksiz ve sağlamdır, çünkü futbol barışçıldır, futbolun benimsenmesinde zorlama ve dayatma yoktur; futbol dünyayı barışçı yollardan fethetmiştir. Futbol böylece küreselleşmenin de simgesi olmuştur. Futbol demokrasiden, internetten, hatta İngilizce'den bile çok daha hızlı ve yaygın bir biçimde küreselleşmiştir. 1959 ve 1974 seneleri arasında Liverpool'u çalıştıran İskoç Bill Shankly'nin şöyle bir ifadesi vardır: *“Futbol bir ölüm kalım meselesi değildir. Daha da önemlidir!”* İşte futbol gerçekten de hem kitlelerle hem de üst düzey çevrelerle ilişkisi olan bir spor olmaktan ibaret değil, aynı zamanda küresel bir tutkudur. Futbol, herkesin anladığı, bölgesel, ulusal farklılıkları ve kuşak farklılıklarını aşan bir spor dalıdır (Boniface, 2007; 1).

Bugün futbol tüm spor dalları arasında en çok bilinen ve en küresel olanıdır (Milanoviç, 2006: 860). Farklı kültürden, sınıftan birçok insanı bir araya getirme özelliği bulunmaktadır. Bir firma patronu ile bir işsizi veya gecekondulu insanıyla “yüksek sosyete” den bir insanı bir araya getiren olaydır. Futbol bir dünya sporudur, bu nedenle de küreselleşmenin somut etkilerini ilk yaşayan dallardan biridir (Akkaya, 2008: 4).

Günümüzde futbol, toplumun sosyal, ekonomik ve kültürel parametreleri ile örtüşerek önemli bir yapı sergilemektedir. Futbolun oluşturduğu istihdam iki milyonun üstündedir. Futbolun stratejik önemi ve küresel boyutuna en çarpıcı örnek olarak “Birleşmiş Milletler'in 192 üyesine karşılık FIFA'nın 213 üyeye sahip olması” gösterilebilir. FIFA, Çin ile Tayvan'ı bünyesinde birlikte barındırabilen tek kuruluştur. Futbol, tüm sporların toplam seyirci ve meraklısından daha fazla seyirci ve meraklıya sahiptir. Bunun en iyi kanıtını, son Olimpiyat ve Dünya Kupası'na ilişkin rakamlar vermektedir. Olimpiyatların tüm süresi boyunca topladığı televizyon seyircisi sayısı 20

milyarken, Dünya Futbol Şampiyonası 40 milyar kişiyi TV başına toplamayı başarmıştır (Özdemir ve Memmedov, 2010: 5).

Endüstriyel futbolun oluşmasında tıpkı sermayenin rahat dolaşımı sürecinde olduğu gibi futbolcuların da serbest dolaşımının önemi ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda bosman kuralları futbolun küreselleşmesinde başka önemli bir faktör olarak yer almaktadır. 1995 öncesinde birçok ülke liglerinden transfer uygulamalarını temel 2 prensibe göre uygulamaktaydı. Bunlardan birincisi futbolcunun kulübüyle olan kontrat süresi bitse dahi başka bir kulübe transfer olmak için mutlaka bonservisinin olduğu kulübe mutlaka para ödenmeliydi. İkincisi ise liglerde oynayacak olan yabancı oyuncu sayısında çok sıkı kurallar söz konusu idi. Ancak ne olduysa 1995’de Belçikalı futbolcu Jean-Marc Bosman’ın kulübüyle kontratı bittikten sonra eski kulübüne hiçbir ücret ödenmeden başka bir kulübe gitmek istemesi ile oldu (Simmons, 1997: 13).

Bu olayda hakkını arayan Bosman mahkeme yoluna giderek Avrupa Adalet Divanına kadar dava açmış ve sonunda kazanmıştır. Bu karar daha sonraki birçok davaya emsal teşkil etmiş ve bunun sonucunda futbolun hukuksal yapısında köklü değişikliklere neden olmuştur. Bu kararlar uyarınca Avrupa Birliği üyesi ülkelerin ulusal liglerinde transfer edilen oyuncunun Avrupa Birliği vatandaşı olması koşuluyla yabancı oyuncu sınırlaması kaldırılmış, futbol oyuncularının anlaşma süreleri tamamlandığında bonservis bedeli olmaksızın istedikleri kulübe geçmelerinin önü açılmıştır (Antonioni ve Cubbin, 2000: 158).

Bu kararlarla birlikte futbol ve diğer tüm spor dalları birer ekonomik sektör olarak değerlendirilmiş ve kararlar tüm spor dallarında uygulanmaya başlanmıştır. Tüm bu yaşananlardan sonra bu sürece ön ayak olan Jean-Marc Bosman’ın ismi bu kurallara verilerek o yıldan sonra futbolcuların serbest dolaşımı “Bosman Kuralları” olarak anılmıştır (Frick, 2009: 89).

Bosman Kuralları’nın Türkiye’deki ilk etkileri basketbolda görülmüştür. İlk olarak İbrahim Kutluay serbest dolaşımdan yararlanmıştır. Oysa Türk Federasyonuna göre serbest olmayan İbrahim Kutluay, FIBA’ya (Uluslararası Basketbol Federasyonu) göre serbest olmuştur ve sonuçta AEK (Atina) takımına transfer olmuştur. Bosman Kuralları’nın Türk futbolundaki ilk yıkıcı etkisi ise 2000 yılında UEFA Kupası’nı kazanmış olan Galatasaray Futbol Kulübü’nde görülmüştür. 2001 yılında

Galatasaray'da sözleşmeleri sona ermiş olan futbolculardan Hakan Şükür, Emre Belözoğlu ve Okan Buruk bedelsiz olarak Avrupa'ya gitmiştir ve böylelikle Türk futbolcularının yurt dışına transfer kapısını da açmıştır.

Bosman kurallarının önemli maddeleri şöyle sıralabilir:

- 23 yaşın altındaki futbolcular, transfer olmaları halinde tazminat alabileceklerdir.
- Dayanışma mekanizmasının kurulması, kulüplere önemli bir gelir kaynağı olarak geri dönebilir ve futbolcuların da eğitimlerine katkıda bulunabilir, amatör kulüpler de buna dâhildir.
- 18 yaşın altındaki futbolcuların uluslararası transferleri özel kurallara bağlı tutulacaktır.
- Sezon başına bir transfer dönemi olacaktır. Sınırlı ara sezon transferi yapılacaktır ve her oyuncu sezon başına bir kere transfer edilebilecektir.
- Kontratlar minimum 1 yıl, maksimum 5 yıl için yapılabilecektir.
- 28 yaşını doldurmuş futbolcular için yukarıdaki kurallar sadece ilk iki yıl için geçerli olacaktır.
- Anlaşmazlıkların çözülebilmesi için, yasal süreçlerin yerini alabilecek hızlı ve etkili bir tahkim sistemi oluşturulacaktır.
- Finansal tazminatlar, kontratın oyuncu veya kulüp tarafından tek taraflı olarak yerine getirilmemesi durumunda ödenebilecektir (Leeke, 2003: 22).

Söz konusu kurallar ile 23 yaşın altındaki futbolcuların geçiş yapmaları durumunda eğitim tazminatı söz konusu olacaktır ve tüm futbolcular eğitim tazminatı ile ilgili koşulların yerine getirilmesi halinde serbestçe transfer olabileceklerdir, daha yaşlı futbolcuların sözleşmeli olmaları durumunda ise eski kulüplerine geçiş tazminatı ödenecektir (Simmons, 1997: 15).

Futbolün küreselleşmesinin önemli faktörlerinden biri de televizyon alanındaki gelişmelerdir. 1950'lerde siyah beyaz televizyonların kullanılmaya başlaması, 1960'larda Avrupa'da ve Amerika'da 1980'lerde ise Türkiye'de renkli yayına geçiş futbol üzerinde de önemli etkilere sahiptir. Bu sayede tüm dünya futbolu takip etmeye başlamıştır. 1980'li yıllardan itibaren bilişim teknolojilerinin yaygınlaşması, küreselleşme bağlamında sportif faaliyetleri yakından etkilemeye başlamıştır. İletişim

ve bilgisayar alanındaki hızlı gelişmeler, uluslararası televizyon, radyo, internet kanallarının spor kitlelerine ulaşma ve bilgilendirme konusunda önemli görevler üstlenmesini sağlamaktadır. Yine son on yılda yayına geçen Ntv Spor Radyo, Lig Radyo, Radyo Spor gibi radyo kanalları, neredeyse her bir futbol takımına ait resmi internet sitesinin bulunması ve bazı futbol takımlarının televizyon kanallarının olması bu durumun Türkiye'deki güzel örnekleridir.

Tüm dünyada yayın yapan çok sayıda sportif kanal bu misyonu yerine getirme yolunda ciddi bir rekabet içerisine girmiştir. Sporun güncel olarak takip edilmesinde etkin bir yere sahip olan televizyon yayınları milyarlarca insan tarafından takip edilmekte, televizyonların küresel boyuttaki yayınları sporun bölgeselden çıkarak evrensel hale dönüşmesini sağlamaktadır. Bu bağlamda Uzakdoğu'da özellikle Malezya'da İngiliz takımlarına, Afrika'da Fransız takımlarına, Asya'da özellikle Türk takımlarına duyulan ilgi düzeyinin arttığı görülmektedir. 2000'de Galatasaray UEFA kupasını kazandığında birçok Arap ülkesinde de bu başarının kutlandığı ya da 2002'de Türkiye'nin dünya kupası üçüncülüğü birçok Asya ülkesinde mutluluk yaratması bu durumun Türkiye açısından ifade etmektedir (Özdemir, 2011: 725).

Futboldaki küreselleşmenin Türkiye açısından bir örneğini de son on yılda Türk futbolunun artık dünya üzerinde tanınması ve son dönemde Türkiye'ye birçok tanınmış yabancı futbolcunun gelmesidir. Dünya kupası ve UEFA kupası başarılarının ardından;

- Fatih Terim'in Fiorentina'ya,
- Rüştü Reçber'in Barcelona'ya,
- Emre Belözoğlu ve Okan Buruk'un Inter'e
- Nihat Kahveci'nin Real Sociedad'a
- Gheorge Hagi, Claudio Taffarel ve Mario Jardel'in Galatasaray'a
- Ricardo Quaresma, Guti Hernandez, Hugo Almeida ve Simao Sabrosa'nın Beşiktaş'a;

- Roberto Carlos, Nicolas Anelka, Pierre Van Hooijdonk ve Ariel Ortega gibi oyuncuların ise Fenerbahçe'ye transfer olması Türkiye'nin küresel anlamda tanınmaya başladığının bir göstergesidir.

Küreselleşmenin ekonomik açıdan etkileri spor sektöründe de kendini aynı şekilde göstermektedir. Futbol başta olmak üzere diğer birçok spor dalında sporcular farklı ülke takımlarına transfer olarak ülkelerarası bir dolaşımı gerçekleştirmektedirler. Bu esnada ciddi miktarlarda ödenen ücretler hem kulüplerin hem de sporcuların bütçelerine eklenmektedir (Erdoğan, 2008: 22).

Büyük spor kulüplerinde, birkaç sermaye grubunun yönetimi ele geçirmek için mücadele ve ittifakları olurken; küçük spor kulüplerinde ise bir sermayedarın ve ya sermaye grubunun dönemsel egemenliği vardır. 1990'lı yıllarda futbolda özerk yönetime geçilmesiyle büyük sermaye holdinglerinin, mafyanın, tarikatların kulüplerde örgütlenmesi başlamıştır. Günümüzde, birçok büyük firma, medya kuruluşları, reklamcılar, sponsorlar ve futbol pazarlayıcıları futbol kulüplerine sahiptir veya ortaklardır. Futbolcular, futbol kulübünün yer aldığı karşılaşmaları gerçekleştiren ve bu iş için para alan elemanlardır ve kulübe sahip değildirler (Ekmekçi, 2013: 108).

Futbolun küreselleşmesiyle birlikte bu durumdan dört farklı boyutta etkilenmektedir. Bunlar futbolun pazarı, futbolun tüketicisi, futbolun iş süreci ve onun stratejik boyutudur. Bu noktada önemli olan tüm bu boyutların nasıl yönetildiğidir (Dolles ve Söderman, 2005: 9).

1.2. Futbolda Kurumsal Yönetim

Günümüzde artık işletmelerin karlılıkları ve performanslarının göstergesi olan rakamsal değerler tek başına firma performansını ve gelecekteki değerini göstermekte yeterli değildir. Önemle üzerinde durulan konu, firma performansının ve başarı göstergelerinin sürdürülebilirliğidir. Firmaların sürdürülebilir başarılarında en temel faktör firmanın kurumsal yönetim ilkeleri ve değerlerine uygun bir yönetim anlayışının benimsenmesi, uygulanması ve faaliyetlerinin ve süreçlerinin izlenerek, gerekli önlemlerin zamanında gerektiği şekilde alınmasıdır (Aras, 2006: 1).

Halkın oyunu olarak ortaya çıkan futbol günümüzde endüstriyel futbol adı altında bir iş örgütüne dönüşmüştür. Futbolun taşıdığı mistik, dinsel, sınıfsal özelliklerin yanı sıra,

sembolik değerlerle kurduğu bağ oyunun 6nemini arttırmıştır. Profesyonelleşme s6reci, sportif etkinliklerin bir oyun olma 6zelliğinden 6ıkartıp, ekonomik d6zeyde işleyen bir alana d6n6řt6rm6ştir. Bunun sonucunda ise kapitalist d6zenin değerleri spora egemen olmuştur. Kazanma k6lt6r6 ve başarı elde etme arzusu her t6rl6 sportif değerin 6n6ne ge6miştir. Profesyonelliğin ve metalaşmanın en b6y6k etkisi taraftarlar ve oyuncular 6zerinde ger6ekleşmiştir. Futboldan hızla end6strileşen yeni futbol anlayışına ge6ildik6e futbolun sadece 6z6 değil, hayatlarımız i6erisindeki yeri de değişmeye başlamıştır. Bir oyun olmanın 6tesinde futbol, toplumsal yaşam i6erisinde bir “minyat6r” model olarak işlev g6rmekte ve onun 6zerinden toplumsal yaşama bir takım rol ve değer transferleri ger6ekleştirilmektedir. İşte bu y6zden futbolun “end6striyel futbol” olarak adlandırılması sonrasında oynanan oyunun artık futbol olmadığının net bir bi6imde dile getirilmesi b6y6k 6nem arz etmektedir (Talimciler, 2008: 89).

B6yle bir ortamda futbolda kurumsal y6netim ve denetim her ge6en g6n giderek 6nemini artırmaktadır. Y6z milyonluk b6t6çeleri y6netir duruma gelen futbol kul6plerinde, parasal gelirlerin 6ok hızlı bir şekilde artmasına rağmen; kurumsal yetersizlikler de her ge6en g6n daha fazla 6n plana 6ıkmaya başlıyor. Futbol milyonlarca kişinin ilgisini 6ekmekte, futbol kul6plerinin y6neticileri ise milyonları temsil etmektedir. Bu nedenle futbol kul6plerini y6netenler bu kul6pleri en y6ksek standartlarda y6netme sorumluluğuna sahip olmalıdırlar (6n6var ve diğerleri, 2009: 9).

Teşvik, şike, r6şvet ve doping gibi anti-futbol 6gelerinin 6n planda olduğu bir g6ndem d6nya futbol kamuoyunu ciddi bir şekilde meşgul etmektedir. Bu nedenle futbolda kurumsallaşmadan ne anlaşılması gerektiği, ne t6r uygulamaların geliştirilmesi gerektiği, g6n6m6zde futbolun bu a6ıdan nerede bulunduğu, ne t6r hataların yapıldığı, yapılması gerekenlerin ne olduğuna y6nelik bir bakış a6ısının ve bu bakış a6ısının 6zellikle kul6p y6netimlerinde ve kamuoyunda yaygınlaştırılmasının ne derece 6nemli olduğu a6ıktır (Ayka6 İğdelipınar, 2011: 2).

Kurumsallaşmanın yolu şirketleşme ve halka a6ılma ile ger6ekleşebilir. Futbol, T6rkiye’de b6t6n kesimleri birleştiren bir alan olup artık taraftar kitleleri kul6pleri ile daha fazla 6zdeşleşmek istemektedirler. Bu nedenle, kul6pler daha şeffaf olmak, gelir kaynaklarını daha net ifade etmek ve giderlerini de buna paralel olarak bildirmek durumundadırlar (Kırdar, 2006: 12).

Dünyada artık profesyonel branşları olan kulüpler tıpkı sanayide olduğu gibi uluslararası alanda da rekabet yollarını aramaktadırlar. Bu da maliyet, istihdam, kalite ve donanım artısını beraberinde getirmektedir. Bu anlamda Manchester United kulübünün uyguladığı model örnektir. Hem sportif hem de ticari olarak Manchester United inanılmaz performansı ile tüm dünya için bir vizyon oluşturmuştur (Türmob, 2000: 1).

Futbolun bugün yerel bir organizasyon olmaktan çıkıp global ürün pazarlayan bir konuma geçmesi, üst düzey kurumsal yönetim uygulamalarını zorunlu hale getirmiştir. Duruma futbol kulüpleri açısından bakıldığında ise kurumsal yönetim kalitesinin yüksek olması; hem kulüplere rekabet üstünlüğü sağlamak açısından hem de düşük maliyetli fonları yaratabilme olanağını beraberinde sağlamaktadır. Bu bağlamda iyi yönetilen futbol kulüpleri rakipleri ile aralarındaki farkı giderek açmaktadır (Akşar ve Merih, 2008: 264).

Bu durum aslında endüstriyel futbolun en önemli dinamiklerinden birini oluşturmaktadır. Bir yandan futbol gelirleri artarken öte yandan rekabet yavaş yavaş ortadan kalkmaktadır. Buna bağlı olarak rekabetin düşmesi ise daha sezon başlarında üst seviye takımların alt seviyelerdeki takımlar ile aradaki farkı açmaya başlıyor olmasına sebep olmakta ve bu da şampiyonun daha baştan belli olmasına yol açmaktadır (Michie, Oughton ve Walters; 2006: 10).

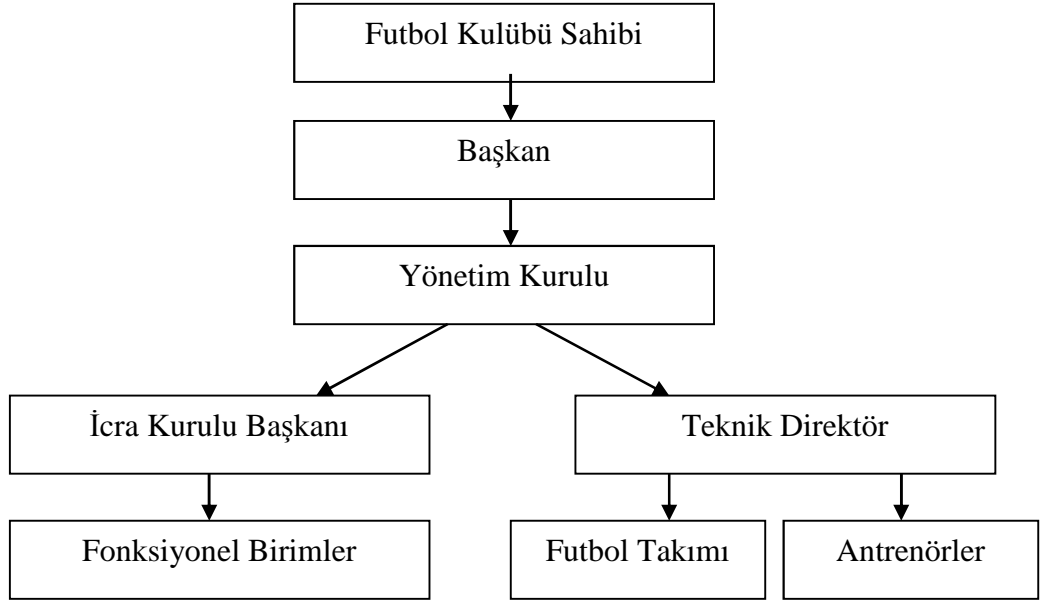
Örneğin Türkiye’de her sezon ortalama olarak üç büyükler (Beşiktaş, Galatasaray ve Fenerbahçe) şampiyonluğa oynamakta ve yüksek ihtimal bunlardan biri şampiyon olmaktadır. Bilindiği gibi son 30 yılda bir defa Bursaspor’un şampiyon olması dışında tüm yıllarda bu 3 büyük takımdan biri şampiyon olmuştur. Bu durum ise futboldaki pastanın büyümemesine neden olmaktadır. Böyle bir durumda ise her zaman yüksek geliri bu takımlar paylaşmakta ve küçük takımlar daha da küçülmektedir. Buradaki çözüm; küçük kulüplerin de kurumsallaşarak yönetim kalitelerini geliştirmeleri, bu gelişmeyi futbol takımlarına sportif başarı olarak yansıtmaları ve kazanılacak sportif başarının sonucunda gelir pastasından daha fazla pay almaya çabalamalarıdır (Akşar ve Merih, 2008: 264).

Bu bağlamdaki en önemli gelişme İngiliz futbol federasyonu tarafından 2005'in aralık ayında futbol kulüpleri için kurumsal yönetim rehberi yayınlanmasıdır. Bu rehber iyi bir kurumsal yönetim için 4 temel prensipten bahsetmektedir. Bunlar:

- Yürütme organı ve kurulu
- Risk ve kontrol yönetimi
- Yasal uyum
- Hissedarları bilgilendirme ve raporlamadır.

Bu rapora göre her kulübün bir yürütme kurulu ve bu kurulu yöneten yürütme organı bulunmalıdır. Bu kurul kulübün içinde bulunduğu mevcut durumu da göz önüne alarak bir iç denetim mekanizması kurmalı ve yasal sorumluluklarını yerine getirmelidir. Dahası yürütme kurulu tüm hissedarlara karşı sorumlu durumdadır. Tüm bunların yanında Avrupa futbolunda hâlihazırda oturmuş bir kurumsal yönetim standardının olmadığı da yadsınamaz bir gerçektir (Michie, Oughton ve Walters, 2006: 10).

Dünya ekonomisinde Avrupa'nın önde gelen ülkeleri olan İngiltere, Fransa, Almanya, İspanya ve İtalya'da şirketleşen kulüplerde de görülen genel yapı idari ve sportif kanadın birbirinden ayrıldığı yönündedir. Avrupa kulüplerindeki örnek bir kulüp yönetimi şu şekilde görülmektedir.



Şekil 1: Avrupa’da Şirketleşmiş Futbol Kulüplerinin Kurumsal Yapılanış Şeması

Kaynakça: Sevgör, Yalın, (2005) Utilization of European Football Club management Practices in Turkish Football, Master’s Thesis, Helsinki University

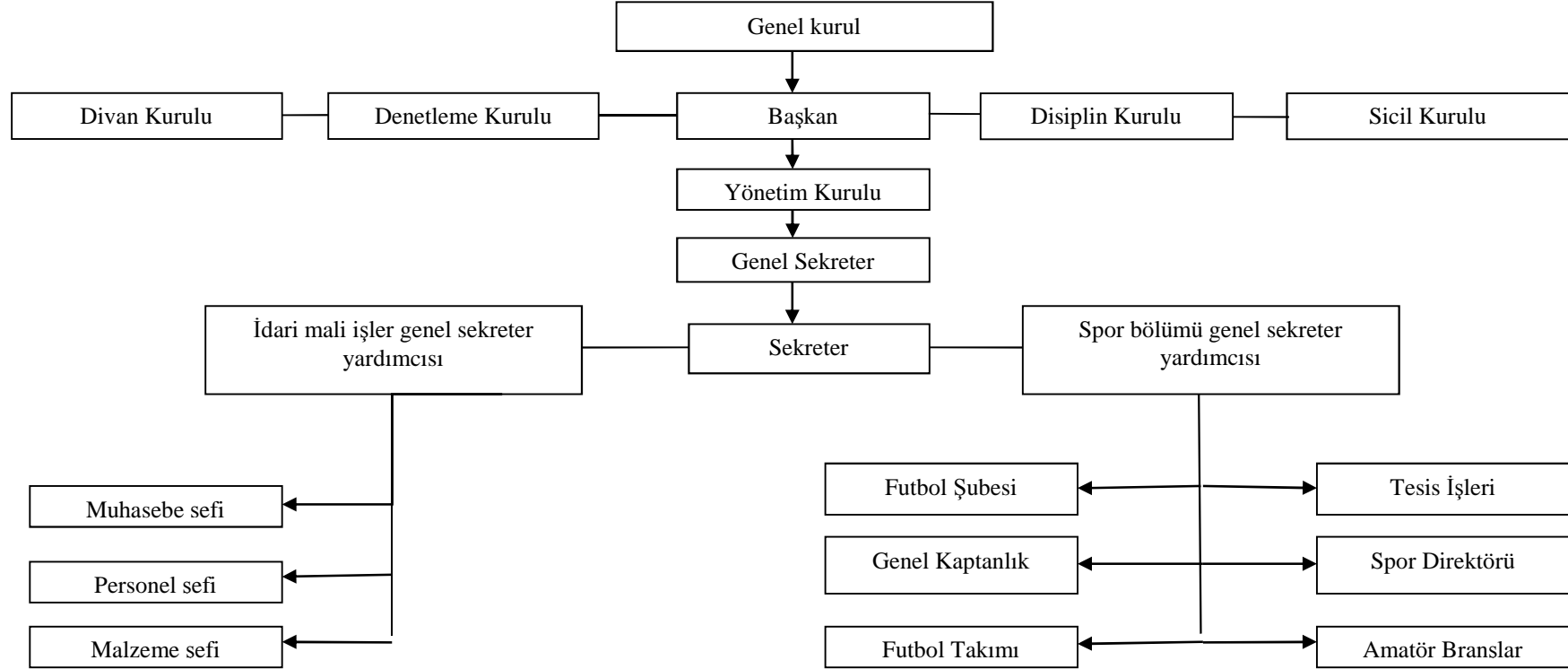
10 yıl öncesine kadar kulüp başkanlarının maçlardan önce soyunma odalarına inip futbolcular ile konuşması Türkiye’de kurumsallaşamamanın en kötü örneklerindedir. Tek bir kişinin tekelinde (ki bu genelde bir başkan olmaktadır) kurumsal yönetimden uzak bir formatta yıllar boyunca yönetilen kulüpler; o kişiler kulüpten ayrılıp da daha önce kulüp başarılı olsun diye kulübe verdikleri borçları istediğinde problemler baş göstermeye başlamaktadır. Olması gereken; başkanın yıllar boyunca kulübe borç verdiği bir yapı değil, kulübün kurumsal bir yapı çerçevesinde kendi gelirlerini belirli bir periyoda bağladığı ve her geçen gün arttırdığı bir kulüp yapısıdır.

Her ne kadar Türkiye’de bu yapısal düzene geçilmemiş olsa bile bu yönde yapılan çalışmalar devam etmektedir. Birçok futbol kulübünde menajerlik sistemine geçilmiş ve buna bağlı olarak yönetim kurulu ve teknik direktör arasındaki tüm iletişimi bu menajerin sağlıyor olması kurumsallaşma adına atılmış güzel adımların başında gelmektedir. Bununla birlikte 2014-2015 sezonundan itibaren tüm dünyadaki futbol kulüplerinin finansal fair-play kurallarını uygulayacak zorunda olması kurumsallık adına Türkiye’ye de bir katkı sağlayacaktır. Derinlemesine irdelenmesi gereken finansal fair-play konusuna burada kısaca değinilmiş olup ikinci bölümde detaylıca ele alınacaktır (Vöpel, 2011: 54).

Türkiye'deki kulüplerin hem dernek, hem de şirket statüleri itibariyle, olabildiğince kamuya açık olmaları ve paydaşlarının çıkarlarını kollayan politikalar izleme yükümlülükleri, buna göre örgütlenip yönetilmelerini zorunlu hale getirmektedir. Fakat genellikle herkes futbol sahası içindeki sezonluk, hatta bir maçlık performansla ilgilenmekte, artık ciddi birer şirket haline gelmiş olan kulüplerin saha dışı performansı (özellikle de mali boyutu) çok küçük bir kitle tarafından izlenmekte, bu ilgilenenlerin de yeterli bilgiyi edinmesini sağlayacak ortamlar yaratılmamaktadır. Son birkaç yıla kadar kurumsal yönetim ilkelerini yerine getirmek bir yana; Türkiye'deki futbol kulüplerinin resmi internet sitelerinde yıllık bilançoları dahi bulunmamaktaydı.

Sorunlar sadece mali boyutla da sınırlı kalmamaktadır. Kulüplerin geleceğine saha dışı performanstan çok daha fazla etki edecek olan; geleceğe dönük uzun vadeli projeler, sponsorluk anlaşmaları, yasal taahhütler, gayrimenkul alım/satımları gibi konularda verilen kararlar, alınan riskler ve bunlarla ilgili olarak yürütülen süreçler yalnızca birkaç kişi tarafından yürütülmekte ve başka taraflarca neredeyse hiç sorgulanmamaktadır. İşin ilginç tarafı, süreç boyunca takip edilmeyen bu konular sonradan yönetimler değişse de çeşitli nedenlerle sorgulama dışı bırakılmakta, böylece hatalarının farkına varan, bunlardan öğrenen ve tekrarlamaması için önlem alan kurumlar yaratılmamaktadır. İyi niyetle yapılan hataları sorgulayan bir sistem olmadığı gibi, kötü niyetle yapılan ve kulübü zarara uğratabilecek girişimleri önleyecek ve bunlarla ilgili olarak hesap soracak mekanizmalar da yeterince iyi ve sağlıklı bir şekilde kurulmamıştır (Aykaç İğdelipınar, 2011: 5). Bu durumun en güzel örneklerinden biri Beşiktaş'ın son 10 yılda yaklaşık 500 milyon lira borçlanmış olmasıdır. Günümüz Türkiye'sinde futbol maç sonuçlarına odaklı hale gelmiş ve kararlar uzun vadeli planlara dayalı olarak değil, kısa vadeli tepkilere göre alınmaktadır.

Aşağıda Türkiye'de Şirketleşmiş Futbol Kulüplerinin Kurumsal Yapılanış Şeması görülmektedir.



Şekil 2: Türkiye’de Şirketleşmiş Futbol Kulüplerinin Kurumsal Yapılanış Şeması

Kaynakça: Devecioğlu, Sebhattin; Çoban, Bilal; Karakaya, Yunus Emre; Karakaş, Özgür (2012), Türkiye’de Spor Kulüplerinin Şirketleşmeye Yönelimlerinin Değerlendirilmesi, Spormetre Beden Eğitimi ve Spor Bilimleri Dergisi, (2), S.62

1.3. Futbolda Stratejik Yönetim Modelleri

Futbolun endüstriyel yapısında her kulüp için gelişmişlik düzeyine göre stratejik yönetim modelleri bulunmaktadır. Bunlar 5 başlık altında toplanır:

- Yetiştirme okulu
- Ulusal yarışçı
- Ulusal yıldız
- Avrupa yarışçısı
- Küresel marka olarak sıralanabilir.

Burada önemli olan nokta hangi kulübün yapısına hangi modelin uygun olduğudur. Modeller arası geçiş belli bir zaman ve başarı sonrası planlı bir biçimde sağlanmalı, hedefler ve uygulamalarda sürdürülebilirlik dolayısıyla da yönetim çok önemlidir.

Tablo 1’de bu modellerin yapıları, amacı, güçlü ve zayıf yanları, fırsatları ve tehditleri açıklanmaktadır. Burada Manchester United’ın 90lar öncesi daha orta seviyeli bir kulüp yetiştirme okulu modelinde günümüzde küresel marka haline gelmiş olması bu modelleri aktif yöneten bir kulübün ne denli başarılı olabileceğinin bir göstergesidir. Türkiye’de ise yetiştirme okulu modelini mükemmel bir şekilde gerçekleştiren Gençlerbirliği kulübü yıllardan bu yana istikrarını sürdürmektedir. Yine Gençlerbirliği gibi Çanakkale Dardanelspor da bu yapılanmanın güzel bir örneğidir. Çanakkale Dardanelspor; Selçuk İnan, Gökhan Zan, Mehmet Topal gibi oyuncularını Türk futboluna armağan eden önemli yetiştirme okullarından biridir.

Tablo 1: Futbolda Stratejik Yönetim Modelleri

	Yetiştirme Okulu	Ulusal Yarışçı	Ulusal Yıldız	Avrupa Yarışçısı	Küresel Marka
Modeldeki Kulüp Tipi	Küçük bölgesel kulüplerdir. Limitli taraftar, şehir, iş desteği vardır. Uluslararası veya ulusal yıldız olmak gibi bir hedef yoktur.	Yerel kulüplerdir. Zaman zaman gelen başarılar Avrupa katılımı Ulusal yıldızların takıma katılımı mümkündür. Bazı iyi yabancı oyuncular takıma katılabilir.	Genelde şampiyon olurlar. Ulusal ligde yıldızdırlar. Genelde Avrupa’da yarışır. Ulusal seviyede ticari başarı vardır.	Ulusal yıldızdan küresel markaya geçiş dönemidir.	Ulusal arena ve Avrupa’da devamlı başarıları vardır. Süper yıldız oyuncular transfer ederler. Küresel taraftar kitlesine ve küresel, sponsorlara sahiptirler.
Ana Amaç	Kendini finanse edebilmek	Ulusal yıldız olmak	Ulusal yıldızlığı sürdürmek Avrupa’da başarı	Küresel marka olmak; Avrupa’da yıldızlaşmak	Kazanmaya devam etmek. Uluslararası iş geliştirme ve büyüme.
Ana Gelir Kaynağı	Oyuncu satışından sağlanan gelirler	TV, sponsorluk ve oyuncu satışları	Dengeli gelir dağılımı	Dengeli gelirler; yüksek giderler	Futbol ve futbol dışı küresel gelirler
Neler Yapar? Neler Sunar?	Üstün altyapı (oyuncu yetiştirme kabiliyeti). Genç oyuncu bulma, alma becerisi. Üstün antrenörlük becerisi vardır. İyi oyuncular güçlü kulüplere, geleceği olmayanlar alt liglere satılır; altyapı ve alt liglerden yeni oyuncular bulunur Yerel, küçük taraftar bazı vardır	Genç oyuncu yetiştirmekten, yerel yıldız oyunculara kayma ve yerelden ulusala kayan taraftar kitlesi vardır. Hedef genelde şampiyonluk veya Avrupa katılımıdır. Şampiyonluk olmasa da Avrupa katılımına genelde erişilir.	En iyi ulusal oyuncular kadrodadır. Kariyerlerinin en üst noktalarında küresel markalara satılır. Güçlü bir taraftar kitlesi vardır. Uluslararası bilinirlik vardır. Ticari operasyonları mevcuttur	Ulusal oyuncuların yanı sıra çok iyi uluslararası oyuncular kadrosundadır. Taraftar kitlesi güçlüdür; artık uluslararası taraftarları olmaya başlamıştır. Ticari operasyonları gelişmiş olabilir.	Dengeli futbol ve futbol dışı gelirler, süper yıldız kadrosu, güçlü marka imajı, güçlü kurumsal yapı ve küresel taraftar kitlesi ile futbol kulübü değil ana iş futbol olan bir küresel firmadır.

Tablo 1 (devam): Futbolda Stratejik Yönetim Modelleri

	Yetiştirme Okulu	Ulusal Yarışçı	Ulusal Yıldız	Avrupa Yarışçısı	Küresel Marka
Zayıf Yanlar	Tutarsız sonuçlar ve hedefsizlik.	Tutarsız sonuçlar ve maliyetler.	Performans düşüklüklerinde kırılabilirlik	Avrupa'da başarısızlığa karşı kırılabilirlik	Ciddi bir maaş faturası ve büyüklükten dolayı hep iyi yönetim ihtiyacı
Fırsatlar	Gelir maksimizasyonu ve iş modelinin daha geliştirilmesi	Ulusal yıldız olabilmek	Avrupa'da başarıların kapitalizasyonu ve ulusal yıldızların satış gelirleri	Başarılar sonrası doğru yönetim ile küresel marka olmak	Gelirleri diğer kıtalara yaymak ve farklı gelir kalemleri yaratmak
Tehditler	Oyuncu üretilememesi ve transfer piyasasına bağımlılık	En büyük tehdit geçiş döneminde uzun süre kalmaktır.	Transfer piyasasına bağımlılık ve iyi oyuncu almadaki rekabet.	Başarılar sonrası doğru yönetim olmazsa finansal çöküntü yaşanabilir.	Sahada başarısızlık ve maaş maliyetlerinin artması
Uluslararası Örnekler	Auxerre, ManUtd (90ların başı) Southhampton, Bilbao, Ajax	Tottenham, Shakhtar, Roma, Marseilla	Rosenborg, Celtic, Lyon,	PSG, Dortmund, Porto, Atletico Madrid	Real Madrid, Barcelona, ManUtd, Milan, Juventus
Yerel Örnekler	Gençlerbirliği, Çanakkale Dardanel	Trabzonspor, Bursaspor	Galatasaray (97-03) ve Beşiktaş (90-93)	Fenerbahçe, Galatasaray ve Beşiktaş	-
Modele erişmekteki ana engeller	İyi altyapı, akademi, antrenör ve oyuncu izleme becerileri geliştirmek	Zorluk modelde uzun süre kalmaya dayanabilmektir	Taraftar durumu, kurumsal yapı kurmak; gelir maksimizasyonu ve gider yönetimi	Bu modele erişmek için ulusal yıldız olmanın yanı sıra Avrupa'da başarı şarttır	Bu modele ulaşma şartları geleneksel bir küresel firmanın şartlarıdır (örn. Coca Cola)

Kaynakça: Acar, Dorukhan, (2011), XV. Türkiye İç Denetim Kongresi Futbolda Kurumsal Yönetim ve Denetim Paneli, 17 Ekim, İstanbul, 21; Atkearny, (2011), Winning Strategies for Football In Europa and Around the Globe,

BÖLÜM 2: FUTBOLUN EKONOMİSİ VE FİNANSI

Spor ya da sporun alt sektörü futbol, “boş zaman etkinliği” olarak ortaya çıkmışsa da, kapitalist üretim süreci ve ilişkileri çerçevesinde yaşanan teknolojik gelişmelerle beraber endüstrileşmiş, kendi kendinin katma değerini yaratan başlı başına bir sektör haline gelmiştir (İyem, 2011: 72). Kapitalist sistemin işleyişi futbolun da kimliğini değiştirmiş, futbol kulüpleri ticari birer işletmeye, izleyiciler ise birer müşteriye ya da diğer bir ifadeyle tüketiciye dönüşmüş ve futbol giderek kârlı bir yatırım alanı haline gelmiştir (www.fesam.org).

1990’lar öncesi mali açıdan birçok zorluk yaşayan, birçoğu bu sebeplerle kapanma noktasına gelen ya da küçülüp yok olmaya başlayan kulüpleri de kapsayan futbol sektörü, 1990’lar sonrası büyük finansörlerin desteği ile işlerini yürütmektense artık kurumsallaşmaya başladı (Akşar, 2005: 2). Bu mesele her ne kadar birçok Avrupa kulübü tarafından gerçekleştirilmişse de Türkiye’de hala bu durumun sancıları devam etmekte ve kurumsallığa geçişte önemli sorunlar yaşanmaktadır.

Bu geçiş süreci ile birlikte Avrupa’da futbol sektörü milyon dolarlar gerektiren stratejik yönetim ilkelerine göre yönetilmesi gereken ticari bir sektör haline gelmeye başlamıştır. Aslında bu durum küreselleşmenin kaçınılmaz bir sonu olarak her sektörde olduğu gibi futbola da yansımıştı. İşte bununla birlikte futbol ekonomisi kavramı ortaya çıkmaya başladı (Dobson ve Goddard, 2011: 2).

Kar amacı olmayan yapılanma; taraftar paydaşlığı ve gelirlerin dengeli dağılımı gereği futbol kulüplerinin yönetim yapısını diğer ticari kuruluşlardan oldukça farklılaştırmaktadır. Kulüpler varlıklarını sürdürmek için yüksek standartta yönetim ilkelerini benimsemek ve uygulamak durumundadırlar. Ancak buna karşın çoğu futbol kulübünün yönetim standartları düşük, içsel ve dışsal kontrol mekanizmaları yetersizdir (Akşar ve Merih, 2008: 421).

Genel olarak profesyonel bir futbol takımının müşterileri 2 grup altında toplanmaktadır. Bunlar; televizyon, gazete, radyo gibi medya kuruluşları ve taraftarlardır (Bauer, 2005: 499).

Bu bölümde öncelikle futbol kulüplerinin gelirlerini oluşturan kalemlere değinilecek, Türkiye ve Avrupa'daki rakamlar verilerek yorumlanacaktır. Daha sonra ise futbol dünyasının son dönemde en çok konuşulan ve en güncel kavramlarından biri finansal fair play konusuna değinilecektir. Bölüm sonunda ise futbol kulüplerinin şirketleşmesi ve halka arzı konuları irdelenecektir.

2.1. Futbol Kulüplerinin Gelirleri, Giderleri ve Mal Varlıkları

2.1.1. Futbol Kulüplerinin Gelirleri

2.1.1.1. İsim Hakkı Gelirleri

İsim hakkı gelirleri kulübün kendi resmi logosunun ve isminin marka olarak tescil ettirilerek forma, tişört, eşofman, kravat, bardak, kaşkol, gömlek, kalem gibi ürünlerin üzerine işlenip, bu ürünlerin satılması sonucu elde edilmektedir (Akşar ve Merih, 2006: 12). Bu ürünler futbol markalarının halka ulaşması için önemli araçlar olup kulüplerin elde ettiği başarılar bu markaların daha çok tanınmasını sağlamaktadır (Cox, 2012: 79). Bir futbol kulübünün endüstrileşebilmesi sürecinde değişikliklerin tamamlanabilmesi için en önemli misyonu markasını pazarlayabilmesidir. Bu bağlamda zamanla gerekli değişikliklerin tamamlanmasından sonra belirli bir satış stratejisi doğrultusunda logosunu ulusal ya da uluslararası arenada pazarlayabilmesi en önemli görevlerinden birini oluşturmaktadır (Akşar, 2010: 103). Örneğin Türkiye'de taraftarlar Beşiktaş'ın lisanslı ürünlerini "Kartal Yuvası", Fenerbahçe'nin lisanslı ürünlerini "Fenerium", Galatasaray'ın lisanslı ürünlerini ise "GSstore" isimli mağazalardan satın alabilmektedirler. Ayrıca son dönemdeki yaygın bir başka uygulama ise bu mağazalara ait büyük tırların Türkiye'nin çeşitli illerine giderek taraftarlara lisanslı ürünleri ulaştırmasıdır.

2.1.1.2. Maç Günü Gelirleri

Son yıllarda yeni stadyumların inşaa edilmesi ya da eski stadyumların revize edilmesi taraftarların daha çok tribünlere gitmesi açısından oldukça önemli bir faktör olarak göze çarpmaktadır (Noll ve Zimbalist, 1997: 3). Her ne kadar televizyon yayınlarındaki gelişimin insanları tribünlerden uzaklaştıracağı düşünülse de (Forrest ve Simmons, 2006: 250) maçı stadyumda seyretme geleneği yıllardan bu yana devam etmektedir (Baroncelli ve Lago, 2006: 15).

Özellikle son yıllarda kulüplerin maç günü gelirlerini, reklam ve sponsorluk gelirlerini arttırmak için kullandığı yaygın bir uygulama yüksek şöhrete sahip futbolcuları transfer etmesidir (Forrest ve Simmons, 2006: 248). Yakın dönemden bir örnek, Beşiktaş'ın 2013-2014 sezonu başında ünlü Brezilya'lı futbolcu 34 yaşındaki Ronaldo de Assis Moreira ya da bilinen kısa ismiyle Ronaldinho'yu transfer etmeye çalışmasıdır. Galatasara'ın Didier Drogba'yı transfer etmesi de bu durumun bir başka örneğidir. Bu gibi örnekler maç günü gelirlerinde ve forma satışlarında muazzam artışlara sebep olmaktadır.

2.1.1.3. Reklam ve Sponsorluk Gelirleri

Spor kulüpleri tarafından yüksek gelir elde edilen kalemlerden bir başkası da reklam gelirleridir. Özellikle forma reklamı ve maçlar sırasında panolarda verilen reklamlar önemli bir gelir kalemini oluşturmaktadır (Aydın, 2005: 20).

Gerek yerel gerekse küresel çapta farklı alanlardaki birçok sportif faaliyetler, sponsor olan kurumların hedef kitlelerine ulaşabilmeleri açısından geniş imkanlar sağlamaktadır (Spais ve Filis, 2008: 169). Bu sebeple kurumların spor sponsorluğunu tercih etme nedenleri; sporun toplum tarafından sevilmesi, sporun toplumun her kesiminden insanları etkileme yetisine sahip olması (Argan, 2001: 17) buna bağlı olarak medyanın spora, özellikle futbola geniş yer ayırması, bu sayede sportif faaliyeti destekleyen sponsorunun toplumla rahat bir şekilde bağlantı kurmasını ve sponsorun bilinirliğinin artmasına olanak sağlaması olarak sıralanabilmektedir (Çavuşoğlu, 2001: 28). Tüm bu sebeplerden ötürü sponsorluk alanındaki en büyük payı spor sponsorluğu almaktadır (Thawaites, 1995: 150).

Bu durumun birçok çarpıcı örneği bulunmaktadır. Türkiye Süper Ligi sponsoru Spor Toto, Basketbolun şampiyonlar ligi olan Euroleague'in sponsoru Türk Hava Yolları (THY), İngiltere Premier Ligi sponsoru Barclays bunlardan bazılarıdır. Bu durumun bir başka örneği ise son yıllarda kulüplerin transferlerinin bir kısmını dahi sponsorlar aracılığıyla yapmaya başlamış olmasıdır. Örneğin Beşiktaş 2010'da Hugo Almeida'yı fon aracılığıyla transfer etmiştir. Aşağıda beş büyük Futbol ülkesindeki futbol kulüplerinin sponsor bilgileri verilmiştir.

Tablo 2: Beş Büyük Avrupa Futbol Kulüpleri ile Sponsorluk İşletmeleri İlişkileri

Kulüp	Sponsor	Sektör	Dönem
Real Madrid	Bwin	Kumar ve Bahis	2007-2009
M. United	Aig	Sigorta ve Finans	2006-2009
Barcelona	Unicef	-	2006-2010
B. Münich	T-Home	İletişim	2002-2009
Chelsea	Samsung	Elektronik	2005-2009
Arsenal	Emirates	Taşımacılık	2006-2013
Liverpool	Carlsberg	İçecek	1992-2009
Milan	Bwin	Kumar ve Bahis	2006-2009
Roma	Wind	İletişim	2007-2009
İnter	Pirelli	Otomotiv	1995-Halen
Juventus	N. Holland	Ağır araç	2007-2009

Kaynakça: Papatya, G. ve M. A. Geniş (2013). Futbol Sadece Bir Oyun mu ? Futbol Ekonomisi ve Uluslararası Bahis Şirketleri Üzerine Bir Değerlendirme

2.1.1.4. Yayın Hakkı Gelirleri

Futbolun Küreselleşmesi ve özellikle 90'lardan sonra futbol maçı yayınlama kalitesindeki muazzam artış (Evens ve Lefever, 2011: 34) ile futbola olan ilgi artmış (Forrest ve Simmons, 2006: 248) ve bununla birlikte yayın hakkı gelirleri özellikle Avrupa'nın beş büyük ligi Almanya, İspanya, İtalya, İngiltere ve Fransa'da çok üst seviyelere doğru ilerlemektedir (Dejong ve diğerleri, 2010: 420). Burada kısaca Avrupa'nın beş büyük futbol ülkesindeki naklen yayın gelirlerini dağıtım modelleri ele alınacaktır.

İngiliz Modeli: İngiltere futbolunda kulüplerin televizyon yayınlarından elde ettikleri gelirler belli bir dağıtım modeline göre belirlenmektedir. Bu model, 50:25:25 kuralı olarak ifade edilmektedir. Bu model doğrultusunda federasyon elde edilen toplam naklen yayın gelirlerinin %50'sini tüm kulüplere eşit dağıtmaktadır. %25'i sezon sonundaki lig konumuna göre kulüpler arasında; kalan %25'lik kısım ise kulüplerin popülerliklerine ve sezonluk naklen yayınlanan maç sayılarına göre dağıtılmaktadır (Forrest ve diğerleri, 2004: 245).

Fransız Modeli: Fransa Ligue 1’de gelirin % 83’ü 20 kulüp arasında “Dayanışma Primi” adı altında her kulübe eşit olarak, % 10’u sportif performansa, kalan % 7’si ise her hafta yayınlanan maçlar içinde en yüksek reytingi alan üç maçı oynayan kulüp arasında popülaritelerine göre dağıtılıyor (Aydın, 2005: 24).

Alman Modeli: Almanya’da yayın gelirinin % 50’si bütün kulüplere eşit olarak dağıtılıyor. Geri kalan % 50’nin % 75’i yani 4’te 3’ü son 3 yıl temel alınarak kulüplerin başarısına göre, kalan % 25’te kulüplerin sportif performansları sonucu aldıkları puanlara göre dağıtılıyor (Frick, 2007: 426).

İspanyol Modeli: İspanya La Liga’da Real Madrid ve Barcelona’nın toplam yayın gelirinin üçte birini aldığı bir dağıtım modelinin egemen olduğu görülmektedir. Kalan üçte ikilik kısım ise diğer kulüplerin sportif performansı, yayınlanan naklen maç sayısı ve popülaritelerine göre dağıtılırken; toplam yayın gelirinin üçte birlik kısmı ise Real Madrid ve Barcelona arasında eşit olarak dağıtılmaktadır (Barros ve diğerleri, 2008: 426).

İtalyan Modeli: İtalyanların Serie-A’da uyguladıkları dağıtım modeli ise İngiliz ve Fransız modelinden daha farklıdır. İtalya’da ligo domine eden dört büyük kulüp yayıncı kuruluşla yaptıkları serbest pazarlık sonucunda toplam naklen yayın gelirlerinin yaklaşık % 65’ini kendi aralarında paylaşıyorlar. En büyük payı alan bu kulüpler ise Milan, Inter, Roma ve Juventus’dur. Kalan diğer 16 takım ise federasyon aracılığıyla yayıncı kuruluş ile maçlarının şifreli kanallardan yayınlanması koşuluyla serbest pazarlık yaparak naklen yayın geliri elde ediyorlar (Baronchelli ve Lago 2006: 14).

Türkiye Modeli: Türkiye’ye gelindiğinde ise ülke yapısı olarak da birbirine benzeyen İtalyan Modeline daha yakın bir yapı görülmektedir. Havuz sistemi olarak bilinmektedir. 1996-2005 yıllarında kullanılan modele göre gelirlerin % 50’si daha önce şampiyon olmuş kulüplere dağıtılmaktadır. Bunun % 13,25’lik kısmı Beşiktaş, Galatasaray ve Fenerbahçe’ye eşit olarak; % 10,25’lik kısmı ise Trabzonspor’a verilmektedir. Kalan % 50’lik kısım ise diğer 14 takıma sezon içi performans, bugüne kadar lige katılma gibi kriterlere göre dağıtılmaktaydı. 2005-2006 sezonundan itibaren uygulamaya geçen yeni havuz sistemine göre havuz gelirlerinin % 35’i “Dayanışma payı” adı altında 18 kulübe eşit olarak dağıtılmakta, % 14’lük kısmı şampiyonlar payı

olarak 4 büyüklere garanti edilmekte ve kalan % 51 lük kısım ise kulüplerin puan performansına göre dağıtılmaktadır (Aydın, 2005: 27).

2.1.1.5. Bahis Oyunları Gelirleri

Bahis son yıllarda yükselerek artan bir trend ile birlikte çok büyük öneme sahip bir pazar haline gelmiştir (Demir ve diğerleri, 2012: 30). Yalnızca futbolun hakim olduğu İngiltere gibi ülkelerde değil (Peel, 2008: 2), Müslüman topluma sahip Türkiye’de bile önemli derecede bahise olan ilgi artmıştır. Bu durumun önemli sebeplerinden biri bahisin kendini çok iyi pazarlamasıdır. Örneğin Türkiye’de ilk zamanlar yalnızca maç sonuçları üzerine bahis oynanabilirken, iddaa kurumu günümüzde 2,5 gol altı ve üstü, handikap, çifte şans, ilk yarı sonucu, düello, toplam gol ve uzun vadeli gibi bir çok bahis çeşidine imkan tanımaktadır. Ayrıca oyunun yalnızca bayilerde oynanmayla kalmayıp, Bilyoner, Nesine, Tuttur gibi internet siteleri üzerinden oynanabiliyor olması sektöre olan ilgiyi daha da arttırmaktadır (Crosson ve Read, 2013: 2; Vlastakisa ve diğerleri, 2009: 426)

Tablo 3: Avrupa Kulüpleri ve Online Bahis Şirket Ortakları

Kulüp	Bahis ortağı
Real Madrid	Bwin
AC Milan	Bwin
Arsenal	Paddy Power
Chelsea	188Bet
Barcelona	Betfair
Manchester United	Betfair
Celtic	Gala Coral
Tottenham	Mansion
Liverpool	188bet
Juventus	Betclic

Kaynakça: Papatya, G. ve M. A. Geniş (2013). Futbol Sadece Bir Oyun mu ? Futbol Ekonomisi ve Uluslararası Bahis Şirketleri Üzerine Bir Değerlendirme

Türkiye’deki 4 büyük kulübe ait hesap dönemlerine ait konsolide finansal tablolar ve bağımsız denetim raporlarına bakıldığında gelir kalemleri genel olarak 4 başlık altında

toplanmaktadır (Beşiktaş, Fenerbahçe, Galatasaray ve Trabzonspor konsolide finansal tablo ve bağımsız denetim raporu, 2009; 2010; 2011; 2012). Bunlar; isim hakkı gelirleri, maç günü gelirleri, reklam ve sponsorluk gelirler, yayın hakkı gelirleridir. Deloitte tarafından uzun yıllardan beri yayınlanan yıllık finansal raporlarda ise Avrupa kulüplerinin gelir kalemlerini; maç günü gelirleri, yayın gelirleri ve ticari gelirler olarak üçe ayırarak incelemektedir (Deloitte, 2009; Deloitte 2010; Deloitte 2011; Deloitte 2012). Burada her iki grup için verilen rakamların ortak noktası UFRS'ye (Uluslararası Finansal Raporlama Standartları) göre hazırlanmış olmalarıdır.

2.1.1.6. Türkiye'de Futbol Kulüplerinin Gelir Rakamları

2.1.1.6.1. İsim Hakkı Gelirleri

Kulüplerin isim hakkı gelirlerini gösteren aşağıdaki tabloya bakıldığında en büyük pay Galatasaray'a ait iken, en düşük isim hakkı geliri ise Trabzonspor'undur. Aslında kulüplerin son yıllardaki sportif başarılarına bakıldığında bu rakamların oldukça doğal olduğu yargısına kolayca varılabilmektedir. Zira son 5 yılda Türkiye Süper Ligi'nin zirvesini Fenerbahçe ve Galatasaray Kulüpleri paylaşmaktadır. Şu sonuca varılabilir ki; daha başarılı olan kulübün ismi daha çok para etmektedir ve bu bağlamda bu kulüplerin taraftarları daha çok lisanslı ürün satın almaktadır (Dejong ve diğerleri, 2010: 412). Doğal olarak bu durum isim hakkı geliri rakamlarına da yansımıştır.

Tablo 4: Türk Futbol Kulüplerinin İsim Hakkı Gelirleri (TL)

	Beşiktaş	Fenerbahçe	Galatasaray	Trabzonspor
2008-2009	19.967.187	31.475.923	28.393.087	2.846.753
2009-2010	21.108.158	34.979.960	33.120.810	3.872.928
2010-2011	21.304.781	35.906.708	35.112.024	4.088.694
2011-2012	22.007.059	44.360.848	58.633.953	6.434.479

Kaynakça: Beşiktaş, Fenerbahçe ve Galatasaray 2008-2009; 2009-2010; 2010-2011; 2011-2012 Hesap Dönemlerine Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

2.1.1.6.2. Maç Günü Gelirleri

Tablo 5'e bakıldığında geçen 4 yıl içerisinde kulüplerin maç günü gelirlerini oldukça yukarı çektiği görülmektedir. Rakamlara göz atıldığında göze çarpan önemli bir nokta

ise başlangıçta; Beşiktaş, Fenerbahçe ve Galatasaray'ın birbirine yakın maç günü gelirleri elde ettikleri görülmektedir. Ancak; sonrasında Galatasaray ve Fenerbahçe'nin statlarını yenilemiş; Beşiktaş'ın stadının ise 2013-2014 sezonunda yenilenecek olması ve hali hazırdaki stadının kapasitesinin diğerlerine nazaran daha az ve buna bağlı olarak maç günü gelirlerinin daha az artış gösterdiği sonucu görülebilmektedir. Ayrıca son yıllarda Galatasaray ve Fenerbahçe'nin Beşiktaş'a nazaran daha başarılı bir performans göstermiş olması da bu bulguları desteklemektedir.

Tablo 5: Türk Futbol Kulüplerinin Maç Günü Gelirleri (TL)

	Beşiktaş	Fenerbahçe	Galatasaray	Trabzonspor
2008-2009	6.667.796	12.850.725	13.259.846	3.561.536
2009-2010	5.092.166	12.763.004	21.237.235	4.567.768
2010-2011	7.476.973	12.965.985	11.862.618	5.480.637
2011-2012	11.466.453	32.476.789	28.661.798	10.513.227

Kaynakça: Beşiktaş, Fenerbahçe ve Galatasaray 2008-2009; 2009-2010; 2010-2011; 2011-2012 Hesap Dönemlerine Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Burada maç günü gelirleri rakamları verilirken gelir artış seyrini gösterirken kırılmalar görülmemesi için Şampiyonlar Ligi ve UEFA Avrupa Ligi'nden elde edilen gelirler rakamlara yansıtılmamıştır.

2.1.1.6.3. Reklam ve Sponsorluk Gelirleri

Bir başka önemli gelir kalemi olan sponsorluktan sağlanabilecek gelirlerin önemi Türkiye'de son birkaç yılda anlaşılmıştır. Zira bu durum aşağıdaki tabloda da görülmektedir. 2008-2009 yılında toplam 45 milyon TL geliri olan 4 büyük kulüp 2011-2012 sezonuna gelindiğinde bu rakamı 100 milyon TL'nin üzerine çıkararak neredeyse 2,5 katına çıkarmıştır.

Tablo 6: Türk Futbol Kulüplerinin Reklam ve Sponsorluk Gelirleri (TL)

	Beşiktaş	Fenerbahçe	Galatasaray	Trabzonspor
2008-2009	15.960.321	10.662.148	16.219.292	4.305.463
2009-2010	14.294.501	11.727.689	22.960.723	6.504.266
2010-2011	19.637.361	12.478.269	36.415.272	8.101.990
2011-2012	26.463.547	23.408.558	54.326.186	13.223.846

Kaynakça: Beşiktaş, Fenerbahçe ve Galatasaray 2008-2009; 2009-2010; 2010-2011; 2011-2012 Hesap Dönemlerine Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

2.1.1.6.4. Yayın Hakkı Gelirleri

Türkiye’de futbol maçlarının şifreli yayını 1993-1999 dönemlerinde Cine-5, 1999-2001 dönemlerinde Teleon ve 2001 yılından bu yana ise Ligtv tarafından verilmektedir. Özellikle Lig Tv’nin Türkiye Süper Ligi’nin naklen yayını hakkını eline almasıyla birlikte yukarılara çıkan yayını hakkı gelirleri rakamları 2011/2012 itibariyle 3 büyükler olarak anılan Beşiktaş, Fenerbahçe ve Galatasaray’ın yayını gelirleri eşit düzeydedir. Trabzonspor ve burada yayını gelir düzeyleri gösterilmeyen diğer kulüplerin yayını gelirleri bu kulüplere kıyasla daha alt düzeydedir (www.ligtv.com.tr). Bu durum ise büyük ve küçük kulüpler arasındaki rekabet pergelini daha da açmaktadır. Aynı durum yayını gelirlerinin dağıtım yöntemine göre birçok ülkede de baş göstermektedir (Dejong ve diğerleri, 2010: 422).

Tablo 7: Türk Futbol Kulüplerinin Yayın Hakkı Gelirleri

	Beşiktaş	Fenerbahçe	Galatasaray	Trabzonspor
2008-2009	28.341.165	22.192.782	31.788.872	10.564.819
2009-2010	50.515.300	27.676.979	35.992.278	16.192.533
2010-2011	63.921.565	65.880.149	65.075.185	50.913.387
2011-2012	67.536.463	68.459.017	73.580.777	45.884.699

Kaynakça: Beşiktaş, Fenerbahçe ve Galatasaray 2008-2009; 2009-2010; 2010-2011; 2011-2012 Hesap Dönemlerine Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Burada yayın hakkı gelirleri rakamları verilirken ma günü gelir rakamlarında olduğu gibi gelir artış seyrini gösterirken büyük farklılıklar ortaya çıkmaması için Şampiyonlar Ligi ve UEFA Avrupa Ligi'nden elde edilen gelirler rakamlara yansıtılmamıştır.

2.1.1.6.5. Bahis Oyunları Gelirleri

Avrupa'da geçmişi çok daha uzun yıllara dayanan bahis Türkiye'de Spor Toto Teşkilat Başkanlığı bünyesinde 2004 yılının Nisan ayında "İddaa" adıyla hayata geçirilmiştir. Geride kalan 8 yıllık süreçte "İddaa" kurumu hasılatını 21'e katlamıştır.

Oyunun 2004 ile 2011 yılları arasında elde ettiği hasılat oranları şoyledir:

Tablo 8: İddaa Kurumuna Ait Yıllık Gelir Rakamları

Yıllar	Hasılat (TL)
20.04.2004 – 31.12.2004	234.934.081
2005	1.312.085.398
2006	2.058.257.627
2007	1.894.475.248
2008	2.328.605.209
2009	2.792.787.962
2010	3.731.997.782
2011	4.895.265.815
Toplam	19.248.409.122

Kaynakça: www.sabah.com.tr

Spor Toto Teşkilat Başkanlığı'nın İddaa Oyun Listesinde yer alan kulüpler ile ulusal ve uluslararası müsabakalarda yarışan ferdi sporculara aktarılan bedellerin ise yıllara göre dağılımını Tablo 9'da görülmektedir;

Tablo 9: Ferdi Sporculara Aktarılan Bedeller

Yıllar	Ödenen Bedeller (TL)
2005	17.538.813
2006	96.956.830
2007	140.422.078
2008	167.088.871
2009	192.438.711
2010	164.984.876
Toplam	917.282.040

Kaynakça: www.sportoto.gov.tr

2.1.1.7. Avrupa’da Futbol Kulüplerinin Gelir Rakamları

Avrupa kulüplerinin gelir düzeylerine bakıldığında ise; son 4 yıldan bu yana ilk 4’ün değişmediği ve sırasıyla Real Madrid, Barcelona, Manchester United ve Bayern Munich kulüplerinin en yüksek gelir düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Eski günlerine geri dönen Borussia Dortmund ve Napoli takımlarının ise ilk 2 yıl boyunca ilk 20 içerisinde olmadıkları, ancak 2010/2011 ve 2011/2012 yıllarındaki sportif başarılarının gelir düzeylerine de yansıdığı açıkça görülmektedir. Ayrıca Arap milyonerlerin satın aldığı Manchester City kulübünün de önemli bir çıkış yakalamasının ardından, bu durumun gelir rakamlarına da yansıdığı görülmektedir.

Tablo 10’a bakıldığında İlk 20 içerisinde 7 İngiliz, 5 İtalyan, 4 Alman, 2 İspanyol, 2 de Fransız takımı bulunduğu görülmektedir. Burada değinilmesi gereken bir başka önemli husus ise bu rakamların UFRS’ye (Uluslararası Finansal Raporlama Standartları) göre verilmesidir. Bu durum okuyucuya uluslararası karşılaştırma imkânı sağlamaktadır (Deloitte, 2012: 7). Burada ticari gelir ile sponsorluk ve mal varlıklarından sağlanan gelir ifade edilmektedir.

Tablo 10: Avrupa Kulüpleri Gelir Sıralaması (Milyon Euro)

		2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
1	Real Madrid	401.4	438.6	479.5	512.6
2	FC Barcelona	365.9	398.1	450.7	483
3	Manchester United	327	349.8	367	395.9
4	Bayern Munich	289.5	323	321.4	368.4
5	Chelsea	242.3	255.9	253.1	322.6
6	Arsenal	263	274.1	251.1	290.3
7	Manchester City	102.2	152.8	169.6	285.6
8	AC Milan	196.5	235.8	234.8	256.9
9	Liverpool	217	225.3	203.3	233.2
10	Juventus	203.2	205	153.9	195.4
11	Borussia Dortmund	-	-	138.5	189.1
12	Internazionale	196.5	224.8	211.4	185.9
13	Tottenham Hotspur	132.7	146.3	181	178.2
14	Schalke 04	124.5	139.8	202.4	174.5
15	Napoli	-	-	114.9	148.4
16	Olympique de Marseille	133.2	141.1	150.4	135.7
17	Olympique Lyonnais	139.6	146.1	132.8	131.9
18	Hamburger SV	146.7	146.2	128.8	121.1
19	AS Roma	146.4	122.7	143.5	115.9
20	Newcastle United	-	-	98	115.3

Kaynakça: Jones, D. (2009). Deloitte Football Money League, Captains of Industry; Jones, D. (2010). Deloitte Football Money League, Captains of Industry,; Jones, D. (2011). Deloitte Football Money League, Captains of Industry; Jones, D. (2012). Deloitte Football Money League, Captains of Industry,

Tablo 11: 2011-2012 yılı itibariyle Avrupa Kulüpleri Gelir Dağılımı (%)

		Maç Günü Gelirleri	Yayın Gelirleri	Ticari Gelirler
1	Real Madrid	25	39	36
2	FC Barcelona	24	37	39
3	Manchester United	31	32	37
4	Bayern Munich	23	22	55
5	Chelsea	30	43	27
6	Arsenal	41	37	22
7	Manchester City	13	38	49
8	AC Milan	13	49	38
9	Liverpool	24	34	42
10	Juventus	16	47	37
11	Borussia Dortmund	17	32	51
12	Internazionale	13	60	27
13	Tottenham Hotspur	28	43	29
14	Schalke 04	25	22	53
15	Napoli	16	58	26
16	Olympique Marseille	13	52	35
17	Olympique Lyonnais	14	54	32
18	Hamburger SV	33	19	48
19	AS Roma	13	55	32
20	Newcastle United	15	59	26

Kaynakça: Jones, D. (2012). Deloitte Football Money League, Captains of Industry,

Yukarıda görüldüğü üzere, bu 3 gelir kalemi içerisinde en büyük yeri yayın gelirleri almaktadır Tottenham, Manchester United ve özellikle Arsenal gibi yüksek taraftar kapasiteyle oynayan İngiliz ekiplerinin maç günü gelirlerinin diğerlerine kıyasla yüksek oranlarda olduğu görülmektedir. Ayrıca 2006 şike skandalı sonrası İtalya'da taraftarların tribünlere gitmeyişinin etkileri İtalyan kulüplerinin maç günü gelirleri üzerinde görülmektedir.

2.1.2. Futbol Kulüplerinin Giderleri

2.1.2.1. Futbolcu, Antrenör ve Kulüp Çalışanı Maaşları

Her işletmede olduğu gibi futbol kulüplerinde de çalışan olarak görülebilecek futbolcular, teknik direktörler ve kulüp çalışanları olarak nitelendirilen takım doktoru, fizyoterapist, masör, malzeme sorumlusu ve bunun gibi bir çok kişi maaş almaktadır. Ancak burada en büyük payı futbolcular ve teknik direktörler almaktadır. Diğer çalışanların aldıkları maaşlar bunun yanında çok küçük bir yer tutmaktadır.

2013 yılı itibariyle en yüksek maaş alan ilk 10 futbolcu ve teknik direktör aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Tablo 12: 2012-2013 Yılı İtibariyle En Yüksek Maaş Alan 10 Futbolcu (Milyon Euro)

	Futbolcu	Aldığı Yıllık Ücret	Kulübü
1	Samuel Etoo'o	20	Anzhi
2	Cristiano Ronaldo	17	Real Madrid
3	Lionel Messi	16	Barcelona
4	Neymar	15	Barcelona
5	Zlatan Ibrahimovic	14.5	PSG
6	Radamel Falcao	14	Monaco
7	Wayne Rooney	13.8	Man. United
8	Sergio Qun Agüero	13.5	Man. City
9	Yaya Toure	13	Man. City
10	Thiago Silva	12	PSG

Kaynakça: Jones, D. (2012). Deloitte Football Money League, Captains of Industry

**Tablo 13: 2012-2013 Yılı İtibariyle En Yüksek Maaş Alan 10 Teknik Direktör
(Milyon Euro)**

	Teknik Direktör	Aldığı Yıllık Ücret	Kulübü / Ülkesi
1	Jose Mourinho	15	Chelsea
2	Carlo Ancelotti	13	Real Madrid
3	Marcelo Lippi	10	Guangzhou
4	Sir Alex Ferguson	9.15	Man. United
5	Arsene Wenger	9	Arsenal
6	Guus Hiddink	8	Anzhi
7	Fabio Capello	7.5	Rusya
8	Tita Villanova	6.75	Barcelona
9	Jose Camacho	5.75	Çin
10	Roberto Mancini	5.75	Manchester City

Kaynakça: Jones, D. (2012). Deloitte Football Money League, Captains of Industry

2.1.2.2. Bonservis Giderleri

Bir futbolcunun bir kulüpten bir başka kulübe transfer olması için futbolcu ile gideceği kulübün anlaşması tek başına yeterli değildir. Bununla birlikte futbolcuyu transfer eden kulüp eski kulübünden oyuncunun bonservisini satın alması gerekmektedir. Bonservis bedeli kavramının ardından amaç satan kulübün oyuncuyu yetiştirmesi ve geliştirmesi karşılığında bir bedel almasıdır. Futbol tarihinin en pahalı 10 futbolcusuna ait aşağıdaki tabloda, transferin gerçekleştiği yıl, verilen bonservis ücretleri, bu ücreti karşılayan ve alan kulüpler yer almaktadır. Özellikle dikkat çeken 2001 yılında yapılan Zinedine Zidane'in transfer bedeli hala üst sıralarda yer almaktadır. Bu da oyuncunun ne derece kaliteli bir futbolcu olduğuna işaret etmektedir. Ayrıca ilk 10 içerisindeki bu futbolcuların beşinin Real Madrid'e giderek bu transferi gerçekleştirmiş olması bu kulübün ne derece varlıklı olduğunu göstermektedir. Bu durum Tablo 10'daki gelir sıralamasında Real Madrid'in ilk sırada olduğu bulgusu ile örtüşmektedir.

Tablo 14: Futbol Tarihinin En Pahalı 10 Oyuncusu (Milyon Euro)

	Futbolcu	Yılı	Verilen Bonservis	Yeni Kulübü	Eski Kulübü
1	Gareth Bale	2013	100	Real Madrid	Tothenham
2	Cristiano Ronaldo	2009	94	Real Madrid	Man. United
3	Zinedine Zidane	2001	86.5	Real Madrid	Juventus
4	Zlatan Ibrahimovic	2009	72	Barcelona	Inter
5	Kaka	2009	68.5	Real Madrid	Milan
6	Luis Figo	2000	60	Real Madrid	Barcelona
7	Radamel Falcao	2013	60	Monaco	Atl. Madrid
8	Fernando Torres	2011	58	Chelsea	Liverpool
9	Gianluigi Buffon	2001	57	Juventus	Parma
10	Neymar	2013	57	Barcelona	Santos

Kaynakça: Jones, D. (2012). Deloitte Football Money League, Captains of Industry

2.1.2.3. Futbolcu Arama (Scouting) ve Yetiştirme Okulu Giderleri

Özellikle Avrupa'daki kulüplerde önemli yer eden bir gider kalemidir. Arsenal, Ajax, Auxerre gibi kulüpler transferlere büyük paralar harcamak yerine genç yetenekleri bulup çıkartarak ya da kendi altyapısından futbolcu yetiştirerek kulübü üst seviyede tutmaya çalışmaktadırlar. Gençlerbirliği kulübü ise bu durumun Türkiye'deki en güzel örneğidir. Zira kulübün 30 yıllık başkanı İlhan Cavcav'ın Afrika kulüplerinden çok küçük bedellere transfer ederek daha sonra büyük paralara Avrupa kulüplerine sattığı futbolcuların sayısı oldukça fazladır.

2.1.2.4. Ceza Giderleri

Bu gider kalemi ise genelde müsabakalarda seyirciler tarafından tribünlerde çıkartılan olaylardan dolayı ortaya çıkan sportmenliğe aykırı fiillerden oluşmaktadır (Günel ve Küçükgüngör, 1998, 290).

2.1.3. Futbol Kulüplerinin Mal Varlıkları

Kulüplerin sahip oldukları mal varlıkları toplam gelirleri üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Bu mal varlıkları kulüplerin ellerindeki parayı kira giderlerine değil başka

yatırımlara harcamalarına imkan tanımaktadır (Baroncelli ve Lago, 2006: 16). Kısaca Türkiye'deki 4 büyük kulübün mal varlığından bahsedilecek olursa;

2013 itibariyle Galatasaray'ın 1.175.000 m² arazide Riva Arazisi, 22,627 m² arazide Florya Metin Oktay Tesisleri ve özel şampiyonluk kutlamalarını da yaptığı 2,520 m² arazide Galatasaray Adası (Kuruçeşme Adası) olmak üzere 3 adet tapulu malı bulunmaktadır. Ayrıca 2011 yılında inşa edilen Türkiye'nin en büyük statlarından biri olan Türk Telekom Arena 49 yıllığına kiralanmış olarak kulübün kullanımına tahsis edilmiştir. (www.galatasaray.org)

Beşiktaş'ın ise 50,340 m² arazide Fulya Tesisleri bulunmaktadır. Ayrıca kulübün Ümraniye Tesisleri, İnönü Stadı gibi devletten kiralanmış arazileri mevcuttur (www.bjk.com.tr).

Fenerbahçe'nin ise Şükrü Saraçoğlu Stadı, Samandıra Tesisleri, Dereağzı Tesisleri ve Faruk Ilgaz Tesisleri gibi devletten kiralanmış olan arazileri mevcuttur. 2011 yılına kadar herhangi bir mal varlığı mevcut olmayan Fenerbahçe'nin Düzce'nin Kaynaşlı ilçesinde inşaatı tamamlanan ve kulüp tarafından sezon hazırlıklarında kullanılmaya başlanan Topuk Yaylası Tesisleri isimli bir mal varlığı bulunmaktadır (www.fenerbahçe.org).

Trabzonspor'un Hüseyin Avni Aker Stadı, Mehmet Ali Yılmaz Tesisleri ve Haluk Ulusoy Tesisleri gibi devletten kiralanmış arazileri bulunmasına karşın herhangi bir mal varlığı bulunmamaktadır (www.trabzonspor.org.tr).

2.2. Futbolda Finansal Fair Play

Fair play, bir müsabakadaki şartların tüm oyuncular için eşit olmasını ifade etmektedir. Yani doping, şike, rüşvet gibi emeği sabote edecek durumların mevcut olmadığı müsabaka koşullarıdır (Eber, 2011: 254). Finansal fair play ise bu durumun futbol kulüplerinin finansal durumları açısından gerçekleşmesini ifade etmektedir (Madden, 2012: 2).

Futbol çevrelerince finansal fair playe nasıl bakılacağı ve onun nasıl değerlendirileceği halen tam manasıyla net olmamakla birlikte son yıllarda sık sık konuşulan önemli bir değer haline gelmiştir. Bununla birlikte birçoklarına göre futbolda finansal fair play

fırsat eşitliği sağlayacaktır. Futbol takımlarının UEFA'nın mali kriterlerini uygulamaktan yoksun oldukları günümüz finansal ortamında bu kriterler bir çare olarak görülmeye başlamıştır (Preuss ve diğerleri, 2012: 3).

Son 10 yılda özellikle İngiltere'de birçok takım Arap milyonerler tarafından satın alınarak mali sorunlarını çözerken bu durum kulüpler arasında mali dengesizliklere sebep olmuştur. Bu durumdaki Manchester City ve Chelsea gibi kulüpler mali sorunları çözmüşler ancak bu milyonerlere borçlanmışlar ve bir bakıma onlara bağımlı hale gelmişlerdir (Saas, 2012: 2). Bu durum İngiliz futbol literatüründe "sugar daddy" yani "cici baba" adıyla anılmaya başlanmıştır. Bu şekilde Roman Abramovich 2003'den 2008'e kadar Chelsea'ye 700 milyon sterlin, Sheik Mansour Manchester City'e 2008'den 2010'a kadar 295 milyon sterlin, Mike Ashley Newcastle United'a 2008'den 2010'a kadar 250 milyon sterlin ve Mohamed Al-Fayed Fulham'a 1997-2008 yılları arasında 175 milyon sterlin yatırım yapmıştır. Bu rakamlar kulüplerin performanslarını çok üst düzeylere çekmiş, Chelsea ve Manchester City İngiliz Premier Ligi'nde orta sıralarda mücadele ederken şampiyonluğa oynayan takımlar haline gelmiş, Fulham 10 yıllık süreçte Division 3'den Premier Lig'e yükselmiştir. Ancak bu başarılarla ulaşan kulüpler tamamen bu şahıslara bağımlı hale gelmiştir (Lang ve diğerleri, 2010: 1).

Tüm bu sıkıntıların baş gösterdiği ve 2008 global finansal krizin etkilerinin de futbola yansımaya başladığı bu dönemde, Michel Platini başkanlığındaki UEFA 2009'un eylül ayında UEFA icra komitesinin oybirliği ile alınan kararla finansal fair playi onaylamıştır. Bu kararın arkasında yatan temel neden birçok kulübün 2009 finansal yılında kötüye giden pazar koşulları altında zarar rapor etmiş olmalarıdır. Üst düzey liglerdeki kulüplerin toplam gelirleri 11,7 milyar sterlin civarına ulaşmış ancak artan maliyetler sebebiyle net zarar 1,2 milyar sterline ulaşmış ve finansal fair playe olan ihtiyaç daha da ön plana çıkmıştır. (Thorton, 2012: 4).

Bu kurallar iki bölüm altında toplanmaktadır. Birincisi son dönemde Avrupa'daki futbol kulüplerinde sıklıkla görülen iflaslar üzerine, diğeri ise yapılan gider tutarının gelir tutarını aşmaması üzerine odaklanmıştır (Peeters ve Szymanski, 2012: 6).

Finansal fair playin temel amaçları şöyle sıralanmıştır:

- Kulüplerin ekonomik ve mali imkânlarını geliştirmek suretiyle şeffaflık ve güvenilirliğini artırmak,
- Kulüplerin oyuncular, sosyal merciler (vergi vs.) ve diğer kulüplere karşı yükümlülüklerini zamanında yerine getirmelerini temin ederek alacaklıların korunmasına gereken önemi vermek,
- Kulüplerin futbol finansına daha fazla disiplin ve rasyonellik getirmek,
- Kulüpleri temel gelirlerini yönetmeye teşvik etmek,
- Uzun vadede futbol lehine sorumlu harcamayı özendirmek,
- Avrupa futbol kulüplerinin uzun vadede yaşayabilirlik ve sürdürülebilirliğini korumak (Yardley ve Savva, 2013: 2).

Kriterlerin ilk olarak 2012-13 sezonundan itibaren uygulanmaya alınması planlanmışken, İngiliz kulüplerinin bu kriterlere uyum için bu kadar kısa süre içinde zorlanacaklarını gündeme getirmeleriyle, bu uygulama 2014-15 sezonuna ertelenmiştir.

Aşağıda finansal fair play kriterlerine göre kulüplerin uymaları gereken zarar düzeylerini gösteren tablo bulunmaktadır.

Tablo 15: Finansal Fair Play Kriterlerinde Yıllara Göre Kabul Edilebilir Ortalama Zarar Seviyesi Tablosu

Sezon	İncelenecek Sezonlar			Kabul Edilebilir Zarar Tutarı (€)
2014-2015	2011-12	2012-13	2013-14	45 milyon
2015-2016	2012-13	2013-14	2014-15	30 milyon
2016-2017	2013-14	2014-15	2015-16	30 milyon
2017-2018	2014-15	2015-16	2016-17	30 milyon
2018-2019	2015-16	2016-17	2017-18	30 milyondan az

Kaynakça: Geey, Daniel, (2012), The UEFA Financial Fair Play Rules: A Difficult Balancing Act, Warwick University Entertainment and Sports Law Journal, Volume 9, Number 1

Tablo 15’de görüldüğü üzere kulüpleri finansal fair play kriterlerini yerine getirmek için 2014-2015 sezonu sonuna kadar ortalama zarar düzeylerini 45 milyon euroya, 2018-2019 sezonuna kadar ise 30 milyon euronun altına çekmek durumundadırlar (Drut ve Raballant, 2010: 20). Bu kriterlere uyulmaması halinde ise kulüpler; uyarı, kınama, para

cezası, elde edilen gelirlere el koyma, puan silme ve Avrupa kupalarından men ve küme düşürülme gibi cezalar ile karşı karşıya kalacaktır.

Finansal Fair Play Kriterlerine göre;

- Yöneticiler kulüp için ceplerinden harcama yapamayacaktır (Paralı başkan dönem sona eriyor).
- Yöneticilere, şirket ortaklarına veya ilişkili şirketlere olan borçlar, 2014-15 sezonu sonuna kadar ödenecektir (Borçlar kaynaklarına iade olunacak).
- 2014-2015'ten itibaren kulüpler transfer gelirlerinden daha fazla harcama yapamayacaktır. (Denk Bütçe uygulaması esas olacaktır)
- Mali tablolarda parasal olmayan gelirler yer alırsa, (Örneğin, başkan veya ortakların borç verdiği paralar) bu gelirler futbol dışı gelir kabul edilecek ve kulüp gelirleri içinde sayılmayacaktır. (Sadece kulübe hibe edilen tutarlar gelir sayılacak.)
- Hiçbir futbolcu, kulüp ya da yasal otoriteye vadesi geçmiş borç bulunmayacaktır. Gelirlerden daha fazla borçlanılmayacaktır. (Denk Bütçe İlkesi). Bu durumda transfer yasağı getirilecektir.
- Öz sermayenin eksiye düşmesine izin verilmeyecek ve kulüplerin başabaş noktasını yakalamalarına olanak sağlamak için kulüplerin belirli bir dönem zarar etmelerine izin verilecektir.
- Futbolculara yapılacak ücret, maaş ve prim ödemeleri, toplam gelirin % 70'ini geçemeyecektir.
- Kulübün toplam borcu, toplam gelirin % 100'ünü geçemeyecektir. (Denk Bütçe Uygulaması)
- Bütçesi 5 milyon Euro'nun altındaki kulüpler finansal kriterlerden muaf tutulacaktır.
- Kulüplerin ilişkili şirketleri ile yaptıkları her türlü ticari işlemde geçerli olan fiyatların piyasa emsallerinden oldukça yüksek veya düşük olması durumunda bu rakamların gelir veya gider hesaplarına herhangi bir etkisi olmayacak, söz konusu işlem için bir emsal piyasa fiyatı bulunarak gelir ve giderin tespitinde bu fiyat dikkate alınacaktır (Akşar, 2012: 1).

Bu durumla ilgili son dönemde yaşanan en önemli gelişmelerden biri Bosman kuralları ile adını duyuran Belçikalı avukat Jean-Louis Dupont'un Haziran 2013'te müvekkili oyuncu temsilcisi (menajer) Daniel Striani adına UEFA aleyhine Avrupa Adalet Divanı'na açtığı davadır. Mart ve Mayıs 2013'te bu konuda UEFA'nın uygulamaya çalıştığı finansal fair play kurallarını çeşitli basın açıklamaları ile eleştiren (www.guardian.co.uk) Dupont, açtığı bu dava ile hukuksal olarak mevcut finansal fair play uygulamalarının 1995'de Bosman Davası'nda olduğu gibi Avrupa Birliği yasalarına aykırı olduğunu iddia etmektedir. Dupont'un dava dilekçesinde genel olarak finansal fair playin uluslararası rekabet kurallarına ve özgürlüklere aykırı olduğu ileri sürülmektedir (Akşar, 2013: 1)

Dupont, finansal fair playin Avrupa Birliği hukuku tarafından korunan; sermayenin serbest dolaşımı, işçilerin serbest dolaşımı ve hizmetlerin serbest dolaşımı gibi hakların kullanımını engellediğini ifade etmektedir (www.bbc.co.uk)

Finansal fair play kurallarının gerekliliğinin önemini ve bu bağlamda ortaya çıkan yaptırımları gösteren son dönemde yaşanan 2 örnek olaya aşağıda değinilecektir.

2.2.1. Glasgow Rangers Örneği

54 şampiyonlukla dünyanın en çok şampiyonluğa sahip ekibi Rangers, 49 milyon sterlinlik vergi borcu nedeniyle Şubat 2012'de kayyuma devredildi ve ardından Temmuz 2012'de 134 milyon pound borcu nedeniyle İskoçya Premier Ligi'nden kulüpler birliği kararıyla ihraç edildi. Rangers'ın ligde kalması için 8'e 4 çoğunluğa ihtiyacı vardı. Ancak 7 kulüp aleyhte oy kullandı. İlginç olan ise; taraftarlar tarafından "düşman" olarak tabir edilen ezeli rakip Celtic'ten ise Rangers'ın ihraç edilmemesi yönünde oy çıkmasıydı. İskoçya Futbol Federasyonu tarafından 1 yıl transfer yasağı ile 160 bin sterlin para cezasına çarptırılan 139 yıllık kulüp, 1. Ligde oynaması için yapılan oylamada 30 takımdan 25'inin karşı çıkması nedeniyle 2012-2013 sezonu itibariyle 1. Lig yerine 3. Lig'de mücadele etmektedir.

Glasgow Rangers'ın küme düşmesi nedeniyle, Celtic ile oynadığı dünyaca ünlü "Old Firm" derbileri de uzun bir süre oynanamayacaktır. Rangers'ın normal koşullarda İskoçya Premier Ligi'ne dönmesi en az 3 sezon sürecek ve bir sonraki "Old Firm" derbisi en iyi ihtimalle 2015-2016 sezonunda oynanabilecektir.

“Old Firm” derbisi dini ve siyasi temelleri nedeniyle dünyanın en önemli futbol derbileri arasında yer alıyor. “Katolik Celtic” ile “Protestan Rangers”ın rekabeti, toplumun dini ve siyasi açıdan karşı karşıya olan iki kesiminin, yeşil sahaya yansıyan mücadelesi anlamını taşıyor (www.ligtv.com.tr).

2009/2010 sezonunda benzer bir kaderi paylaşan İngiliz Portsmouth kulübü de kayyuma devredilmiş ve o sezon kulübün 9 puanı silinmişti. O sezon küme düşmesine rağmen FA Cup’ı kazanan Portsmouth UEFA Avrupa Ligi’ne katılmayı hak etmiş ancak mali sorunlardan ötürü kulübün kupaya katılmasına UEFA tarafından izin verilmemişti (www.dailymail.co.uk).

Ayrıca yine bir başka benzer vaka da 2012/2013 yılı Romanya Ligi’nde sezon sonunda Rapid Bükreş ile Concordia arasında oynanan play-out maçında yaşandı. Müsabakayı Rapid Bükreş kazanmış ve kümede kalmıştır. Ancak Concordia finansal Fair-Play kriterlerini yerine getirmediği gerekçesiyle Rapid Bükreş’in bu müsabakaya çıkmaya hakkı olmadığını savunarak CAS’a başvurdu. CAS’ın değerlendirmesi sonucunda Rapid Bükreş’in finansal fair play kriterlerini yerine getirmediğinden ötürü küme düşürülmesine karar verildi (www.ntvspor.net)

2.2.2. Beşiktaş Örneği

UEFA Finansal Fair Play Direktörü Rasmussen tarafından 30 Haziran 2011 ve 30 Eylül 2011 dönemlerine ilişkin olarak gerçekleştirilen denetimde Beşiktaş, UEFA Kulüp Lisans ve Finansal Fair Play Kuralları’nın 65. maddesindeki, “Futbol kulüplerine vadesi geçmiş borçların olmaması” ve 66. maddesindeki “Çalışanlara ve/veya vergi dairelerine vadesi geçmiş borçlarının olmamasına” ilişkin hükümlerle ilgili olarak, mevzuat ihlali gerçekleştirmiş olma ihtimali nedeniyle disiplin kuruluna sevk edilmişti.

Mayıs 2012’de ise UEFA mali konularla ilgili Disiplin Komitesi’ne sevk edilen Beşiktaş Kulübü’ne, bir yıl Avrupa kupalarından men cezası verdi. UEFA’nın Beşiktaş’ın finansal durumundaki sıkıntıdan dolayı 1 yıl men cezası verdiği belirtildi. UEFA Tahkim Kurulu, Beşiktaş Kulübü’ne verilen 500 bin Euro’luk cezayı 200 bin Euro’ya indirdi. 2 yıl men istemi ise Beşiktaş yönetiminin iyi savunması gerekçesiyle 1 yıla indirildi (CAS, 2012: 1).

Yukarıda bahsedilen yönetmelikteki maddelerin ihlaline sebebiyet veren temel olaylar ise şöyle sıralanmaktadır:

- Tomas Zapotocny ve Tomas Sivok için Udinese'ye yapılan bonservis ödemelerdeki gecikmeler,
- Valencia'dan transfer edilen Manuel Fernandes'in için Benfica'ya yapılması gereken yetiştirme bedeli ödenmemesi,
- Matteo Ferrari'nin alacakları hususundaki uyuşmazlıklar,
- Ersan Adem Gülüm için Adanaspor'a geciken ödemeler
- Mustafa Pektemek için Gençlerbirliği'ne geciken ödemeler (www.spor.milliyet.com.tr).

Benzer bir vaka da İspanya'da yaşandı. UEFA Şampiyonlar Ligi'nde mücadele eden La Liga kulübü Malaga, futbolcularının ücretlerini ve faturalarını ödemediği için 2013-2014 ve 2014-2015 sezonları için UEFA tarafından Avrupa kupalarından men edildi (www.UEFA.com). İspanyol kulübü ise konuyu Uluslararası Spor Tahkim Mahkemesi'ne taşıdı. Malaga davasını görüşen CAS üyeleri, İspanyol kulübünün aleyhine karar verdi. Ancak daha sonra UEFA'nın Finansal Kontrol Kurumu, Malaga'dan oyuncularına ve diğer takımlara olan vadesi geçmiş borçlarını ödeyeceğine dair, 31 Mart 2013 tarihine kadar güvence istedi. UEFA İspanyol kulübünün söz konusu garantiyi verememesi halinde, gelecek 4 yıl içinde katılacağı herhangi bir Avrupa kupasından 1 yıl men edileceğini açıklamıştı. Mart 2013 itibariyle Malaga, Şampiyonlar Ligi'nde son 8'e kalarak elde ettiği maddi gelirin de yardımıyla, yükümlülüklerini yerine getirdiğini duyurdu (www.ntvspor.net).

Finansal Fair-Play kurallarının gereklilikleri Tablo 15'de görüldüğü üzere uygulanmaya başlaması ile birlikte yıllara yaygın bir şekilde artmaktadır. Kulüpler mali yapılarını bu gerekliliklere uygun hale getirmediği sürece benzer örnekler görülmeye devam edecektir.

2.3. Futbol Kulüplerinin Şirketleşmesi ve Halka Arzı

Futbol Kulüplerinin şirketleşmesinin temel amacı, sürekli gelişen futbol sektörünün yarattığı hem sportif hem de ticari gelir kaynaklarından en üst düzeyde faydalanma olanağını yaratabilmek ve bu gelirleri gerek stadyum veya tesis yenilemesi gibi büyük

yatırımlarda, gerekse futbolcu transferleri ve teknik kadro gibi birçok gideri karşılamada kullanabilmektir.

Spor kulüplerinin şirketleşmesinde deneyim, taraftar gücü, sportif başarı, gayrimenkul ve altyapı varlığı, kamuoyundaki itibar, ulusal ve uluslararası arenadaki hayran potansiyeli pozitif değerler olarak görülmektedir.

Aynı kapsam içerisinde var olan negatif yönler ise başarıların ticari getiriye dönüşmemesi, mali ve idari yönetimde organizasyon eksiklikleri, planlama ve strateji yoksunluğu, geleceği ipotek altına alan ölçsüz borçlanmalar, yönetimde kalite erozyonu, bağımsız denetim ve saydam bütçe eksikliği olarak görülebilir (Devecioğlu ve diğerleri, 2012: 37).

Burada önemli olan husus, şirketin halka açılmasıyla kazanacağı avantajlar ile halka açılma sonrasında katlanacağı maliyetlerin karşılaştırılması, bu karşılaştırma sonrasında halka açılmanın şirkete getireceği ek yüklerle katlanmaya değip değmeyeceğine karar verilmesidir. İşte bu noktada halka açılma, şirketlerin içinde buldukları sektörler, şirketlerin yapıları vb. hususlar da gözönüne alındığında her şirket için farklı sonuçlar ortaya çıkaracaktır. Örneğin, halka açılma sonrasında mutlak bir şeffaflık yükümlülüğü altına girmesi beklenen bir şirketin, bütün kararları ve hesapları gizli olan aynı sektördeki başka bir şirkete karşı bu noktada rekabet gücü zayıflayacaktır (Kocaoğlu, 2011: 83).

Dünyanın birçok kulübü halka açılma yöntemiyle milyonlarca dolarlık bir gelir elde etmişlerdir. Örneğin; İngiltere Premier Ligi'nde 90'lı yıllara damgasını vuran Manchester United bu başarısını halka arz ile birleştirerek dünyanın en zengin kulübü haline gelmiştir (Sevim ve Güven, ? : 3). Halka açıldığında piyasa değeri yaklaşık 65 milyon dolar olan kulübün değeri, Ocak 2012 itibariyle 530 milyon dolardır (Deloitte, 2012: 3).

2.3.1. Türkiye'de Kulüplerin Şirketleşmesi ve Halka Arzı

90'lı yıllarda tüm sektörlerde olduğu gibi futbolda da rekabetin artması ile birlikte ülkemizde futbol takımlarımızın başkanları ve yöneticilerinin şirketleşme, halka açılma gibi kavramlara ilgi göstermesi birçok kulübümüzün de şirketleşmesini beraberinde getirmiştir. Türkiye'de ilk şirketleşen kulüp 1986 yılında Malatyaspor'dur. 1990-2000

yılları arasında; Beşiktaş, Galatasaray, Fenerbahçe, Trabzonspor, Malatyaspor, Vanspor, Adanaspor, İstanbulspor, Çanakkale Dardanelspor, Karşıyaka, Antalyaspor ve Siirt Jet-paspor gibi takımların şirketleştiği görülmüştür. Ancak sürecin yanlış yönetilmesi sonucunda bu kulüplerin çoğu o günkü mevcut pozisyonlarının çok daha gerisine gitmiştir. Sadece Beşiktaş, Galatasaray, Fenerbahçe ve Trabzonspor'un bu süreçten başarı ile çıktığı görülmektedir (Gümüş ve Zeren, 2012: 4).

Bu durumun ilk örneği o yıllardaki yönetimin vergi kaçırması ve yasadışı işlemlerinin ortaya çıkmasıyla birlikte hızlı bir düşüş yaşayan Malatyaspor olmuştur. Brezilya Milli Futbol takımında forma giyen dönemin efsanelerinden Carlos, Serginho ve Eder gibi futbolcuları transfer eden ve bu transferlerin para kaynaklarını gizleyen yönetim kurulu Malatyaspor'a büyük sıkıntı yaşatmış ve kulübün amatör kümeye kadar düşmesine sebep olmuştur.

1990'lı yılların ortalarında 1. Lig'e çıkan Vanspor da şirketleşmenin bir başka kurbanı olmuştur. Vanspor'lu yöneticilerin, şirket hesaplarında yaptıkları usulsüzlükler takımı hızla ligin dibine itmiş ve Malatyaspor ile benzer bir kaderi yaşayarak birkaç yıl içinde 3. Lige kadar düşmüştür.

Bu durumun en güzel örneklerinden bir başkası ise geçmişte Oğuz Çetin, Tanju Çolak gibi futbolcuların transfer olduğu İstanbulspor ve Sergen Yalçın, Oktay Derelioğlu gibi futbolcuların transfer olduğu Siirt Jet-paspor'un bugün Spor Toto 3. Ligde mücadele etmeleridir (Saraç ve Zeren, 2013: 2).

Beşiktaş ve Galatasaray hisseleri 2002, Fenerbahçe hisseleri 2004, Trabzonspor hisseleri ise 2005 yılından bu yana İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmektedir.

Şirketleşme hususunda Türkiye Futbol Kulüpleri Tescil Talimatı'nda şu ifadeler yer almaktadır;

- Kulüpler, futbol şubelerini aktif ve pasifleriyle birlikte bir bütün olarak, Türk Ticaret Kanunu hükümlerine göre kurulmuş veya kurulacak anonim şirketlere ancak TFF Yönetim Kurulu'nun kararı ile devredebilirler. Bu durum devredilen futbol şubesinin klasman derecesini ve hakkını ortadan kaldırmaz.

- Kulüpler, sportif rekabeti engelleyecek şekilde yarışma hakkını başka bir kulübe devredemezler ve başka bir kulüple birleşemezler. Kulüpler ancak sportif rekabeti engellemeyecek şekilde şirketleşebilir veya dernekleşebilirler.
- Derneğin futbol şubesini devralan şirket, ticaret merkezini başka bir ile taşısa dahi, futbol şubesini derneğin tescilli olduğu ilden başka bir ile taşıyamaz.
- Bünyesindeki futbol şubesini şirkete devreden dernek, işbu talimatın 16. maddesindeki futbol şubesinin derneğe devri hükümleri saklı kalmak kaydıyla, yeniden futbol faaliyetlerinde bulunmak amacıyla TFF'ye tescil edilemez (TFF, 2009: 7).

Bir spor kulübünün halka arzı için tamamlaması gereken aşamalar sırasıyla aşağıdaki gibidir;

- Dernek olarak kurulma,
- Spor kulübüne dönüşüm (tescil)
- Profesyonellik (TFF Lisanslama)
- Profesyonel takımın şirkete devri ya da kiralaması
- Halka arz
- Borsada işlem görme (Kocaoğlu, 2011: 92).

2.3.1.1. Galatasaray Futbol Kulübünün Şirketleşmesi ve Halka Arzı

Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar AŞ “Galatasaray” markasının yönetim haklarına sahip özel bir medya pazarlama şirketi olarak 26 Kasım 1997’de kurulmuş, Şubat 2002’de ise sermayesinin % 16’sını halka arz etmek suretiyle fiili olarak halka açılmıştır (Aydın, Turgut ve Bayırlı, 2007: 59). 2013 Mayıs ayı itibariyle bu takımın halka açıklık oranı % 43 olup, hisselerin % 57’si Galatasaray Spor Kulübü derneğine aittir.

Türkiye’de ilk olarak Galatasaray tarafından uygulanması sebebiyle “Galatasaray modeli” olarak da bilinen “Gelir Ağırlıklı” modele göre yayın hakları, reklam ve sponsorluk gelirleri ve isim hakkı gelirleri Galatasaray tarafından şirkete devrolmakta ancak her türlü maç hasılatları ve bonservis gelirleri ile futbolcu transfer ücretleri ve teknik kadro maaşları gibi en önemli takım giderleri Galatasaray bünyesinde bırakılmaktadır (Akşar ve Merih, 2006; 529). Giderlerin artmasının mali göstergesi

bozmadığı “Galatasaray Modeli”, yatırımcı açısından, özellikle ödenecek kar payı göz önünde bulundurulduğunda çok caziptir. Ancak bu durum yatırımcı için cazip olmasına rağmen şirket için uzun dönemde mali açıdan sorunlara sebep olmaktadır. (Aydın, Turgut ve Bayırlı, 2007: 64). Zira finansal tablolarında devamlı yüksek kâr açıklayan ancak gerçek anlamda mali sıkıntı içinde olan şirket, kar payı dağıtma yükümlülüğünü yerine getirmek zorunda kalmaktadır. Halka arz, sabit fiyatla talep toplama yöntemi kullanılarak, lideri “Global Menkul Değerler A.Ş.” olan aracı kurum konsorsiyumu tarafından “bakiyeyi yüklenim” şeklinde gerçekleştirilmiştir (Galatasaray Futbol A.Ş. Halka Arz İzahnamesi, 2002)

2.3.1.2. Fenerbahçe Futbol Kulübünün Şirketleşmesi ve Halka Arzı

Fenerbahçe Sportif AŞ 10.06.1998 tarihinde Fenerbahçe Spor Kulübü’nün sahip olduğu tüm Fenerbahçe girişimlerini kendi çatısı altında toplayan bir ortaklık olup Şubat 2004’te sermayesinin % 15’ini halka açmıştır (Kırlı ve Gümüş, 2011: 7). Bu takım hala % 20 oranında halka açıktır.

Fenerbahçe Sportif Hizmetler Sanayi ve Ticaret A.S. de aynı Galatasaray gibi “Gelir Ağırlıklı” modele göre halka arz edilmiştir. Başka bir deyişle 2004 yılında yapılan lisans ve temlik sözleşmeleri gereğince gelirler şirkete devrolmuş ancak takım ile ilgili giderler ise Fenerbahçe kulübü bünyesinde bırakılmıştır. Bu şekliyle halka arz olan şirket bu sayede hem Fenerbahçe’ye yüksek fon transferi yapılmasını sağlamış hem de %15’lik kısma denk gelen yatırımcıya yüksek tutarlarda kar payı yaratmıştır (Fenerbahçe Futbol A.Ş. Halka Arz İzahnamesi, 2004). Halka arz, satış yöntemi olarak sabit fiyatla talep toplama yöntemi kullanılarak, lideri “Deniz Yatırım Menkul Kıymetler AŞ.” olan aracı kurum konsorsiyumu tarafından “bakiyeyi yüklenim” şeklinde gerçekleştirilmiştir (Aydın, Turgut ve Bayırlı, 2007: 65).

2.3.1.3. Beşiktaş Futbol Kulübünün Şirketleşmesi ve Halka Arzı

Beşiktaş şirketleşmeye 1995 yılında Beşiktaş Jimnastik Kulübü Spor Malzemeleri ve Spor Yatırımları Sanayi ve Ticaret AŞ adı altında başlamıştır. 14-15 Şubat 2002 tarihinde ise sermayesinin % 15’ini halka arz etmek suretiyle halka açılmış olup bu arzdan 13,781 milyon dolar gelir elde etmiştir. (Aydın, Turgut ve Bayırlı, 2007: 63). Mayıs 2013 itibariyle Beşiktaş % 37 oranında halka açık bir kurumdur. Halka arz, sabit

fiyatla talep toplama yöntemi kullanılarak, lideri “İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.” olan aracı kurum konsorsiyumu tarafından “bakiyeyi yüklenim” şeklinde gerçekleştirilmiştir (Aydın, Turgut ve Bayırlı, 2007: 64).

Beşiktaş’ın halka arz şekli, diğer üç büyük kulüpten farklı olan ve Avrupa’da da “İngiliz Modeli” olarak bilinen kulübün futbol ile ilgili tüm faaliyetlerinin bütünüyle şirkete devri şeklinde gerçekleşmiştir. Bu anlamda şirket, diğer kulüplerden kârlılık göstergesi açısından farklılık taşımaktadır. Diğer bir ifadeyle, dört büyük kulüpten sadece Beşiktaş tüm gelir ve giderlerini şirkete devrederek halka arz etmiştir. Ancak diğer kulüpler, halka arz ettikleri şirketlere futbolcu gelir ve giderlerini devretmeyip, kulüp bünyesinde tutmuşlardır. Dolayısıyla, Beşiktaş sporcu alım ve satımlarından ancak kâr edebildiği sürece diğerlerine göre kârlı pozisyona geçebilecek, aksi takdirde diğer iki şirketten kârlılık açısından devamlı farklı bir durum sergileyecektir (Beşiktaş Futbol A.Ş. Halka Arz İzahnamesi, 2002). Bu model Manchester United tarafından da kullanılmıştır.

2.3.1.4. Trabzonspor Futbol Kulübünün Şirketleşmesi ve Halka Arzı

Trabzonspor ise Trabzon Sportif AŞ adı altında 31.03.1994 yılında şirketleşmeye gitmiştir. Nisan 2005 tarihinde ise sermayesinin % 25’ini halka açarak 24,3 milyon \$ gelir elde etmiştir. Halka açık kısım günümüzde de % 30 a yükselmiştir. Trabzonspor da yine Fenerbahçe ve Galatasaray gibi “Gelir Ağırlıklı” modeli kullanarak halka arz olmuştur. Trabzonspor da diğer kulüpler gibi halka arzını sabit fiyatla talep toplama yöntemi kullanılarak “bakiyeyi yüklenim” şeklinde gerçekleştirmiştir (Trabzonspor Futbol A.Ş. Halka Arz İzahnamesi, 2005).

Aşağıdaki tabloda dört büyük kulübün Mayıs 2013 itibariyle toplam pazar değeri, piyasadaki hisse sayıları ve halka açıklık oranları verilmiştir:

Tablo 16: Hisseleri Halka Arz Edilmiş Türk Futbol Kulüplerinin Temel Piyasa Verileri

Kulüp	Toplam Pazar Değeri	Hisse Sayısı	Halka Açıklık Oranı
Fenerbahçe	987.500.000 TL	25.000.000	20%
Galatasaray	585.498.000 TL	13.940.000	43%
Beşiktaş	181.200.000 TL	14.800.000	37%
Trabzonspor	180.000.000 TL	25.000.000	30%

Kaynakça: Saraç, M. ve F. Zeren (2013). The Effect of Soccer Performance on Stock Return: Empirical Evidence From “The Big Three” of Turkish Soccer League, Journal of Applied Finance and Banking, Vol. 3, Issue: 5, 299-314

2.3.2. Avrupa’da Futbol Kulüplerinin Şirketleşmesi ve Halka Arzı

Duruma küresel açıdan bakıldığında ise farklı ülkelerde farklı bakış açıları gözlenmektedir. Örneğin İspanya’da birçoklarına göre dünyanın en büyük iki kulübü olarak gösterilen Real Madrid ve Barcelona gibi başarılı takımların şirketleşmeksizin dernek statüsünde faaliyetlerini devam ettirdikleri görülmektedir. Bunun en önemli nedeninin ise; milliyetçi ve geleneksel yapı olduğu düşünülmektedir.

İtalya’nın Seri-A Ligi’nde ise halen sadece dernek konumunda olan takımlar olduğu gibi, aralarından şirketleşen kulüpler de vardır. Bu şirketleşmeler, İngiltere’de olduğu gibi bütünüyle gerçekleşmiştir. Seri-A Ligi’nde yer alan 20 takım arasında şirketleşen ve halka arz olup, İtalyan Borsa’sında halen işlem gören takımlar Roma, Juventus ve Lazio’dur. Sayının az olmasının nedeni, İtalya’da özellikle 2002 yılında birçok şirketleşen kulübün aynı Siirt Jet-Pa spor ve diğer başarısız Türk takımları örneklerinde olduğu gibi başarılı olamaması, hatta iflas ederek (Fatih Terim’in de bir süre teknik direktörlüğünü yaptığı Fiorentina gibi) alt liglere düşmesidir. Hatırlanacağı üzere, şirketin batması sonucu küme düşen Floransa ekibi Fiorentina dernek statüsünde bir süre sonra yeniden kurularak en alt lig Serie-C’den başlayarak tekrardan Seri-A’ya geri dönmeyi başarmış ve bir anlamda eski günlerine geri dönmüştür. Ayrıca yine iflas ettikten sonra toparlanma sürecine giren Parma’da buna örnek gösterilebilir (Boon ve Jones, 2005).

Fransa Ligi'nde oynayan takımların büyük bir kısmı şirketleşmeler de borsaya kote olmamışlardır. Lig 1'de genellikle kâr amacı gütmeyen şirketsel bir yapılanma vardır ve yalnızca Olympique Lyonnais borsaya kotedir.

Alman Bundesliga'da mücadele eden takımların büyük bir kısmı bir yandan faaliyetlerini dernek statüsünde sürdürürlerken, diğer yandan da şirketleşme ve halka açılma çalışmalarını devam ettirmektedirler. Ana kulübe bağlı birer iktisadi işletme olarak varlıklarını devam ettiren bu takımların bütçeleri oldukça büyüktür. Almanya'da bugün borsada işlem gören sadece Borussia Dortmund kulübü bulunmaktadır. Almanya'nın en büyük kulübü olarak gösterilen Bayern Munich ise şirketleşmiş bile hali hazırda halka arzını gerçekleştirmemiştir.

Birçok sektörde olduğu gibi bu sektörde de oluşuma öncülük eden ülke İngiltere olmuştur. Tottenham Hotspurs Ocak 1983'de hisselerini borsaya kote eden ilk futbol kulübüdür (Baur ve Mckeating, 2009: 17). Ancak son yıllarda Arap milyonerlerin Premier Lig'e hızlı girişi ve kulüplerin sermaye ihtiyaçlarının kalmaması ile birlikte kulüpler hisselerini borsadan çekmeye başlamışlardır. 2003 yılında borsada işlem gören tam 19 İngiliz kulübü varken şu anda sadece, Haziran 2005'te hisselerini İngiliz Borsası'ndan çeken ve New York Borsası'nda Ağustos 2010'dan bu yana işlem gören Manchester United bulunmaktadır (www.Blomberg.com). Tottenham Hotspurs borsaya kote olan ilk kulüp olduğu gibi borsadaki hisselerinin kotasyonunu sonlandıran son kulüp olmuştur.

İngiltere Borsa'sında işlem görmüş ve daha borsadan ayrılmış olan İngiliz kulüplerin listesi Tablo 17'de görülmektedir.

Tablo 17: Borsaya Kote Olmuş ve Borsadan Ayrılmış İngiliz Futbol Kulüpleri

Kulüp	Borsaya Kote Olduğu Tarih	Borsadan Ayrıldığı Tarih
Tottenham Hotspurs	Ocak 1983	Ocak 2012
Millwall	Ocak 1989	Kasım 2011
Southampton	Nisan 1994	Nisan 2009
Preston North End	Eylül 1995	Ekim 2010
Chelsea	Mart 1996	Ağustos 2003
Leeds United	Ağustos 1996	Nisan 2004
Queens Park Rangers	Ekim 1996	Nisan 2001
Sheffield United	Aralık 1996	Ocak 2009
Sunderland	Aralık 1996	Ağustos 2004
West Bromwich Albion	Ocak 1997	Ocak 2005
Birmingham City	Mart 1997	Ekim 2009
Charlton Athletic	Mart 1997	Eylül 2006
Aston Villa	Nisan 1997	Ekim 2006
Bolton Wanderers	Nisan 1997	Mayıs 2003
Newcastle United	Nisan 1997	Temmuz 2007
Leicester City	Ekim 1997	Kasım 2002
Nottingham Forest	Ekim 1997	Nisan 2002
Manchester United	Ocak 2001	Haziran 2005
Watford	Ağustos 2001	Nisan 2011

Kaynakça: Bell, A., C. Brooks, D. Matthews ve C. Sutcliffe (2010). Over the Moon or Sick as a Parrot? The Effects of Football Results on a Club's Share Price, Applied Economics; Scholtens, B. ve W. Peenstra (2007). Scoring on the Stock Exchange? The Effect of Football Matches on Stock Market Returns: An Event Study, Applied Economics, 16-17

Tablo 18'de ise tüm Dünya'da borsaya kote olmuş ve halen çeşitli borsalarda işlem görmeye devam eden kulüplerin ve işlem gördükleri borsaların listesi verilmiştir. Bugün itibariyle Türkiye'den 4, İtalya'dan 3, Portekiz'den 3, İngiltere'den 1, Danimarka'dan 5, Fransa'dan 1, Almanya'dan 1, İskoçya'dan 2, Hollanda'dan 1, İsveç'ten 1 olmak üzere toplam 21 futbol kulübüne ait hisseler ülkelerin borsalarında işlem görmektedir.

Tablo 18: Halen Borsaya Kote Olan Avrupa Kulüpleri

Kulüp	Ülke	Kote Olduğu Borsa Endeksi	Borsaya Kote Olduğu Tarih
Aalborg	Danimarka	OMX Copenhagen	Eylül 1998
Aarhus Elite	Danimarka	OMX Copenhagen	Aralık 2004
Copenhagen	Danimarka	OMX Copenhagen	Aralık 1997
Silkeborg	Danimarka	OMX Copenhagen	Aralık 1989
Brøndby	Danimarka	OMX Copenhagen	Aralık 1987
Beşiktaş	Türkiye	BIST	Şubat 2002
Fenerbahçe	Türkiye	BIST	Eylül 2004
Galatasaray	Türkiye	BIST	Şubat 2002
Trabzonspor	Türkiye	BIST	Nisan 2005
Juventus	İtalya	FTSE MIB	Aralık 2001
Roma	İtalya	FTSE MIB	Mayıs 2000
Lazio	İtalya	FTSE MIB	Temmuz 1998
Benfica	Portekiz	PSI-20	Mayıs 2007
Porto	Portekiz	PSI-20	Haziran 1998
Sporting Lisbon	Portekiz	PSI-20	Haziran 1998
Celtic	İskoçya	FTSE-100	Eylül 1995
Glasgow Rangers	İskoçya	FTSE-100	Aralık 2012
Borussia Dortmund	Almanya	DAX	Ekim 2000
Ajax	Hollanda	AEX	Mayıs 1998
Olympique Lyonnais	Fransa	CAC-40	Şubat 2007
Aik Solna	İsveç	OMX Nordic	Temmuz 2006
Manchester United	İngiltere	NYSE	Ağustos 2010

Kaynakça: Baur, D. ve C. McKeating (2009). The Benefits of Financial Markets: A Case Study of European Football Clubs, 17, Palomino, F., L. Renneboog ve C. Zhang (2009). Information Salience, Investor Sentiment, and Stock Returns: The Case Of British Soccer Betting, Journal of Corporate Finance, 15, 368–387, Stals, E.R. (2012). Testing The Unilateral Relationship Between Investor Sentiment and Stock Return: An Event Study on Publicly Listed European Football Clubs 2005-2010, Rijksuniversiteit Groningen

BÖLÜM 3: UYGULAMA

İlk olarak literatürde yapılmış çalışmaların inceleneceği bu bölümde araştırmanın amacı, kullanılan yöntemler, veriler, ekonometrik model ve araştırmanın bulguları olarak her bir kulüp için birim kök, otokorelasyon, değişen varyans ve çoklu regresyon testlerine ilişkin uygulama sonuçlarına yer verilecektir.

3.1. Literatür İncelemesi

Finans literatüründe futbolun önemi özellikle 2000 yılından sonra artmaya başlamıştır. Literatürde yapılan çalışmalar değerlendirildiğinde futbol kulüplerinin sportif başarılarının onların hisse fiyatlarına az ya da çok etki yaptığı genel kanıdır. Genel olarak yapılan çalışmalar incelendiğinde uygulamalar çoğunluklu olarak çoklu regresyon ve ARCH/GARCH modelleri olmak üzere iki ana başlık etrafında toplanmıştır.

Bu alanda bilinen en eski ekonometrik analiz Stadmann tarafından 2003 yılında gerçekleştirilmiştir. Stadmann (2003) Alman futbol takımı Borussia Dortmund'u incelediği çalışmasında çoklu regresyon modelini kullanarak, piyasaya yeni gelen sportif bilginin piyasadaki varlık fiyatlarının değerlendirilmesinde ne kadar etkili olduğunu test etmiştir. Modelde Borussia Dortmund'un 1999-2002 yılları arasındaki hisse senedi bilgileri bağımlı değişken; bahis oranları, oyuncuların ve teknik direktörün kontrat uzunlukları, yeni transfer edilen oyuncular, başka kulüplere satılan oyuncular, maçların sonuçları ve Alman borsası DAX'a ilişkin bilgiler ise bağımsız değişkenler setini oluşturmaktadır. Çalışmanın sonucunda sportif başarı ve ekonomik başarı arasında yakın bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Ashton, Gerrard ve Hudson (2003) çalışmalarında İngiltere borsası FTSE'de yer almış tüm İngiliz futbol takımlarını ele almıştır. 1984 ile 2002 yıllarını kapsayan veri setinin kullanıldığı GMM modelinde bağımsız değişkenler maç sonuçları ve ülke endeksinden oluşmaktadır. Analiz sonucunda modelin yüksek derecede açıklayıcı olduğu ortaya çıkmıştır. Uluslararası arenadaki önem derecesi yüksek olan müsabakaların hisse fiyatları üzerinde daha çok etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Zira tüm uluslararası müsabakaların açıklayıcılığı % 7, turnuva finallerinde müsabakaların etkisi ise % 33

olarak belirlenmiştir. Ayrıca daha gelişmiş ekonomilerde sportif başarıların hisseler üzerinde daha yüksek etkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Duque ve Ferreira (2005) Portekiz futbol takımlarından Porto ve Sporting Lizbon'un 1998-2003 yılları arasında hisse senedi fiyatları ve sportif performansları arasındaki ilişkiyi ARCH ve GARCH ile modellemiştir. Ayrıca Portekiz borsası PSI-20, günlük işlem hacmi, risksiz faiz oranı, maç sonuçları gibi değişkenler de modelde yer almıştır. Çalışmanın sonucunda ise sezon sonu yaklaştıkça galibiyet, mağlubiyet ve beraberliklerin hisse senedi fiyatları üzerinde etkisinin kuvvetlenmeye başladığı görülmüştür.

Berument, Ceylan ve Gözpnar (2006) çalışmalarında üç büyük Türk takımı Beşiktaş, Fenerbahçe ve Galatasaray'ın 1987-2003 arasında Avrupa kupalarında oynadıkları maçlara ilişkin sonuçların İMKB-100 getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir. Modelin sonuçlarına göre Beşiktaş'ın maç kazandığı günlerde İMKB-100 endeksinin getirisinde artış gözlenirken Galatasaray ve Fenerbahçe için aynı durum söz konusu değildir.

Boido ve Fasano (2007) T-Testi ile FTSE MIB'de yer alan üç İtalyan kulübü Roma, Lazio ve Juventus'u inceledikleri çalışmalarında Ocak-2005 ve Haziran-2006 arasındaki dönemi ele almışlardır. Test sonuçları galibiyetle sonuçlanan maçların mağlubiyetle sonuçlananlara kıyasla hisse fiyatları üzerinde daha yüksek etkiye sahip olduğu bulgusuna işaret etmektedir.

Edmans, Garcia ve Norli (2007) çalışmalarında dünya üzerinde belli büyüklüğe sahip 50 ülkenin uluslararası düzeydeki sportif sonuçlarını ve ulusal endeks getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın veri setini 1973 yılından 2004 yılına kadar olan uluslararası düzeydeki futbol, basketbol, kriket, rugby, buz hokeyi gibi alanlardaki uluslararası turnuvalarda elde edilen sonuçlar ve bu ülkelerin endeks getirileri oluşturmaktadır. GARCH modelinin kullanıldığı bu çalışmada gelişmiş ülkelerin sportif başarılarının borsa endekslerini daha çok etkilediği görülmekteyken, gelişmekte olan ülkelerde ise bu etkinin daha az olduğu sonucuna varılmıştır.

Palomini, Renneboog ve Zhang (2009) 12 İngiliz futbol kulübünü inceledikleri çalışmalarında regresyon modelini kullanmışlardır. 1999-2002 döneminin incelendiği bu çalışmada bağımlı değişken hisse fiyatları, bağımsız değişkenler ise bahis oranları ve

maç sonuçlarıdır. Maç sonuçlarının hisse fiyatları üzerinde kuvvetli etkisi olduğu sonucuna ulaşılrken, bahis oranlarının maç sonuçlarına ilişkin beklentileri yansıtmaması umulurken herhangi bir etkiye sahip olmadığı bulgusuna rastlanmıştır.

Samagio, Couto ve Caiado (2009) yapısal eşitlik modeli kullandıkları çalışmada, İngiliz kulüplerinin 1995-2007 yılları arasındaki maç sonuçları ve yer aldıkları endeksin getirilerini ele almışlardır. Çalışmanın sonucunda; finansal performans maaş ve ücretleri, işlem hacmini ve oyuncu transfer etmeden önceki diğer maliyetleri etkilerken, sportif performans ve finansal performansın birbirlerini etkilemekte olduğu görülmektedir.

Klein, Zwergel ve Heiden (2009) Avrupa'daki tüm ülkeleri kapsayan araştırmalarında, her bir ülkenin endeksinin dünya kupası gibi büyük sportif organizasyonlardan etkilenip etkilenmediği araştırılmıştır. 1990-2006 yılları arasındaki verilere dayanılarak yapılan regresyon analizi sonucunda anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Baur ve McKeating (2009) çalışmalarında Dow Jones STOXX futbol endeksine yer alan 27 Avrupa futbol kulübünü incelemiştir. Çoklu Regresyon modelinin kurulduğu çalışmada futbol takımlarının halka arz edilmesinin etkileri araştırılmıştır. Çalışmanın veri setini bu takımların 1990-2008 yılları arasındaki maç sonuçları ve hisse performansları oluşturmaktadır. Analiz bulguları, halka arzın büyük takımlar üzerinde olumlu etkiler yaratmadığı ancak alt liglerde yer alan takımlara faydalı olduğu sonucuna işaret etmektedir.

Benkraiem, Le Roy ve Louhichi (2010) çalışmalarında İngiliz futbol takımlarını incelemiştir. EGARCH modelinin kullanıldığı çalışmada maç sonuçlarının fiyat oynaklığı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmanın veri setini 2006-2007 yılları arasındaki maç sonuçları, maçın iç sahada mı dış sahada mı oynandığı, maçın hakemi ve bu takımlara ait o günkü hisse senedi fiyatlarından oluşmaktadır. Analiz bulguları, sportif performansın hisselerin Pazar değeri üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Bell, Brooks, Matthews ve Sutcliffe de (2010) çalışmalarında İngiliz futbol takımlarını incelemiştir. Regresyon modelinin kurulduğu çalışmada veri seti olarak bu takımlara ait 2001-2008 arasındaki ülke endeksi, iç saha / dış saha, bahis oranları, maç sonuçları ve

maçlardaki averaj (maçta iki takım arasındaki gol farkı) elde edilmiştir. Çalışmanın sonucunda sezon içerisindeki daha olağan olarak nitelendirilebilecek maçların sonuçlarının daha az hisse performanslarını etkilediği sonucuna ulaşılrken; küme düşme şampiyonluk gibi durumların olduğu maçların çok daha fazla hisse performanslarını etkilediği görülmüştür. Ayrıca çoğu takımın değişkenlerinin açıklayıcılığı düşük ancak anlamlı düzeyde çıkmıştır.

Aglietta, Andreff ve Drut (2010) çalışmalarında Dow Jones STOXX futbol endeksine yer alan Avrupa futbol kulübünü incelemiştir. Takımların hisse senedi getirilerini etkileyen faktörlerden yatırımcıların takıma bakış açıları, takımın gerçek değeri, maçlarda aldığı sonuçlar, yönetimi, halka arzı, bütçe kısıtları, televizyon gelirler ve futbolcuların maaşları incelenmiştir. Televizyon gelirlerini etkileyen faktörler göz önüne alınarak bir regresyon modeli kurulmuştur. Çalışmanın bulgularına göre televizyon gelirleri ile futbolcu maaşları arasında yüksek dereceli bir ilişki ortaya çıkmıştır.

Demir ve Daniş'in (2011) 2004-2009 yılları arasında Beşiktaş, Fenerbahçe ve Galatasaray'a ilişkin verileri kullanarak oluşturdukları çoklu regresyon modeli İMKB endeksi, beklenen ve beklenmeyen maç sonuçlarını dikkate almış ve diğer regresyon modellerinin kullanıldığı çalışmalara nazaran daha düşük bir açıklayıcılık bulmuştur. Yine bu çalışmada Beşiktaş'a ait hisselerin diğer iki büyük kulüp Galatasaray ve Fenerbahçe'ye kıyasla maç sonuçlarına karşı daha hassas olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca her üç kulüp içinde yerel müsabakaların etkisi Avrupa kupalarından daha yüksek olduğu belirlenmiştir.

Bell, Brooks ve Markham (2012) İngiliz futbol takımlarının 2001-2009 yılları arasındaki döneme ilişkin hisse fiyatları üzerine yaptıkları çalışmalarında İngiliz futbol takımlarının teknik direktörlerinin istifa ve takımdan kovulma etkilerini incelemiştir. T testi kullanılan çalışmada teknik direktörlerin takımdan ayrılmasından önce ve takımdan ayrıldıktan sonraki zamanlarda hisse senedi fiyatlarında anlamlı bir değişiklik olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışmanın sonucunda teknik direktörlerin takımdan kovulmalarının takımın finansal durumu üzerinde büyük bir etkiye sahip olduğu, kendi istekleri takımdan ayrılmaları yani istifa etmelerinin ise daha az etkiye sahip olduğu bulgularına ulaşılmıştır.

Leitão, Armada ve Ferreira (2012) çalışmalarında futboldaki rüşvet kaosu ve bunun Dow Jones STOXX futbol endeksine yer alan futbol takımları üzerine etkilerini incelemiştir. Çalışmada Birim kök, Eşbütünleşik VAR, Johansen eşbütünleşme ve Granger nedensellik testleri yapılmıştır. Çalışmanın veri seti olarak 2002-2008 arasındaki hisse senedi verilerine kullanılmıştır. Sonuç olarak Birmingham City'den Celtic'e doğru bir Granger nedensellik olduğu görülmüştür.

Jorgensen ve diğerleri (2012) Danimarka ekibi Brøndby'yi incelediği çalışmasında Standmann (2003) modelini kullanmıştır. Bahis oranlarının beklentileri ifade ettiği çalışmada çoklu regresyon modeli kurulmuş, oyuncuların ve teknik direktörün kontrat uzunlukları, yeni transfer edilen oyuncular, başka kulüplere satılan oyuncular, maçların sonuçları ve Danimarka borsası OMX Copenhagen bağımsız değişkenleri ifade etmektedir. Çalışmanın sonucunda Brøndby için kurulan çoklu regresyon modelinin açıklayıcılığı % 14 olarak ifade edilmiştir.

Berumant ve Ceylan (2012) Şili, Türkiye, İspanya ve İngiltere üzerinde 1987-2007 arasındaki verilere dayanarak GARCH modelini kullandıkları çalışmada endeks getirilerinin takımların uluslararası düzeyde oynadıkları futbol maçlarıyla ilişkili olup olmadığını incelemiştir. Çalışmanın sonucunda İspanya ve İngiltere'de endeks getirilerinin ve getiri-değişkenlik ilişkisinin maç sonuçları ile ilişkili olduğu görülmüştür. Buna göre takımlar kaybettiğinde düşük getiri ve yüksek riskten kaçınma tercih edilmektedir. Türkiye ve Şili'de ise en önemli spor dalı olduğu ve galibiyetlerin yüksek getiri ve düşük riskten kaçınma ile ilişkili olduğu bulgularına ulaşılmıştır.

Özdurak ve Ulusoy (2013) 4 büyükler olarak nitelendirilen Beşiktaş, Fenerbahçe, Galatasaray ve Trabzonspor'u inceledikleri çalışmalarında bahis oranları vasıtasıyla maç sonuçlarına ilişkin beklentileri ölçerek GARCH modeli kullanmışlardır. 03.01.2011 ve 05.10.2012 arasındaki dönemin incelendiği bu çalışmanın sonucunda özellikle Galatasaray ve Fenerbahçe'nin beklenmedik maç sonuçlarından ve Kamuyu Aydınlatma Platformuna (KAP) yapılan açıklamalardan daha fazla etkilendiği görülmüştür.

Literatürde gerçekleştirilen çalışmalar ile karşılaştırıldığında bu çalışmada diğerlerinden farklı olarak maç sonuçlarını etkileyebilecek değişkenlerin bir kısmını değil tamamını

modele dâhil ederek çoklu regresyon modeli kurulmuştur. Tablo 19'da yukarıda bahsedilen geçmiş çalışmaların kısa bir özeti verilmiştir.

Tablo 19: Spordaki Başarı ile Hisse Getirileri Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Ampirik Çalışmalar

Kaynak	Seçilen Futbol Kulübü	Modeldeki Bağımlı ve (Açıklayıcı) Değişkenler	Veri Aralığı	Yöntem	Temel Bulgu
Stadtmann (2003)	Borussia Dortmund	Kulübün hisse fiyatları, (Ülke endeksi, oyuncu kontrat süreleri, transfer edilen yeni oyuncu, satılan oyuncular, teknik direktörün kontrat süresi, maç sonuçları)	1999-2002	Regresyon	Model düşük derecede açıklayıcı
Ashton, Gerrard, Hudson (2003)	İngiliz Futbol kulüplerinin tamamı	Kulübün hisse fiyatları (Ülke endeksi (FTSE), maç sonuçları)	1984-2002	GMM	Final maçlarının açıklayıcılığı yüksek
Duque ve Ferreira (2005)	Porto, Sporting Lisbon	Kulübün hisse fiyatları (Ülke endeksi (PSI-20) Günlük işlem hacmi, risksiz faiz oranı, galibiyet karşılığında puan, maç sonuçları)	1998-2003	ARCH-GARCH	Sezon sonunda ilişki kuvvetleniyor
Berument, Ceylan ve Gözpınar (2006)	Beşiktaş, Fenerbahçe, Galatasaray	Ülke endeksi (İMKB) (Avrupa kupalarındaki maç sonuçları)	1987-2003	GARCH	Sadece Beşiktaş'ın hisselerinde ilişki var.
Boido ve Fasano (2007)	Juventus, Roma, Lazio	Hisse fiyatları (kazanılan ve kazanılmayan maç sonuçları)	Ocak,2005-Haziran,2006	T-Testi	Galibiyetlerin hisse fiyatları üzerinde etkisi yüksek
Edmans, Garcia ve Norli (2007)	50 dünya ülkesi milli takımları	Ülke endeksleri, (Çeşitli spor dallarında uluslararası turnuvalardaki sonuçlar)	1974-2004	GARCH	Gelişmiş ülkelerdeki sportif başarılar endeksleri daha çok etkiliyor.

Tablo 19 (Devam): Spordaki Başarı ile Hisse Getirileri Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Ampirik Çalışmalar

Kaynak	Seçilen Futbol Kulübü	Modeldeki Bağımlı ve (Açıklayıcı) Değişkenler	Veri Aralığı	Yöntem	Temel Bulgu
Palomini, Renneboog ve Zhang (2009)	12 İngiliz futbol kulübü	Hisse fiyatları (maç sonuçları ve bahis oranları)	1999-2002	Regresyon	Maç sonuçları etkiliyor, bahis oranları etkilemiyor.
Klein, Zwergel ve Heiden (2009)	Avrupa Ülkeleri milli futbol kulüpleri	Ülke endeksleri (Dünya kupası ve Avrupa şampiyonası maç sonuçları)	1990-2006	Regresyon	Anlamli bir ilişki yok.
Baur ve McKeating (2009)	Dow Jones Stoxx endeksteki futbol kulüpleri	Maç sonuçları ve hisse performansları	1990-2008	Regresyon	Halka arz büyük takımlar üzerinde olumlu etkiler yaratıyor
Samagio, Couto ve Caiado (2009)	20 İngiliz Futbol Kulübü	Hisse fiyatları (maaş ve ücretler, işlem hacmi, oyuncu transfer etmeden önceki diğer maliyetleri, maç sonuçları)	1995-2007	Yapısal Eşitlik	Sportif performans ve finansal performans birbirini etkilemektedir.
Bell, Brooks, Matthews ve Sutcliffe (2010)	19 İngiliz Futbol Kulübü	Kulübün hisse fiyatları (Ülke endeksi, iç saha / dış saha, bahis oranları, gol farkı, maç sonuçları)	2001-2008	Regresyon	Model düşük derecede açıklayıcı
Benkraiem, Le Roy ve Louhichi (2010)	11 İngiliz Futbol Kulübü	Kulübün hisse fiyatları, (maç sonuçları, maçın oynandığı tarih, maçın hakemi)	2006-2007	EGARCH	Sportif performans hisse fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahip
Aglietta, Andreff ve Drut (2010)	Dow Jones Stoxx Endeksteki Futbol Kulüpleri	Kulübün pazar payı, yayın gelirleri, medyadaki tanınırlık	2003-2008	Regresyon	Televizyon gelirleri ile futbolcu maaşları arasında yüksek dereceli ilişki

Tablo 19 (Devam): Spordaki Başarı ile Hisse Getirileri Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Ampirik Çalışmalar

Kaynak	Seçilen Futbol Kulübü	Modeldeki Bağımlı ve (Açıklayıcı) Değişkenler	Veri Aralığı	Yöntem	Temel Bulgu
Demir ve Daniş (2011)	Beşiktaş, Fenerbahçe ve Galatasaray	Kulübün hisse fiyatları (Ülke Endeksi (İMKB), beklenen ve beklenmeyen maç sonuçları)	2004-2009	Regresyon	Beşiktaş hisseleri daha yüksek ilişkili
Bell, Brooks ve Markham (2012)	İngiliz Futbol Kulüplerinin tamamı	Hisse fiyatları, (Ülke endeksi (FTSE), maç sonuçları)	2001-2009	T-Testi	Takımdan kovulma takımın finansal durumu üzerinde etkili
Berument ve Ceylan (2012)	Şili, Türkiye, İspanya, İngiltere	Ülke Endeksleri ve maç sonuçları	1987-2007	GARCH	İngiltere ve İspanya mağlubiyete duyarlı; Türkiye ve Şili galibiyete duyarlı
Jørgensen, Moritzen ve Stadtmann (2012)	Brøndby	Kulübün hisse fiyatları, (Ülke endeksi, oyuncu kontrat süreleri, transfer edilen yeni oyuncu, satılan oyuncular, teknik direktörün kontrat süresi, maç sonuçları)	2009-2011	Regresyon	Modelin açıklayıcılığı yüksek
Leitão, Armada ve Ferreira (2012)	Dow Jones Stoxx futbol endeks kulüpleri	Dow Jones Stoxx Futbol Endeks, Kulüplerin hisse fiyatları	2002-2008	Eşbütünleşme, Nedensellik	Birmingham City'den Celtic'e doğru nedensellik var.
Özdurak ve Ulusoy (2013)	Beşiktaş, Fenerbahçe, Galatasaray, Trabzonspor	Hisse fiyatları (günlük işlem hacmi, yabancı maç, bahis oranları, KAP'a yapılan açıklamalar)	03.01.2011-05.10.2012	GARCH	Fenerbahçe ve Galatasaray yüksek derecede etkileniyor.

Kaynakça: Tarafımızdan hazırlanmıştır.

3.2. Araştırmanın Amacı

Küreselleşmenin kaçınılmaz sonucu olarak futbol sektörü milyon dolarlar gerektiren stratejik ve finansal tekniklerle kar maksimizasyonu ilkelerine göre yönetilmesi gereken ticari bir sektör haline gelmeye başladı. Bu itibarla çalışmanın amacı birim kök, otokorelasyon, değişen varyans ön testleri sonrasında kurulan çoklu regresyon modeli vasıtasıyla hisseleri dünya üzerindeki çeşitli borsalarda işlem gören futbol kulüplerinin futbol performanslarının hisse hareketleri üzerindeki etkisini tespit etmektir.

3.3. Araştırmanın Yöntemleri

Zaman serileri bir dönemden diğerine değişkenlerin ardışık bir şekilde gözleendiği sayısal değerlerdir. Bir başka deyişle zaman serisi rassal bir değişkenin zaman içerisinde aldığı değerlerin sıralanması ile oluşturulmuştur (Çakmur Yıldıztan, 2011: 242). Bir zaman serisinde ardışık gözlemler birbirleri ile bağlantılı ise, gelecekteki serinin alacağı değerler geçmiş dönem gözlemlerinden yararlanılarak tahmin edilebilir. Eğer zaman serisi bu şekilde tam olarak tahmin edilebilirse buna deterministik zaman serisi denir. Buna karşın, zaman serilerinin birçoğunun gelecekteki değeri geçmiş değerlerinden kısmen faydalanılarak tahmin edilebildiğinden stokastik zaman serisi adını almaktadır. Serilerin deterministik özellikleri serilerinde sabit, trend, mevsimsellik gibi bileşenlerin olup olmadığını ifade ederken, stokastik özellikleri ise daha çok değişkenlerin durağan olup olmadıkları ile ilgilidir (Chatfield, 1995, 5).

Zaman serileri ile yapılan analizlerin birçoğu öngörü amaçlıdır. Öngörüler durağan zaman serilerinde ortalamaya doğru yaklaşırken, durağan olmayan zaman serilerinde bu yakınsama gerçekleşmemektedir. Analizlerde kullanılan serilerin durağan olmaması yanıltıcı sonuçlara yol açabilmektedir. Bu nedenle ilk olarak serilerin durağanlıkları araştırılmalı ve tahminler serilerin durağan halleri üzerinden gerçekleştirilmelidir. Bu bağlamda çalışmada birim kök, değişen varyans ve otokorelasyon ön testleri gerçekleştirilecek olup, eğer bu ön testler sonucunda birim kök, değişen varyans ve otokorelasyon problemleri çıkıyorsa, bunlar çözülerek çoklu regresyon modelleri kurulacaktır. Bu testler takip eden kısımlarda izah edilmiştir.

3.3.1. Birim Kök Testi

Futbol kulüplerinin hisse fiyatları ile futbola ilişkin değişkenler arasındaki ilişkinin analiz edilmesi için öncelikle serilerin durağanlık mertebelerinin incelenmesi gerekmektedir. Durağan olmayan serilerin kullanılması suretiyle yapılacak analizlerden elde edilecek sonuçların güvenilirliği tartışmalı olacaktır. Ayrıca değişkenler arasındaki ilişkinin analiz edilmesinde kullanılacak olan metodun belirlenmesi açısından da serilerin durağanlık derecelerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Zira model seçiminde serilerin seviyelerinde durağan olmaları veya birinci farklarında durağan olmaları durumu dikkate alınmalıdır (Elitaş, 2010: 91).

Bir serinin uzun dönemde sahip olduğu özellik, değişkenin bir önceki dönemde aldığı değeri bu dönemi ne şekilde etkilediğinin belirlenmesiyle ortaya çıkarılabilir. Bundan dolayı serinin nasıl bir süreçten geldiğini belirlemek için serinin her dönemde aldığı değerlerin bir önceki dönemlerde aldığı değerlerle regresyonunun tespit edilmesi gerekmektedir. Bu konuda değişik yöntemler geliştirilmiş olmakla birlikte en yaygın olarak kullanılan birim kök testleridir (Tarı, 2012: 386).

Regresyon modelinin yapısı, katsayıların işaretleri ve büyüklükleri uygun olup istatistiksel olarak anlamlı olsalar da, bunların yeterli olduğu söylenemez. Çoklu regresyon modeli sonuçlarının anlamlı olması için temel varsayımlardan sapmaların düzeltilmesi gerekmektedir.

Zaman serilerinin durağanlığını test etmek için birim kök testleri kullanılması standart bir işlem haline gelmiştir. Y_t değişkeninin bu dönemde aldığı değerlerin geçen dönemdeki değeri olan Y_{t-1} ile ilişkisi,

$$Y_t = Y_{t-1} + u_t$$

biçiminde kurulabilmektedir. Burada u_t stokastik hata terimidir. Sıfır ortalama ile sabit kovaryansa (σ^2) sahiptir ve herhangi bir otokorelasyon sorunu yoktur (Durmuşkaya, 2011: 96).

Çalışmamızda Augmented Dickey Fuller (1979) (ADF), Phillips ve Perron (1988) (PP) ve Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin (1992) (KPSS) birim kök testleri kullanılacaktır.

ADF ve PP testlerine göre sıfır hipotez serilerin durağan olmadığını yani birim kökün varlığını, alternatif hipotez ise serilerin durağan olduğunu yani serilerde birim kök sorunu olmadığını söylemektedir. KPSS testinde ise tam tersi bir prosedür işlemektedir. Bu teste göre sıfır hipotezi serilerin seviyede durağan olduğunu, alternatif hipotez ise serilerin birim köklü olduğunu ifade etmektedir. Bu çalışmada gecikme uzunlukları belirlenirken Schwarz bilgi kriteri kullanılmıştır.

3.3.2. Otokorelasyon Testi

Çoklu regresyon testine geçmeden yapılması gereken bir başka ön test ise otokorelasyon testidir. Ardışık bağımlılık olarak da ifade edilen (Kutlar, 2007: 182) otokorelasyon peş peşe gelen hata terimleri arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir (Güriş ve diğerleri, 2011: 199). Otokorelasyon doğrusal regresyon modelinin önemli noktalarından biri olan ard arda gelen hata terimleri arasında ilişki olmadığı varsayımından sapmaya neden olmaktadır. Daha çok zaman serilerinde görülmektedir (Gujarati, 2011: 402). Seride sürekli bir artış veya azalış, artış şeklinde bir dalgalanma söz konusu ise pozitif otokorelasyondan şüphe edilebilirken, seride kısa dönemli ani işaret değişiklikleri varsa veya sürekli bir azalış görülüyorsa negatif korelasyon olduğu yönünde fikir oluşabilir (Çakmur Yıldıztan, 2011: 158).

Otokorelasyonun olmadığı durum u_i ve u_j rassal değişkenler olmak üzere şöyle ifade edilebilir:

$$\text{Kov}(u_i, u_j) = E[(u_i - E(u_i)) (u_j - E(u_j))] = E(u_i, u_j) = 0, (i \neq j)$$

Otokorelasyonun nedenleri şu şekilde sıralanabilir:

- Açıklayıcı değişkenlerden bazılarının modele alınmaması
- Modelin matematiksel biçiminin yanlış seçilmesi
- Açıklanan değişkende ölçme hatası olması
- Verilerin manipüle edilmesi
- Hata terimlerinin yanlış belirlenmesi (Tarı, 2012: 194).

Hata terimlerinde otokorelasyon olup olmadığını anlamak için Durbin-Watson d testi, Durbin-Watson h testi, Wallis testi ve Breusch-Godfrey testi gibi çeşitli testler

bulunmaktadır. Biz burada Breush-Godfrey otokorelasyon testini kullanacağız (Gujarati ve Porter, 2008: 154).

3.3.3. Değişen Varyans Testi

Tüm gözlemlere ait hata terimi varyanslarının (σ^2) birbirinin aynı ve sabit olduğu varsayımı sabit varyans (homoskedastisite) olarak adlandırılır. Bu varsayımın ihlali ise değişen varyans (heteroskedastisite) olarak ifade edilir. Yani bağımsız değişkene bağlı olarak bağımlı değişkenin koşullu varyansı (hata teriminin varyansı) bağımsız değişken değerleri ne olursa olsun aynı kalıyorsa sabit varyans, sabit kalmıyorsa değişen varyans durumundan söz edilebilir (Çakmur Yıldıztan, 2011: 171).

Burada sabit varyans;

$$\text{var}(u) = E [u_i - E(u)]^2 = E(u_i^2) = \sigma_u^2$$

şeklinde ifade edilmektedir.

Değişen varyans ise;

$$\text{var}(u_i) = E(u_i^2) = \sigma_{ui}^2$$

olarak ifade edilir. Burada i indisi hata terimi varyanslarının farklı olduğunu göstermektedir. Yani varyanslar bağımsız değişken ile birlikte değişmektedir.

Değişen varyansın nedenleri ise 2 başlık altında toplanmaktadır.

- Önemli bir açıklayıcı değişkenin model dışında kalması bunlardan biridir. Modele alınmayan açıklayıcı değişkenler, genellikle modeldeki açıklayıcı değişkenlerle aynı yönde değişmektedir. Bu durum gözlemlerin regresyon doğrusunda farklılıklara neden olarak değişen varyans oluşmasına yol açmaktadır.
- Özellikle yatay kesit verilerde değişen varyans problemi sıklıkla görülmektedir. Örnek verilecek olursa, yatay kesit verilerine dayalı bir tüketim fonksiyonu çalışmasında değişen varyans beklenmektedir. Zira yüksek gelirli ailelerin tüketim davranışlarında düşük gelirli ailelerin davranışlarına kıyasla daha fazla oynaklık olması beklenmektedir (Tarı, 2012: 172).

Çalışmamızda breush pagan testi ile değişen varyans probleminin varlığını test edeceğiz (Gujarati ve Porter, 2008, 141).

3.3.4. Çoklu Regresyon Modeli

Bağımlı değişkenlerdeki değişmelerin birden fazla bağımsız değişken tarafından açıklandığı regresyon modellerine çoklu regresyon modelleri denmektedir. İlişki doğrusal kabul ediliyorsa çoklu doğrusal regresyon modeli, doğrusal kabul edilmiyorsa doğrusal olmayan çoklu regresyon modeli olarak isimlendirilebilir.

İkiden fazla bağımsız değişkenin yer aldığı çoklu doğrusal regresyon modeli aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 X_{i2} + \beta_3 X_{i3} + \beta_4 X_{i4} + \dots + \beta_k X_{ik} + \varepsilon_i$$

Burada β simgeleri parametreleri ifade etmektedir. Modelde (k-1) sayıda bağımsız değişken, k sayıda değişken ve tahmin edilecek k sayıda parametre vardır. β_1 sabit parametreyi ifade ederken, bağımsız değişkenler X'ler sıfır olduğunda Y'nin alacağı değeri ifade etmektedir.

Burada her bir β ile ilgili X değişkenindeki bir birimlik değişimdeki bir birimlik artış ya da azalışın bağımsız değişkeni ifade eden Y'de ne kadar değişime neden olacağını gösterir (Güriş ve diğerleri, 2011: 164).

3.4. Araştırmanın Değişkenleri, Veriler ve Ekonometrik Model

3.4.1. Araştırmanın Değişkenleri

Literatürde sportif başarı ile hisse getirileri arasındaki ilişkiyi analiz eden çalışmaların genellikle konunun belirli bir boyutuna odaklandığı ve dolayısıyla futbol performansı ve hisse getirileriyle ilgili olabilecek faktörlerin tümünü kapsamadığı görülmektedir. Bu tezde ise futboldaki performansı ve kulüp hisse getirilerini etkileyebilecek ilgili bütün faktörler ele alınmıştır. Bu faktörler ve ilgili değişkenler şöylece tanımlanabilir:

Ülke Endeksi: hisse getirileri üzerine yapılan herhangi bir ampirik çalışmada, piyasa ortalama getirisinin dikkate alınması gereği açıktır. Zira araştırmaya konu olan spesifik hisse veya hisse grubundaki değişimin piyasa genelindeki bir eğilimden etkilenme derecesi ve genel değişimden arındırılmış hareketi ortaya konulmalıdır. Temel kabul

edilen ülke endeksleri genellikle piyasa genelindeki değişimi temsil eden iyi bir değişken olarak kabul edilmektedir.

Maç Sonucu: Modelde sportif başarıyı ölçen temel açıklayıcı değişkendir. İlgilenilen takımın maçtan elde ettiği galibiyet, beraberlik ya da mağlubiyeti ifade etmektedir.

Bahis Oranı: Maçtan önce ilgili futbol takımının galibiyetine ilişkin bahis oranı, kulüple ilgili önem algısını ifade eden bir göstergedir. Bu araştırmanın modelinde de maçtan önce ilgili futbol takımına ilişkin bahis oranı bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Bu değişken oldukça büyük önem arz etmektedir. Zira bahis oranları bahis şirketleri tarafından transfer, sakatlık, performans gibi birçok farklı etmen hesaba katılarak belirlenmektedir. Yani bu oranlar futbol maçına ilişkin beklentiyi ifade etmektedir (Bell ve diğerleri, 2009). Çalışmada maç sonucunun önemini ifade etmek için maç sonuçları bahis oranları ile çarpılmıştır. Bu suretle bahis oranı ile ağırlıklandırılmış maç sonucu bir başka ifade ile maç sonucu x bahis oranı değişkeni karşımıza çıkmaktadır.

Derbi: Aynı şehirde yer alan ya da iki farklı şehirde yer alan ancak aralarında çok uzun geçmişe sahip takımlar arasında oynanan maçları ifade eder. Örneğin Türkiye’de Türkiye’nin 4 büyük takımı olarak ifade edilen Beşiktaş, Fenerbahçe, Galatasaray ve Trabzonspor arasında oynanan maçlar derbi maçı olarak bilinmektedir. Bu maçların sonuçlarının, kulüp başarı algısı ve dolayısı ile kulüp hisse değeri üzerinde diğer maçların sonucuna göre daha fazla etkili olması, maçın derbi olup olmadığını gösteren bir kukla (gölge) değişken kullanmayı gerektirmektedir.

Analiz kapsamında ele aldığımız kulüpler ve ezeli rakipleri aşağıdaki tabloda görüldüğü gibidir.

Tablo 20: Kulüpler ve Ezeli Rakipleri

Kulüp	Ezeli Rakipleri
Beşiktaş	Fenerbahçe, Galatasaray, Trabzonspor
Fenerbahçe	Galatasaray, Beşiktaş, Trabzonspor
Galatasaray	Fenerbahçe, Beşiktaş, Trabzonspor
Trabzonspor	Fenerbahçe, Galatasaray, Beşiktaş
Juventus	Torino, Milan, Inter, Roma, Lazio
Roma	Lazio, Inter, Juventus, Milan
Lazio	Roma, Inter, Juventus, Milan
Porto	Benfica, Sporting Lizbon
Sporting Lizbon	Porto, Benfica
Ajax	Psv, Feyenoord
Borussia Dortmund	Schalke 04, Bayer Leverkusen, Bayern Munich
Celtic	Glasgow Rangers
Copenhagen	Brondby, Lyngby
Aalborg	Copenhagen, Brondby
Brondby	Copenhagen

Kaynakça: Kulüplerin Resmi İnternet Siteleri, www.footballderbies.com, www.footballmanager.com,

Gün Farkı: Bağımlı değişken verilerinin ait olduğu tarih ile açıklayıcı değişkenin ait olduğu tarihlerin farklılaşması, ilişki analizlerinde çok önemli bir husustur. Bazı durumlarda bağımlı değişken üzerindeki etkinin görülebilmesi için gecikmeli seriler kullanmak gerekebilir. Bazı durumlarda da açıklayıcı olayın gerçekleşme zamanı ile açıklanan olayın gerçekleşme zamanı arasındaki fark büyüdükçe etki azalabilir. Bu bakımdan bu analizde de maçın oynandığı gün ile maçtan sonra ülke endeksinin ilk işlem gördüğü gün arasındaki gün farkı da ayrı bir değişkenle temsil edilmektedir. Bunun için iki farklı değişken kullanılmıştır. Gün2 maç tarihi ile maçtan sonra borsanın açıldığı ilk tarih arasındaki gün farkının iki olduğu durumları, gün3 ise bu durumun ikiden fazla olduğu durumları ifade etmektedir.

UEFA Şampiyonlar Ligi ve UEFA Avrupa Ligi: Kulüp ve o haftaki maçla ilgili bir başka önem algısı göstergesi de maçın ulusal ya da uluslararası bir karşılaşma olması

durumudur. Uluslararası başarının ulusal başarıya göre daha fazla önem arzemesi beklenen bir durumdur. Bu çalışmada Avrupa'nın en güçlü futbol kulüplerinin mücadele ettiği organizasyon olmasından dolayı bir maçın uluslararası niteliği öncelikle Şampiyonlar Ligi maçı olup olmadığı, sonra Avrupa ligi maçı olup olmadığı ile ölçülmüştür. Avrupa Ligi ise Şampiyonlar liginden sonra Avrupa'daki en kuvvetli 2. seviye takımların yer aldığı organizasyondur.

3.4.2. Veriler

Çalışmanın veri seti dünyada borsaya kote 15 kulübe ait 2005-2006 sezonundan 2011-2012 sezonuna kadar 7 sezonda 9 değişkene ait toplam 4300 gözlemden oluşmaktadır. Burada hisse fiyatları ve borsa endekslerine ilişkin verileri www.ukfinance.yahoo.com adresinden, maç sonuçları ve bunlara ilişkin değişkenleri ülkelerin futbol federasyonlarının resmi websitesinden, bahis oranları ise www.mackolik.com elde edilmiştir.

Tablo 21: Gözlem Sayısı

Kulüp	Gözlem Sayısı
Beşiktaş	301
Fenerbahçe	294
Galatasaray	290
Trabzonspor	261
Juventus	307
Roma	322
Lazio	289
Porto	274
Sporting Lizbon	284
Ajax	302
Borussia Dortmund	252
Celtic	311
Copenhagen	300
Aalborg	254
Brondby	259
Toplam	4300

Kaynakça: www.ukfinance.yahoo.com, Futbol Federasyonlarının Resmi Websiteleri, www.mackolik.com

Burada değinilmesi gereken bir başka nokta ise kupa maçlarının analize dâhil edilmemesidir. Zira son yıllarda lig şampiyonluğu ve Avrupa kupalarında başarı karşılığında kazanılan paralar ile ülke kupalarındaki kazançların arasında pergel oldukça açılmıştır. Bu durum ise kulüpleri kupa maçlarını önemsememeye itmiştir. Bu sebeple kupa maçları analizlere dâhil edilmemiştir.

3.4.3. Ekonometrik Model

Çalışmanın temel ekonometrik modeli şöyle ifade edilebilir:

$$R_{\text{Hisse Getirisi}} = \alpha + \beta_1 \text{Borsa} + \beta_2 \text{Maç Sonucu} \times \text{Bahis Oranı} + \beta_3 \text{Derbi Galibiyeti} + \beta_4 \text{Şampiyonlar Ligi Galibiyeti} + \beta_5 \text{UEFA Galibiyeti} + \beta_6 \text{Gün2} + \beta_7 \text{Gün3} + \varepsilon$$

Bağımlı değişken olan hisse getirisi aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$R_{\text{Hisse Getirisi}} = (R_{p+1} - R_p) / R_p$$

R_p = maçtan önceki günkü hisse fiyatı

R_{p+1} = maçtan sonraki günkü hisse fiyatı

Burada bağımsız değişkenler kısaca açıklanacak olursa;

Bahis Oranı x Maç Sonucu: takımın maçlarda sağladığı sonuç ile takımın maçlar oynanmadan önceki bahis oranlarının çarpımını,

Derbi Galibiyeti: futbol takımının oynadığı derbi maçlarında galibiyetlerin etkisini ölçmek için oluşturulan kukla değişkeni,

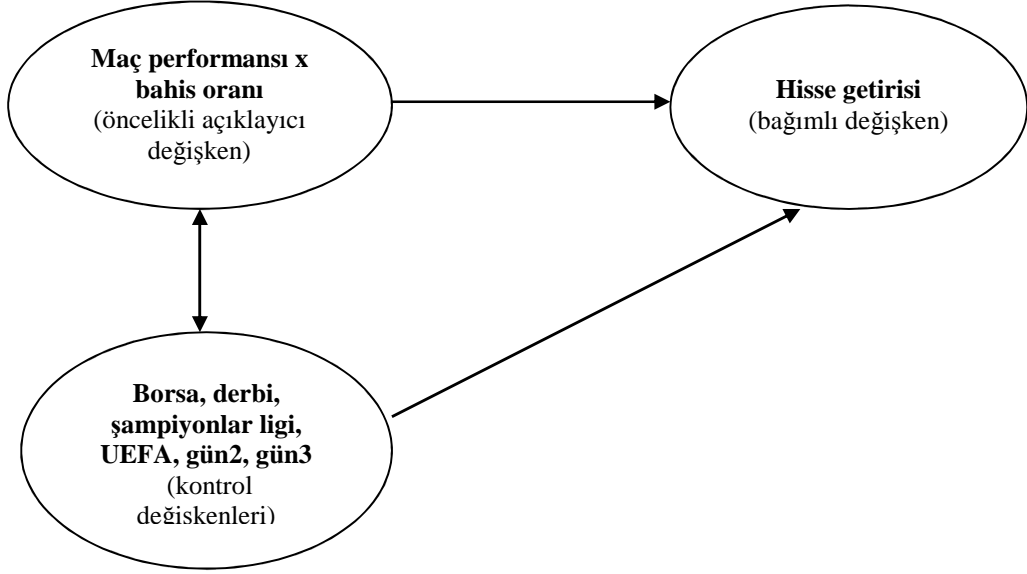
Şampiyonlar Ligi Galibiyeti: takımın şampiyonlar liginde oynadığı maçlardaki galibiyetlerin etkisini ölçen kukla değişkeni,

UEFA Galibiyeti: takımın UEFA avrupa liginde oynadığı maçlardaki galibiyetlerin etkisini ölçen kukla değişkeni,

Gün2: maç oynandıktan 2 gün sonra borsanın açıldığı durumlara ilişkin kukla değişkeni,

Gün3: maç oynandıktan 3 veya daha fazla günden sonra borsanın açıldığı durumlara ilişkin kukla değişkeni ifade etmektedir.

Bu bağlamda modelin kavramsal çerçevesi Şekil 3'deki gibi görülmektedir.



Şekil 3: Kavramsal Model

Burada modele ilişkin değinilmesi gereken birkaç husus vardır. Bunlar şöyle sıralanabilir:

- Maç sonucu ve bahis oranının çarpılarak analize dâhil edilmesinin sebebi; bahis oranlarının maçların önemini temsil etmesi ve buna bağlı olarak maç sonucunun öneminin gösterilmek istenmesinden kaynaklanmaktadır.
- Burada derbi, şampiyonlar ligi ve UEFA Avrupa ligi maçlarında galibiyetleri baz alınmasının sebebi; incelenen tüm kulüplerin kendi ülkelerinde köklü birer geçmişe sahip olmaları, yıllardan bu yana hep zirveye oynamaları ve buna bağlı olarak yatırımcıların gözünde kulüplerin aldıkları mağlubiyetlerin değil, aksine galibiyetlerin daha çok önem arz edeceğinin düşünülmesidir.
- Bu bağlamda veri dönemini kapsayan 2005-2012 yılları arasında borsaya kote olan küçük Danimarka ekiplerinden Aarhus ve Silkeborg analize dâhil edilmemiştir. Ayrıca bu ekiplerin bazı yıllarda Danimarka ikinci ligine düşmesi sebebiyle bu kulüplere ait o sezonlardaki bahis oranlarına ulaşılamamış olması da analize sokulmamalarının bir başka nedenidir.
- Ayrıca borsadan ayrılmış birçok İngiliz kulübünün ve borsaya 2005 sonrası kote olması sebebiyle veri sayısı az olan diğer ülkelerdeki kulüplerin analize dâhil edilmediği ifade edilmesi gereken bir başka husustur.

3.5. Araştırmanın Bulguları

Araştırma bulguları verilmeden önce ifade edilmesi gereken önemli birkaç nokta bulunmaktadır.

- Bunlardan biri ADF testinde uygun gecikme uzunluğunun Schwarz bilgi kriterine göre belirlenmiş olmasıdır.
- PP ve KPSS testinde ise bu gecikmeler çekirdek (kernel) yöntemi “Barlett kernel” ve bant genişliği (bandwith) “Newey West bandwith” yöntemine göre belirlenmiştir.
- KPSS testinde sabitli model için kritik değerler 0.739 (%1), 0.463 (%5) ve 0.347 (%10); sabit ve trendli model içinse 0.216 (%1), 0.146 (%5) ve 0.119 (%10)’dir. Parantez içerisindeki veriler, olasılık (p-value) değerlerini göstermektedir.
- Çoklu regresyon modeli için ***,**,ve * işaretleri sırasıyla % 1, 5 ve 10 anlam düzeylerinde değişkenlerin ve modelin anlamlılığını göstermektedir. Değişen varyans ve otokorelasyon testleri içinse, bu simgeler değişen varyans ve otokorelasyon probleminin varlığına işaret etmektedir. ADF ve PP Birim Kök testleri için bu işaretleri yine sırasıyla % 1, 5 ve 10 anlam düzeylerinde serilerin durağan olduğunu ifade etmektedir.
- Burada dikkat edilmesi gereken bir başka husus; ADF (1979) ve PP (1988) testlerine kıyasla KPSS (1992) testinde hipotezlerin ters mantıkla işliyor olmasıdır. KPSS testinde sıfır hipotezi serilerin seviyede durağan olduğunu, alternatif hipotez ise serilerin birim köklü olduğunu ifade etmektedir.
- Yapılan testler sonucunda sadece değişen varyans problemi olması durumunda White düzetlemesi, sadece otokorelasyon problemi olması durumunda ise Hac (Heteroscedasticity and Autocorrelation corrected) (newey-west) düzeltmesi yapılmıştır. Her iki problemin birlikte görülmesi durumunda yine hac (newey-west) düzeltmesi uygulanmıştır.

Bu bilgileri her tablonun altında dipnot olarak göstermek yerine burada ifade etmek daha uygun bulunmuştur.

Aşağıda sırasıyla 15 kulübe ait birim kök, değişen varyans, otokorelasyon ve çoklu regresyon test sonuçları üzerinden araştırmanın bulguları değerlendirilecektir.

3.5.1. Beşiktaş

Tablo 22: Beşiktaş Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)

	Hisse Getirisi	Borsa	Bahis*Sonuç
Sabit			
ADF	-16,27 (0,00)***	-20,51 (0,00)***	-15,44 (0,00)***
PP	-16,27 (0,00)***	-20,61 (0,00)***	-15,40 (0,00)***
KPSS	0,23	0,12	0,06
Sabit+Trend			
ADF	-16,26 (0,00)***	-20,50 (0,00)***	15,42 (0,00)***
PP	-16,26 (0,00)***	20,62 (0,00)***	15,37 (0,00)***
KPSS	0,18**	0,10	0,05

Tablo 23: Beşiktaş Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları

Değişen Varyans Testi: Breusch-Pagan-Godfrey			
F İstatistiği	1,66	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,11
Gözlem*R-Kare	11,54	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,11
Açıklanmış Kareler Top.	45,03	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,00
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Test			
F İstatistiği	0,53	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,58
Gözlem*R-Kare	1,11	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,57

Tablo 22 ve Tablo 23 de görüldüğü gibi Beşiktaş serilerinde birim kök, değişen varyans ve otokorelasyon problemi yoktur. Serilerin seviyede durağan olduğu görülmektedir.

Çoklu regresyon sonuçları ise Tablo 24’te görülmektedir.

Tablo 24: Beşiktaş Çoklu Regresyon Test Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	T İstatistiği	Anlamlılık Düzeyi
Sabit	-0.013373	0.004998	-2.675420	0.0079
Borsa***	0.476830	0.140153	3.402224	0.0008
Bahis x Sonuç***	0.003907	0.001269	3.077459	0.0023
Derbi Galibiyeti	0.008278	0.005821	1.422176	0.1560
Şampiyonlar Ligi G.*	0.007169	0.004494	1.595258	0.0917
UEFA Galibiyeti*	0.005461	0.002929	1.864647	0.0632
Gün2	0.003435	0.006929	0.495735	0.6205
Gün3	0.000482	0.008833	0.054516	0.9566
Açıklayıcılık	0.088611		Bağımlı Değişken Ort.	0.002336
Düzeltilmiş Açık.	0.066837		Bağımlı Değişken S. Hata	0.052227
Standart Hata	0.050452		Akaike Bilgi Kriteri	-3.109383
Kalıntı Kareleri Top.	0.745794		Schwarz Bilgi Kriteri	-3.010855
Log Olasılık	475.9622		Hannan-Quinn Bilgi Kriteri	-3.069957
F İstatistiği	4.069623		Durbin-Watson İstatistiği	1.877624
Anlamlılık Düzeyi ***	0.000280			

Beşiktaş için çoklu regresyon analizi sonuçlarına bakıldığında modelin bütün olarak açıklayıcılık derecesinin %8,8 olduğu görülmektedir. Bir başka ifadeyle futbola ilişkin değişkenler hisse senedi fiyatlarının % 8,8'sini açıklamaktadır. Modelde Borsa İstanbul endeksi, karşılaşmanın Şampiyonlar Ligi veya UEFA maçı olması, bahisle ağırlıklandırılmış maç sonucu faktörlerinin katsayıları istatistiksel olarak anlamlı bulunurken, maçın derbi karşılaşması olması ve gün farkı faktörlerinin katsayıları anlamsız çıkmıştır. Burada en kuvvetli etkiye sahip Borsa İstanbul endeksi 1 birim arttığında kulübün hisse getirisi 0,48 birim artmaktadır. Kulübün maç skorunun hisse getirisi üzerindeki etkisi ise beklendiği şekilde pozitif olup, futboldaki başarı bir birim arttığında hisse getirisi yaklaşık % 0,3 artmaktadır. Bu düşük bir katsayı da olsa, istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır.

3.5.2. Galatasaray

Tablo 25 ve Tablo 26'de görüldüğü üzere Galatasaray için yapılan ön test sonuçları serilerde birim kök ve değişen varyans sorunu olmadığını, buna mukabil otokorelasyon bulunduğunu göstermektedir.

Tablo 25: Galatasaray Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)

	Hisse Getirisi	Borsa	Bahis*Sonuç
Sabit			
ADF	-13,99 (0,00)***	-17,95 (0,00)***	-15,91 (0,00)***
PP	-14,07 (0,00)***	-18,06 (0,00)***	-15,89 (0,00)***
KPSS	0,23	0,08	0,09
Sabit+Trend			
ADF	-14,00 (0,00)***	-17,95 (0,00)***	-15,88 (0,00)***
PP	-14,06 (0,00)***	-18,06 (0,00)***	-15,89 (0,00)***
KPSS	0,12*	0,05	0,09

Tablo 26: Galatasaray Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları

Değişen Varyans Testi: Breusch-Pagan-Godfrey			
F İstatistiği	0,81	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,57
Gözlem*R-Kare	5,77	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,56
Açıklanmış Kareler Top.	21,7	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,002
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Test			
F İstatistiği	7,05	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,001
Gözlem*R-Kare	13,91	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,001***

Otokorelasyon sorunu çözüldükten sonraki çoklu regresyon sonuçları Tablo 27’de görülmektedir:

Tablo 27: Galatasaray Çoklu Regresyon Test Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	T İstatistiği	Anlamlılık Düzeyi
Sabit	-0.010612	0.003053	-3.475920	0.0006
Borsa***	0.328217	0.077023	4.261311	0.0000
Bahis x Sonuç***	0.003464	0.000996	3.476171	0.0006
Derbi Galibiyeti	0.000375	0.002400	0.156289	0.8759
Şampiyonlar Ligi G.*	0.002739	0.001659	1.651196	0.0998
UEFA Galibiyeti**	0.003437	0.001326	2.591132	0.0101
Gün2*	0.006026	0.003728	1.616368	0.0971
Gün3	-0.006084	0.008306	-0.732458	0.4645
Açıklayıcılık	0.100015		Bağımlı Değişken Ort.	0.000481
Düzeltilmiş Açık.	0.077595		Bağımlı Değişken S. Hata	0.032007
Standart Hata	0.030740		Akaike Bilgi Kriteri	-4.099216
Kalıntı Kareleri Top.	0.265529		Schwarz Bilgi Kriteri	-3.997724
Log Olasılık	600.3368		Hannan-Quinn Bilgi Kriteri	-4.058549
F İstatistiği	4.461062		Durbin-Watson İstatistiği	1.574697
Anlamlılık Düzeyi ***	0.000100			

Görüldüğü gibi Galatasaray'ın çoklu regresyon modeli % 10 açıklayıcılığa sahiptir. Buna göre Galatasaray kulübünün futbol başarısındaki bir birim artış, hisse getirileri üzerinde 0,003 birim artışa neden olmaktadır. Burada Beşiktaş'ın analiz sonuçlarına benzer şekilde borsa, Şampiyonlar Ligi, UEFA ve bahis oranı x maç sonucu değişkenleri anlamlılık arz etmektedir. Buna ek olarak burada maçların oynandığı günün borsanın açılmasından 2 gün önce olduğu durumlarda anlamlılık görülmektedir. Bu durum maç sonuçlarının daha uzun vadede hisse performansları üzerinde etkiye sahip olduğu fikrini desteklemektedir.

3.5.3. Fenerbahçe

Tablo 28: Fenerbahçe Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)

	Hisse Getirisi	Borsa	Bahis*Sonuç
Sabit			
ADF	-16,49 (0,00)***	-17,22 (0,00)***	-17,95 (0,00)***
PP	-16,51 (0,00)***	-17,28 (0,00)***	-17,94 (0,00)***
KPSS	0,79***	0,17	0,04
Sabit+Trend			
ADF	-10,75 (0,00)***	-17,20 (0,00)***	-17,93 (0,00)***
PP	-17,54 (0,00)***	-17,26 (0,00)***	-17,92 (0,00)***
KPSS	0,11	0,14*	0,03

Tablo 29: Fenerbahçe Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları

Değişen Varyans Testi: Breusch-Pagan-Godfrey			
F İstatistiği	0,45	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,86
Gözlem*R-Kare	3,25	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,86
Açıklanmış Kareler Top.	29,56	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,0001
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Test			
F İstatistiği	1,21	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,3
Gözlem*R-Kare	2,48	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,29

Tablo 28 ve Tablo 29’da Fenerbahçe’ye ait serilerin seviyede durağan olduğu, değişen varyans ve otokorelasyon probleminin olmadığı görülmektedir. Bu sorunlar çözüldükten sonraki çoklu regresyon sonuçları aşağıda görülmektedir.

Tablo 30: Fenerbahçe Çoklu Regresyon Test Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	T İstatistiği	Anlamlılık Düzeyi
Sabit	-0.010391	0.003753	-2.768445	0.0060
Borsa	0.092596	0.096716	0.957407	0.3392
Bahis x Sonuç***	0.003067	0.001131	2.711299	0.0071
Derbi Galibiyeti	0.001155	0.002586	0.446515	0.6556
Şampiyonlar Ligi Gal.	0.002249	0.002192	1.025663	0.3059
UEFA Galibiyeti	0.003029	0.002807	1.079224	0.2814
Gün2	-0.003267	0.004418	-0.739450	0.4602
Gün3	-0.001673	0.006786	-0.246598	0.8054
Açıklayıcılık	0.047014		Bağımlı Değişken Ort.	0.002574
Düzeltilmiş Açık.	0.023690		Bağımlı Değişken S. Hata	0.033609
Standart Hata	0.033208		Akaike Bilgi Kriteri	-3.945189
Kalıntı Kareleri Top.	0.315402		Schwarz Bilgi Kriteri	-3.844955
Log Olasılık	587.9428		Hannan-Quinn Bilgi Kriteri	-3.905048
F İstatistiği	2.015640		Durbin-Watson İstatistiği	1.888072
Anlamlılık Düzeyi *	0.053135			

Bu modelde ise futbola ilişkin değişkenler bütün olarak Fenerbahçe hisselerindeki getirinin % 4,7'sini açıklamaktadır. Teker teker bakıldığında ise bağımsız değişkenlerden sadece bahis x sonuç değişkeninin anlamlı olduğu görülmektedir. Buna göre Fenerbahçe kulübünün futbol başarısındaki bir birim artış, hisse getirileri üzerinde 0,003 birim artışa neden olmaktadır. Burada Galatasaray ve Beşiktaş'tan farklı olarak Fenerbahçe hisselerinin Borsa İstanbul ile paralellik göstermediği görülmektedir. Bu durum son dönemde Fenerbahçe'nin yaşadığı şike krizi ile izah edilebilir.

3.5.4. Trabzonspor

Tablo 31: Trabzonspor Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)

	Hisse Getirisi	Borsa	Bahis*Sonuç
Sabit			
ADF	-16,33 (0,00)***	-19,23 (0,00)***	-17,28 (0,00)***
PP	-16,41 (0,00)***	-19,09 (0,00)***	-17,24 (0,00)***
KPSS	0,23	0,17	0,06
Sabit+Trend			
ADF	-16,31 (0,00)***	-19,26 (0,00)***	-17,25 (0,00)***
PP	-16,39 (0,00)***	-19,12 (0,00)***	-17,21 (0,00)***
KPSS	0,23***	0,10	0,04

Tablo 32: Trabzonspor Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları

Değişen Varyans Testi: Breusch-Pagan-Godfrey			
F İstatistiği	0,39	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,90
Gözlem*R-Kare	2,82	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,90
Açıklanmış Kareler Top.	7,65	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,36
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Test			
F İstatistiği	0,006	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,99
Gözlem*R-Kare	0,013	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,99

Türkiye için incelenen son kulüp olan Trabzonspor'a gelindiğinde ise ön analizler sonucunda birim kök, değişken varyans ya da otokorelasyon problemi olmadığı tablo 31 ve tablo 32 vasıtasıyla görülebilmektedir.

Tablo 33: Trabzonspor Çoklu Regresyon Test Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	T İstatistiği	Anlamlılık Düzeyi
Sabit	-0.008928	0.004366	-2.045169	0.0419
Borsa	0.130485	0.129947	1.004144	0.3163
Bahis x Sonuç**	0.002494	0.001048	2.379116	0.0181
Derbi Galibiyeti	0.007967	0.013262	0.600760	0.5485
Şampiyonlar Ligi Gal.	0.009324	0.030632	0.304382	0.7611
UEFA Galibiyeti	0.008488	0.029867	0.284176	0.7765
Gün2	0.002999	0.005959	0.503220	0.6152
Gün3	0.002610	0.007055	0.369904	0.7118
Açıklayıcılık	0.039126		Bağımlı Değişken Ort.	0.000187
Düzeltilmiş Açık.	0.014390		Bağımlı Değişken S. Hata	0.040777
Standart Hata	0.040482		Akaike Bilgi Kriteri	-3.545736
Kalıntı Kareleri Top.	0.414619		Schwarz Bilgi Kriteri	-3.436479
Log Olasılık	470.7185		Hannan-Quinn Bilgi Kriteri	-3.501818
F İstatistiği	1.542307		Durbin-Watson İstatistiği	1.985003
Anlamlılık Düzeyi	0.153392			

Trabzonspor'ın çoklu regresyon modeli ise diğer üç takımdan farklı olarak anlamsız çıkmıştır. Bu nedenle Trabzonspor kulübünün hisse getirisi, endeksindeki değişim, maç sonucu*bahis oranı, maçın derbi olup olmaması, gün farkı ve maçın Avrupa liglerinde olup olmaması faktörlerinin birlikte ele alındığı modelle açıklanamamaktadır. Burada her ne kadar maç sonucu * bahis oranı değişkeni kendi içerisinde anlamlı olsa da modelin tamamının anlamsız olmasından dolayı bu değişkeni yorumlamak mümkün değildir.

Genel olarak Türk kulüpleri değerlendirildiğinde, en yüksek açıklayıcılık derecesine % 10 ile Galatasaray ve ikinci olarak % 8,8 ile Beşiktaş sahiptir. Türk kulüpleri üzerine literatürde Berument, Ceylan ve Gözpınar (2006), Demir ve Daniş (2011), Özdurak ve Ulusoy (2013) tarafından yapılmış geçmiş çalışmalardaki bulgular da çalışmamızdaki bu bulguları desteklemektedir.

3.5.5. Juventus

Tablo 34: Juventus Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)

	Hisse Getirisi	Borsa	Bahis*Sonuç
Sabit			
ADF	-9,95 (0,00)***	-18,58 (0,00)***	-17,14 (0,00)***
PP	-14,52 (0,00)***	-18,60 (0,00)***	-17,13 (0,00)***
KPSS	0,47**	0,15	0,16
Sabit+Trend			
ADF	-10,47 (0,00)***	-18,61 (0,00)***	-17,14 (0,00)***
PP	-14,79 (0,00)***	-18,61 (0,00)***	-17,15 (0,00)***
KPSS	0,07	0,08	0,08

Tablo 35: Juventus Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları

Değişen Varyans Testi: Breusch-Pagan-Godfrey			
F İstatistiği	0,23	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,97
Gözlem*R-Kare	1,66	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,97
Açıklanmış Kareler Top.	56,58	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,00
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Test			
F İstatistiği	4,48	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,012
Gözlem*R-Kare	8,99	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,011**

Burada Juventus'a ait serilerde birim kök ve değişen varyans problemi olmadığı ancak otokorelasyon sorunu olduğu görülmektedir. Bu sorunu çözdükten sonraki regresyon sonuçları ise aşağıda görülmektedir.

Tablo 36: Juventus Çoklu Regresyon Test Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	T İstatistiği	Anlamlılık Düzeyi
Sabit	-0.016187	0.004409	-3.671508	0.0003
Borsa***	0.335065	0.102487	3.269337	0.0012
Bahis x Sonuç**	0.002162	0.000845	2.557200	0.0110
Derbi Galibiyeti*	0.012633	0.006542	1.931068	0.0544
Şampiyonlar Ligi Gal.	0.001735	0.007757	0.223685	0.8232
UEFA Galibiyeti	0.001160	0.008254	0.140524	0.8883
Gün2	0.006257	0.004576	1.367237	0.1726
Gün3**	0.009043	0.004544	1.989915	0.0475
Açıklayıcılık	0.059103		Bağımlı Değişken Ort.	0.006921
Düzeltilmiş Açık.	0.037075		Bağımlı Değişken S. Hata	0.042799
Standart Hata	0.041998		Akaike Bilgi Kriteri	-3.476664
Kalıntı Kareleri Top.	0.527392		Schwarz Bilgi Kriteri	-3.379548
Log Olasılık	541.6680		Hannan-Quinn Bilgi Kriteri	-3.437828
F İstatistiği	2.683107		Durbin-Watson İstatistiği	1.680548
Anlamlılık Düzeyi **	0.010421			

% 5,9 açıklayıcılık ile 3 İtalyan takımı arasında en düşük katsayıya sahip Juventus için bağımsız değişkenlerden FTSE MIB borsası, bahisle ağırlıklandırılmış maç sonucu, derbi galibiyeti ve maç tarihi ile ertesinde piyasanın açıldığı tarih arasında ikiden fazla gün olduğu durumlarda anlamlılık mevcuttur. Burada maç sonucu * bahis oranı değişkeninin hisse fiyatları üzerindeki etkisi % 0,2 iken derbi maçları için bu etki % 1,2 gün3 değişeni içinse % 0,9'dur.

3.5.6. Roma

Tablo 37: Roma Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)

	Hisse Getirisi	Borsa	Bahis*Sonuç
Sabit			
ADF	-17,91 (0,00)***	-19,66 (0,00)***	-16,95 (0,00)***
PP	-17,91 (0,00)***	-19,58 (0,00)***	-16,95 (0,00)***
KPSS	0,20	0,23	0,48**
Sabit+Trend			
ADF	-17,96 (0,00)***	-19,74 (0,00)***	-17,14 (0,00)***
PP	-17,96 (0,00)***	-19,65 (0,00)***	-17,18 (0,00)***
KPSS	0,04	0,13*	0,03

Tablo 38: Roma Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları

Değişen Varyans Testi: Breusch-Pagan-Godfrey			
F İstatistiği	3,33	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,002
Gözlem*R-Kare	22,25	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,002***
Açıklanmış Kareler Top.	2969,8	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,000
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Test			
F İstatistiği	0,0003	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,99
Gözlem*R-Kare	0,006	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,99

Roma'ya gelindiğinde ise birim kök ve değişen varyans problemi görülmezken, otokorelasyon problemi bulunmaktadır. Bu sorun düzeltikten sonraki çoklu regresyon sonuçları tablo 39 ile verilmiştir:

Tablo 39: Roma Çoklu Regresyon Test Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	T İstatistiği	Anlamlılık Düzeyi
Sabit	0.467054	0.475722	0.981781	0.3270
Borsa	-3.305311	5.924884	-0.557869	0.5773
Bahis x Sonuç	0.134445	0.137781	0.975785	0.3299
Derbi Galibiyeti***	0.058139	6.526705	1.028683	0.0044
Şampiyonlar Ligi Gal.	0.447443	0.460447	0.971759	0.3319
UEFA Galibiyeti	0.107321	0.146462	0.732754	0.4643
Gün2	-0.614694	0.634842	-0.968264	0.3337
Gün3	-0.183945	0.251721	-0.730750	0.4655
Açıklayıcılık	0.061764		Bağımlı Değişken Ort.	0.300167
Düzeltilmiş Açık.	0.040848		Bağımlı Değişken S. Hata	5.465848
Standart Hata	5.353050		Akaike Bilgi Kriteri	6.217741
Kalıntı Kareleri Top.	8997.716		Schwarz Bilgi Kriteri	6.311519
Log Olasılık	-993.0563		Hannan-Quinn Bilgi Kriteri	6.255180
F İstatistiği	2.952941		Durbin-Watson İstatistiği	2.003427
Anlamlılık Düzeyi	0.005200***			

Roma için açıklayıcılık düzeyi aşağı yukarı Juventus'un açıklayıcılığı ile aynı olmakla birlikte bu açıklayıcılık sadece derbi değişkeni üzerinde toplanmıştır. Roma'nın derbi maçlarındaki bir galibiyeti hisse fiyatlarındaki değişimin % 5,8'ini temsil etmektedir. Buradaki önemli nokta incelediğimiz kulüpler içerisinde en yüksek derbi maç etkisine sahip kulübün Roma olmasıdır.

3.5.7. Lazio

Tablo 40: Lazio Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)

	Hisse Getirisi	Borsa	Bahis*Sonuç
Sabit			
ADF	-12,96 (0,00)***	-19,21 (0,00)***	-17,38 (0,00)***
PP	-12,92 (0,00)***	-19,09 (0,00)***	-17,38 (0,00)***
KPSS	0,09	0,21	0,10
Sabit+Trend			
ADF	-12,96 (0,00)***	-19,28 (0,00)***	-17,36 (0,00)***
PP	-12,91 (0,00)***	-19,16 (0,00)***	-17,36 (0,00)***
KPSS	0,08	0,09	0,09

Tablo 41: Lazio Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları

Değişen Varyans Testi: Breusch-Pagan-Godfrey			
F İstatistiği	1,43	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,09
Gözlem*R-Kare	9,96	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,09*
Açıklanmış Kareler Top.	42,89	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,00
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Test			
F İstatistiği	11,46	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,000
Gözlem*R-Kare	21,95	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,000***

Lazio'nun serilerine gelindiğinde diğerlerinden farklı olarak otokorelasyon probleminin yanında değişen varyans probleminin de olduğu görülmektedir. Her iki sorun da giderildikten sonra çoklu regresyon sonuçları Tablo 42'deki şekilde görülebilmektedir.

Tablo 42: Lazio Çoklu Regresyon Test Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	T İstatistiği	Anlamlılık Düzeyi
Sabit	-0.016260	0.003914	-4.153875	0.0000
Borsa*	0.229141	0.158360	1.446965	0.0990
Bahis x Sonuç***	0.003610	0.001361	2.653343	0.0084
Derbi Galibiyeti*	0.016461	0.009267	1.776374	0.0768
Şampiyonlar Ligi Gal.	0.006552	0.007881	0.831314	0.4065
UEFA Galibiyeti	0.003580	0.012160	0.294384	0.7687
Gün2	-0.007066	0.006697	-1.055185	0.2922
Gün3	0.006790	0.012822	0.529564	0.5968
Açıklayıcılık	0.122735		Bağımlı Değişken Ort.	0.000141
Düzeltilmiş Açık.	0.100882		Bağımlı Değişken S. Hata	0.052384
Standart Hata	0.049672		Akaike Bilgi Kriteri	-3.139466
Kalıntı Kareleri Top.	0.693309		Schwarz Bilgi Kriteri	-3.037973
Log Olasılık	461.6528		Hannan-Quinn Bilgi Kriteri	-3.098798
F İstatistiği	5.616261		Durbin-Watson İstatistiği	1.480601
Anlamlılık Düzeyi ***	0.000004			

Çoklu regresyon sonuçları da Lazio için diğer iki İtalyan kulübüne kıyasla farklılık arz etmektedir. Zira Lazio'nun açıklayıcılığı diğer iki kulübün açıklayıcılıklarının 2 katıdır. Bu etkiyi oluşturan değişkenler ise borsa, bahis * maç sonucu ve derbi galibiyetidir.

Üç İtalyan takımı topluca değerlendirildiğinde göze batan en önemli nokta hepsi için derbi maçların hisse fiyatları üzerinde etkiye sahip olduğudur. Tüm ülkeler dikkate alındığında; diğer ülkelere kıyasla Türkiye ve İtalya gibi ülkelerde ülke insanının ve dolayısıyla yatırımcıların futbolu daha fazla önemsiyor olması ve derbilerin büyük önem taşıması bu durumun sebebi olarak açıklanabilmektedir. Bu bulgu Guschwan (2007) tarafından yapılan çalışma ile desteklenebilmektedir.

3.5.8. Porto

Tablo 43: Porto Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)

	Hisse Getirisi	Borsa	Bahis*Sonuç
Sabit			
ADF	-17,10 (0,00)***	-15,98 (0,00)***	-16,79 (0,00)***
PP	-17,26 (0,00)***	-16,26 (0,00)***	-16,80 (0,00)***
KPSS	0,27	0,20	0,05
Sabit+Trend			
ADF	-17,20 (0,00)***	-16,05 (0,00)***	-16,76 (0,00)***
PP	-17,28 (0,00)***	-16,28 (0,00)***	-16,77 (0,00)***
KPSS	0,10	0,12*	0,05

Tablo 44: Porto Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları

Değişen Varyans Testi: Breusch-Pagan-Godfrey			
F İstatistiği	1,06	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,38
Gözlem*R-Kare	7,47	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,38
Açıklanmış Kareler Top.	24,73	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,0008
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Test			
F İstatistiği	1,63	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,20
Gözlem*R-Kare	3,36	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,19

Portekiz ekiplerinden Porto'nun ön test sonuçlarında birim kök, otokorelasyon ya da değişen varyans problemi görülmemiştir. Buradan sonra çoklu regresyon modeli sonuçları verilmiştir.

Tablo 45: Porto Çoklu Regresyon Test Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	T İstatistiği	Anlamlılık Düzeyi
Sabit	-0.007000	0.003678	-1.903142	0.0581
Borsa	0.126064	0.116919	1.078218	0.2819
Bahis x Sonuç*	0.001913	0.001031	1.856712	0.0645
Derbi Galibiyeti	0.010400	0.008935	1.163891	0.2455
Şampiyonlar Ligi Gal.	0.008321	0.008226	1.011495	0.3127
UEFA Galibiyeti	0.001239	0.008965	0.138250	0.8901
Gün2	0.002394	0.004089	0.585370	0.5588
Gün3*	-0.009969	0.006161	-1.618175	0.0968
Açıklayıcılık	0.045500		Bağımlı Değişken Ort.	0.000984
Düzeltilmiş Açık.	0.020381		Bağımlı Değişken S. Hata	0.028962
Standart Hata	0.028666		Akaike Bilgi Kriteri	-4.237481
Kalıntı Kareleri Top.	0.218575		Schwarz Bilgi Kriteri	-4.131988
Log Olasılık	588.5349		Hannan-Quinn Bilgi Kriteri	-4.195139
F İstatistiği	1.811401		Durbin-Watson İstatistiği	2.071769
Anlamlılık Düzeyi *	0.085198			

Modelin açıklayıcılığı % 4,5 olarak görülmekteyken, anlamlı olan değişkenler bahis*maç sonucu ve gün3'dür. Bu modele göre maç sonuçları hisse fiyatlarını % 0,3 etkilemektedir. Dahası maçın oynandığı tarih ile Portekiz borsası PSI-20'nin maçtan sonra ilk işlem gördüğü tarih arasında 2'den fazla gün olduğu durumlarda anlamlılık görülmektedir.

3.5.9. Sporting Lizbon

Tablo 46: Sporting Lizbon Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)

	Hisse Getirisi	Borsa	Bahis*Sonuç
Sabit			
ADF	-16,46 (0,00)***	-17,68 (0,00)***	17,86 (0,00)***
PP	-16,51 (0,00)***	17,68 (0,00)***	17,86 (0,00)***
KPSS	0,24	0,15	0,26
Sabit+Trend			
ADF	-16,49 (0,00)***	17,70 (0,00)***	17,96 (0,00)***
PP	-16,58 (0,00)***	17,69 (0,00)***	18,00 (0,00)***
KPSS	0,12*	0,10	0,07

Tablo 47: Sporting Lizbon Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları

Değişen Varyans Testi: Breusch-Pagan-Godfrey			
F İstatistiği	1,73	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,09
Gözlem*R-Kare	11,99	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,09*
Açıklanmış Kareler Top.	50,57	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,00
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Test			
F İstatistiği	0,54	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,58
Gözlem*R-Kare	1,11	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,57

Diğer Portekiz ekibi Sporting Lizbon'a gelindiğinde ise değişen varyans problemi ile karşılaşmıştır. Bu problem çözüldükten sonraki çoklu regresyon test sonuçları aşağıda verilmiştir.

Tablo 48: Sporting Lizbon Çoklu Regresyon Test Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	T İstatistiği	Anlamlılık Düzeyi
Sabit	-0.009443	0.004380	-2.155971	0.0320
Borsa	0.119523	0.167819	0.712212	0.4769
Bahis x Sonuç	0.001237	0.001365	0.905956	0.3657
Derbi Galibiyeti	0.010007	0.012279	0.814952	0.4158
Şampiyonlar Ligi Gal.	0.015798	0.011625	1.358932	0.1753
UEFA Galibiyeti	0.001861	0.010274	0.181116	0.8564
Gün2	0.008299	0.007406	1.120468	0.2635
Gün3	-0.001200	0.009019	-0.133084	0.8942
Açıklayıcılık	0.017318		Bağımlı Değişken Ort.	0.003230
Düzeltilmiş Açık.	-0.007605		Bağımlı Değişken S. Hata	0.044363
Standart Hata	0.044532		Akaike Bilgi Kriteri	-3.357468
Kalıntı Kareleri Top.	0.547327		Schwarz Bilgi Kriteri	-3.254680
Log Olasılık	484.7605		Hannan-Quinn Bilgi Kriteri	-3.316258
F İstatistiği	0.694862		Durbin-Watson İstatistiği	1.956623
Anlamlılık Düzeyi	0.676413			

Modelin anlamlılık arz etmediği görülmektedir. Bu sebeple Sporting Lizbon'a ait hisselerdeki hareketler futbola ilişkin hiçbir değişken ile açıklanamayacaktır.

Genel olarak Portekiz kulüpleri değerlendirildiğinde Porto'nun modeli anlamlı, Sporting Lizbon'un modelinin ise anlamsız olduğu görülmektedir. Ancak ortak sonuç her iki kulüp içinde model açıklayıcılığının oldukça düşük bulunmasıdır.

3.5.10. Ajax

Tablo 49: Ajax Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)

	Hisse Getirisi	Borsa	Bahis*Sonuç
Sabit			
ADF	-20,36 (0,00)***	-23,08 (0,00)***	-17,31 (0,00)***
PP	-20,37 (0,00)***	-23,59 (0,00)***	-17,58 (0,00)***
KPSS	0,07	0,14	0,10
Sabit+Trend			
ADF	-20,33 (0,00)***	-23,12 (0,00)***	-17,31 (0,00)***
PP	-20,33 (0,00)***	-23,25 (0,00)***	-17,61 (0,00)***
KPSS	0,07	0,01	0,06

Tablo 50: Ajax Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları

Değişen Varyans Testi: Breusch-Pagan-Godfrey			
F İstatistiği	0,18	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,98
Gözlem*R-Kare	1,34	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,98
Açıklanmış Kareler Top.	13,61	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,058
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Test			
F İstatistiği	3,93	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,02
Gözlem*R-Kare	7,92	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,019**

Yukarıdaki tablolarda Hollanda borsası AEX'e kote tek futbol kulübü Ajax için birim kök ve değişen varyans problemi yokken, otokorelasyon problemi göze çarpmaktadır. Bu sorun çözüldükten sonraki çoklu regresyon sonuçları Tablo 51'de görülmektedir.

Tablo 51: Ajax Çoklu Regresyon Test Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	T İstatistiği	Anlamlılık Düzeyi
Sabit	-0.005424	0.001840	-2.948410	0.0035
Borsa**	0.193777	0.075115	2.579740	0.0104
Bahis x Sonuç**	0.001307	0.000537	2.431994	0.0156
Derbi Galibiyeti	0.006005	0.004867	1.233719	0.2183
Şampiyonlar Ligi G.*	0.013352	0.008610	1.550855	0.0920
UEFA Galibiyeti	0.003592	0.003941	0.911539	0.3628
Gün2	8.27E-05	0.002815	0.029366	0.9766
Gün3	0.003318	0.008932	0.371454	0.7106
Açıklayıcılık	0.070530		Bağımlı Değişken Ort.	0.000801
Düzeltilmiş Açık.	0.046352		Bağımlı Değişken S. Hata	0.022593
Standart Hata	0.022063		Akaike Bilgi Kriteri	-4.763696
Kalıntı Kareleri Top.	0.143112		Schwarz Bilgi Kriteri	-4.665406
Log Olasılık	727.3181		Hannan-Quinn Bilgi Kriteri	-4.724369
F İstatistiği	3.090023		Durbin-Watson İstatistiği	2.297519
Anlamlılık Düzeyi ***	0.003701			

Bu modelde ise futbola ilişkin değişkenler bütün olarak Ajax hisselerindeki getirinin % 7'sini açıklamaktadır. Buna göre maç sonucu * bahis oranı değişkenindeki bir birimlik hareket hisse fiyatlarında 0,0013 birimlik değişime neden olmaktadır. Borsa endeksine ilişkin katsayı % 19 ile ifade edilmektedir. Futbola ilişkin bir başka anlamlı değişken ise şampiyonlar liginde kazanılan galibiyetlere ilişkindir. Bu müsabakalarda bir galibiyet hisse fiyatlarında % 1,3'lük değişime neden olmaktadır.

3.5.11. Borussia Dortmund

Tablo 52: Borussia Dortmund Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)

	Hisse Getirisi	Borsa	Bahis*Sonuç
Sabit			
ADF	-15,65 (0,00)***	-21,44 (0,00)***	-16,24 (0,00)***
PP	-15,66 (0,00)***	-21,91 (0,00)***	-16,35 (0,00)***
KPSS	0,03	0,39*	0,08
Sabit+Trend			
ADF	-15,62 (0,00)***	-21,59 (0,00)***	-16,23 (0,00)***
PP	-15,63 (0,00)***	-23,05 (0,00)***	-16,39 (0,00)***
KPSS	0,03	0,07	0,03

Tablo 53: Borussia Dortmund Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları

Değişen Varyans Testi: Breusch-Pagan-Godfrey			
F İstatistiği	0,35	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,92
Gözlem*R-Kare	2,51	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,92
Açıklanmış Kareler Top.	12,87	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,075
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Test			
F İstatistiği	0,001	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,99
Gözlem*R-Kare	0,002	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,99

Tablo 52 ve Tablo 53'den anlaşılacağı gibi Borussia Dortmund için birim kök, değişen varyans ve otokorelasyon problemlerinden hiçbiri görülmemektedir. Çoklu regresyon test sonuçları Tablo 54'te verilmiştir.

Tablo 54: Borussia Dortmund Çoklu Regresyon Test Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	T İstatistiği	Anlamlılık Düzeyi
Sabit	-0.030054	0.005533	-5.431893	0.0000
Borsa***	0.444532	0.146701	3.030198	0.0027
Bahis x Sonuç***	0.005884	0.000934	6.300588	0.0000
Derbi Galibiyeti	0.004739	0.012179	0.389121	0.6975
Şampiyonlar Ligi G.	0.021141	0.041457	0.509947	0.6105
UEFA Galibiyeti	0.013078	0.019218	0.680493	0.4968
Gün2*	0.010293	0.006123	1.681031	0.0940
Gün3*	0.015782	0.008933	1.766622	0.0785
Açıklayıcılık	0.218855		Bağımlı Değişken Ort.	0.002200
Düzeltilmiş Açık.	0.196445		Bağımlı Değişken S. Hata	0.045712
Standart Hata	0.040976		Akaike Bilgi Kriteri	-3.520408
Kalıntı Kareleri Top.	0.409693		Schwarz Bilgi Kriteri	-3.408363
Log Olasılık	451.5714		Hannan-Quinn Bilgi Kriteri	-3.475323
F İstatistiği	9.765998		Durbin-Watson İstatistiği	1.997580
Anlamlılık Düzeyi ***	0.000000			

Borsaya kote olmuş tek Alman kulübü Borussia Dortmund'a ait hisselerin açıklayıcılığı incelediğimiz 15 futbol kulübü içerisinde yaklaşık % 22 ile en yüksek olanıdır. Anlamlılık ifade eden değişkenler Alman borsası DAX, bahis*maç sonucu, gün2 ve gün3'tür. Yine çalışmamızda % 0,6'ya yakın bir değerle maç sonuçları hisselerini en çok etkileyende bu kulüptür. Bu durum Almanya'nın incelenen ülkeler (Türkiye, İtalya, Portekiz, Hollanda, İskoçya, Danimarka) arasında güçlü bir ekonomiye sahip ve piyasalarının etkin piyasalar hipotezine uygun davranış gösterme eğiliminin yüksek olmasından kaynaklanabileceği düşünülmüştür. Zira bu bulguyu destekler nitelikte güçlü bir ekonomiye sahip Danimarka ekipleri Copenhagen ve Brondby için de açıklayıcılıklar yüksek çıkmıştır. Bu duruma ilişkin sonuçlar ilerleyen sayfalarda görülmektedir. Son olarak değinilmesi gereken bir başka önemli nokta ise Stadtmann (2003) tarafından Borussia Dortmund üzerine yapılan çalışmadaki sonuçların buradaki sonuçları destekler nitelikte olmasıdır. Ayrıca literatürde gelişmiş ekonomilerde sportif başarının hisse fiyatları üzerinde daha yüksek etkiye sahip olduğu bulgusu hem Ashton ve diğerleri (2003) hem de Edmans ve diğerlerinin (2007) çalışmalarındaki sonuçları ile desteklenmiştir.

3.5.12. Celtic

Tablo 55: Celtic Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)

	Hisse Getirisi	Borsa	Bahis*Sonuç
Sabit			
ADF	-20,16 (0,00)***	-21,17 (0,00)***	-15,67 (0,00)***
PP	-20,15 (0,00)***	-20,95 (0,00)***	-15,66 (0,00)***
KPSS	0,14	0,13	0,24
Sabit+Trend			
ADF	-20,14 (0,00)***	-21,18 (0,00)***	-15,64 (0,00)***
PP	-20,13 (0,00)***	-20,96 (0,00)***	-15,63 (0,00)***
KPSS	0,10	0,09	0,24***

Tablo 56: Celtic Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları

Değişen Varyans Testi: Breusch-Pagan-Godfrey			
F İstatistiği	3,71	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,0007
Gözlem*R-Kare	24,6	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,0009***
Açıklanmış Kareler Top.	187,09	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,0000
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Test			
F İstatistiği	3,62	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,028
Gözlem*R-Kare	7,30	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,026**

İngiliz ekiplerinin borsadan hisselerini çekmelerinin ardından Büyük Britanya'da borsaya kote bir tek İskoç ekibi Celtic kalmıştır. Celtic'in ön test sonuçlarına göre birim kök sorunu bulunmazken, hem otokorelasyon hem de değişen varyans problemi görülmüştür. Celtic'e ilişkin bu problemler çözüldükten sonraki çoklu regresyon test sonuçları Tablo 57'de görülmektedir.

Tablo 57: Celtic Çoklu Regresyon Test Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	T İstatistiği	Anlamlılık Düzeyi
Sabit	-0.002672	0.001335	-2.000997	0.0463
Borsa	-0.011646	0.032908	-0.353910	0.7237
Bahis x Sonuç	0.000474	0.000484	0.980589	0.3276
Derbi Galibiyeti	0.002653	0.002566	1.033692	0.3021
Şampiyonlar Ligi G.*	0.025288	0.012956	1.951872	0.0519
UEFA Galibiyeti	0.007590	0.006606	1.148840	0.2515
Gün2	0.001104	0.001932	0.571363	0.5682
Gün3	0.001247	0.001049	1.188433	0.2356
Açıklayıcılık	0.079287		Bağımlı Değişken Ort.	0.000256
Düzeltilmiş Açık.	0.058016		Bağımlı Değişken S. Hata	0.016748
Standart Hata	0.016255		Akaike Bilgi Kriteri	-5.375400
Kalıntı Kareleri Top.	0.080064		Schwarz Bilgi Kriteri	-5.279199
Log Olasılık	843.8747		Hannan-Quinn Bilgi Kriteri	-5.336947
F İstatistiği	3.727532		Durbin-Watson İstatistiği	2.242580
Anlamlılık Düzeyi ***	0.000689			

Celtic'e ilişkin modelin açıklayıcılığı % 8 civarında görülmektedir. Bu açıklayıcılığı temsil eden en önemli ve tek değişken şampiyonlar ligidir. Bu bağlamda Celtic'in şampiyonlar liginde kazandığı bir maç hisselerindeki artışın % 2,5'ünü temsil etmektedir. Borsa, maç sonucu x bahis oranı, derbi, UEFA ve gün değişkenleri içinse herhangi bir anlamlılık tespit edilememiştir.

3.5.13. Copenhagen

Tablo 58: Copenhagen Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)

	Hisse Getirisi	Borsa	Bahis*Sonuç
Sabit			
ADF	-16,65 (0,00)***	-19,14 (0,00)***	-17,31 (0,00)***
PP	-16,71 (0,00)***	-19,19 (0,00)***	-19,41 (0,00)***
KPSS	0,44*	0,37*	0,31
Sabit+Trend			
ADF	-16,89 (0,00)***	-19,25 (0,00)***	-19,40 (0,00)***
PP	-16,90 (0,00)***	-19,30 (0,00)***	-19,58 (0,00)***
KPSS	0,07	0,13*	0,06

Tablo 59: Copenhagen Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları

Değişen Varyans Testi: Breusch-Pagan-Godfrey			
F İstatistiği	1,48	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,17
Gözlem*R-Kare	10,32	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,17
Açıklanmış Kareler Top.	30,32	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,0001
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Test			
F İstatistiği	0,43	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,64
Gözlem*R-Kare	0,89	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,64

Danimarka ekiplerinden ilki FC Copenhagen için yapılan ön testlere göre birim kök, değişen varyans ve otokorelasyon problemi görülmemektedir. Bu bağlamda model için herhangi bir düzeltme işlemi yapılmaksızın çoklu regresyon sonuçları Tablo 60'daki gibi görülmektedir.

Tablo 60: Copenhagen Çoklu Regresyon Test Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	T İstatistiği	Anlamlılık Düzeyi
Sabit	-0.011838	0.002819	-4.198717	0.0000
Borsa***	0.337396	0.108480	3.110204	0.0021
Bahis x Sonuç***	0.003287	0.000721	4.560039	0.0000
Derbi Galibiyeti	0.001810	0.006963	0.259925	0.7951
Şampiyonlar Ligi G.	0.000728	0.008224	0.088477	0.9296
UEFA Galibiyeti	0.010302	0.008863	1.162362	0.2460
Gün2	0.004744	0.004507	1.052557	0.2934
Gün3	0.003115	0.030207	0.103123	0.9179
Açıklayıcılık	0.114485		Bağımlı Değişken Ort.	0.000180
Düzeltilmiş Açık.	0.093257		Bağımlı Değişken S. Hata	0.030915
Standart Hata	0.029438		Akaike Bilgi Kriteri	-4.186732
Kalıntı Kareleri Top.	0.253052		Schwarz Bilgi Kriteri	-4.087964
Log Olasılık	636.0097		Hannan-Quinn Bilgi Kriteri	-4.147205
F İstatistiği	5.393083		Durbin-Watson İstatistiği	1.950287
Anlamlılık Düzeyi ***	0.000008			

Çoklu regresyon sonuçlarına göre Copenhagen için modelin bütün olarak açıklayıcılığı % 11'dir. Model Danimarka borsası OMX Copenhagen ve maç sonucu*bahis değişkenleri anlamlılık ifade ederken, diğer değişkenler için herhangi bir anlamlılık söz konusu değildir. Borsada bir birimlik artış hisse fiyatlarında 0,33'lük, bahis*maç sonucu değişkenindeki bir birimlik değişim ise hisse fiyatlarında 0,003'lük değişime sebep olmaktadır.

3.5.14. Aalborg

Tablo 61: Aalborg Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)

	Hisse Getirisi	Borsa	Bahis*Sonuç
Sabit			
ADF	-16,70 (0,00)***	-7,35 (0,00)***	-13,75 (0,00)***
PP	-16,72 (0,00)***	-18,57 (0,00)***	-13,89 (0,00)***
KPSS	0,22	0,15	0,24
Sabit+Trend			
ADF	-16,70 (0,00)***	-18,84 (0,00)***	-13,84 (0,00)***
PP	-16,72 (0,00)***	-18,61 (0,00)***	-13,94 (0,00)***
KPSS	0,16**	0,07	0,07

Tablo 62: Aalborg Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları

Değişen Varyans Testi: Breusch-Pagan-Godfrey			
F İstatistiği	1,68	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,11
Gözlem*R-Kare	11,59	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,11
Açıklanmış Kareler Top.	132,34	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,000
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Test			
F İstatistiği	0,97	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,37
Gözlem*R-Kare	2,02	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,36

Bir diğer Danimarka ekibi Aalborg'a gelindiğinde birim kök, değişen varyans ve otokorelasyon sorunu olmadığı görülmektedir.

Tablo 63: Aalborg Çoklu Regresyon Test Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	T İstatistiği	Anlamlılık Düzeyi
Sabit	-0.010618	0.005881	-1.805390	0.0722
Borsa	0.073130	0.205197	0.356389	0.7219
Bahis x Sonuç*	0.002060	0.001312	1.569503	0.0978
Derbi Galibiyeti	0.003541	0.018717	0.189208	0.8501
Şampiyonlar Ligi G.	0.004283	0.026706	0.160382	0.8727
UEFA Galibiyet	0.014362	0.028149	0.510233	0.6103
Gün2	0.003201	0.008934	0.358286	0.7204
Gün3	-0.015068	0.026518	-0.568205	0.5704
Açıklayıcılık	0.016768		Bağımlı Değişken Ort.	0.003199
Düzeltilmiş Açık.	-0.011210		Bağımlı Değişken S. Hata	0.058034
Standart Hata	0.058358		Akaike Bilgi Kriteri	-2.813455
Kalıntı Kareleri Top.	0.837788		Schwarz Bilgi Kriteri	-2.702043
Log Olasılık	365.3088		Hannan-Quinn Bilgi Kriteri	-2.768636
F İstatistiği	0.599337		Durbin-Watson İstatistiği	2.063676
Anlamlılık Düzeyi	0.756231			

Bu kulübe ilişkin çoklu regresyon sonuçları modelin anlamsız olduğunu ve bu değişkenler ile kulübe ait hisse fiyatlarındaki değişimin açıklanamayacağını göstermektedir.

3.5.15. Brøndby

Tablo 64: Brøndby Birim Kök Testi Sonuçları (Düzey)

	Hisse Getirisi	Borsa	Bahis*Sonuç
Sabit			
ADF	-16,26 (0,00)***	-6,16 (0,00)***	-17,25 (0,00)***
PP	-16,26 (0,00)***	-22,13 (0,00)***	-17,21 (0,00)***
KPSS	0,11	0,62**	0,18
Sabit+Trend			
ADF	-16,23 (0,00)***	-6,45 (0,00)***	-17,21 (0,00)***
PP	-16,23 (0,00)***	-22,44 (0,00)***	-17,18 (0,00)***
KPSS	0,10	0,29***	0,17**

Tablo 65: Brondby Otokorelasyon ve Değişen Varyans Test Sonuçları

Değişen Varyans Testi: Breusch-Pagan-Godfrey			
F İstatistiği	2,88	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,006
Gözlem*R-Kare	19,30	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,007***
Açıklanmış Kareler Top.	861,92	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,000
Breusch-Godfrey Otokorelasyon LM Test			
F İstatistiği	0,33	Anlamlılık (F İstatistiği)	0,71
Gözlem*R-Kare	0,69	Anlamlılık (Ki-Kare)	0,70

Üçüncü ve son Danimarka ekibi Brondby'e gelindiğinde ise birim kök ve otokorelasyon sorunu görülmezken, değişen varyans problemi göze çarpmaktadır. Bu problem çözüldükten sonraki çoklu regresyon sonuçları ise aşağıda görülmektedir.

Tablo 66: Brondby Çoklu Regresyon Test Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	T İstatistiği	Anlamlılık Düzeyi
Sabit	-0.019060	0.005348	-3.563533	0.0004
Borsa	0.836744	0.546897	1.529986	0.1273
Bahis x Sonuç***	0.005425	0.001891	2.868326	0.0045
Derbi Galibiyeti	0.036300	0.033104	1.096546	0.2739
Şamp. Ligi G. ***	0.023175	0.006311	3.672152	0.0003
UEFA Galibiyeti	0.008386	0.010914	0.768350	0.4430
Gün2	0.014436	0.012791	1.128577	0.2602
Gün3	-0.009727	0.009925	-0.980048	0.3280
Açıklayıcılık	0.146953		Bağımlı Değişken Ort.	0.000720
Düzeltilmiş Açık.	0.123162		Bağımlı Değişken S. Hata	0.057500
Standart Hata	0.053843		Akaike Bilgi Kriteri	-2.975106
Kalıntı Kareleri Top.	0.727653		Schwarz Bilgi Kriteri	-2.865243
Log Olasılık	393.2763		Hannan-Quinn Bilgi Kriteri	-2.930935
F İstatistiği	6.177034		Durbin-Watson İstatistiği	1.977039
Anlamlılık Düzeyi ***	0.000001			

Brondby Borussia Dortmund'dan sonra % 14,6 ile en yüksek açıklayıcılığa sahip ikinci kulüptür. Bahisle ağırlıklandırılmış maç sonucu ve şampiyonlar ligi galibiyeti değişkenleri anlamlıdır. Buna göre Brondby'nin şampiyonlar liginde kazandığı bir maç hisse fiyatlarında % 2,3'lük bir değişime yol açmaktadır. Ayrıca bahis*maç sonucu

değişkenindeki bir birimlik değişimde hisse fiyatlarında % 0,5'lik bir değişime sebep olmaktadır. Bu bulgular Jorgensen ve diğerlerinin (2012) çalışmasındaki bulguları ile örtüşmektedir.

Üç Danimarka ekibini topluca değerlendirildiğimizde Copenhagen ve Brøndby kulüplerine ait açıklayıcılıklar yüksek çıkarken, Aalborg için kurulan model anlamsızdır. Zira Aalborg'un diğer iki kulübe kıyasla daha köklü bir geçmişe sahip olmaması ve taraftar kitlesinin az olması bu durumun sebeplerinden sayılabilmektedir. Copenhagen ve Brøndby kulüplerinin açıklayıcılıklarının yüksek çıkması, Almanya için söylendiği gibi Danimarka ekonomisinde güçlü olması ve piyasa etkinliğinin yüksek olması yönünde tahmin edilmesine bağlanabilmektedir.

3.5.16 Genel Değerlendirme

Tablo 67'deki genel bulgular kısaca şöyle özetlenebilir:

- Bahis oranları ile ağırlıklandırılmış maç sonucu değişkeninin neredeyse tüm kulüpler için anlamlı çıkması maç sonuçlarının hisse fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunun açık göstergesidir.
- Genel olarak Türk kulüpleri değerlendirildiğinde % 10 ile Galatasaray ve ikinci olarak % 9 ile Beşiktaş en yüksek açıklayıcılık derecesine sahiptir. Türk kulüpleri üzerine literatürde Berument, Ceylan ve Gözpınar (2006), Demir ve Daniş (2011), Özdurak ve Ulusoy (2013) tarafından yapılmış geçmiş çalışmalardaki bulgular çalışmamızdaki bulguları desteklemektedir. Ayrıca UEFA kupası maçlarının çalışmamızda incelenen tüm kulüpler içinde yalnızca Galatasaray ve Beşiktaş için önem arz ediyor olması da değinilmesi gereken bir başka önemli noktadır. Ayrıca son dönemde ortaya çıkan şike krizinin Fenerbahçe ve Trabzonspor üzerinde yüksek dozda etkiye sahip olması bu kulüplerin hisse fiyatları ile borsa endeksi arasında ilişki olmaması ile açıklanabilmektedir.
- Üç İtalyan takımı topluca değerlendirildiğinde ise göze batan en önemli nokta hepsi için derbi maçların hisse fiyatları üzerinde etkiye sahip olduğudur. Çalışmada incelenen tüm ülkeler dikkate alındığında; diğer ülkelere kıyasla Türkiye ve İtalya gibi ülkelerde ülke insanının ve dolayısıyla yatırımcıların

futbolu fazlasıyla önemsemesi ve derbilerin öneminin çok daha fazla olması durumun sebebi olarak açıklanabilmektedir (Guschwan, 2007: 258). Çalışma öncesinde her iki ülke içinde bu değişkenin anlamlı çıkması beklenmekteydi. İtalya için tüm kulüplerde derbi kukla değişkeni anlamlı çıkarken, Türkiye'deki üç kulüp için bu değişken anlamsız çıkmıştır. Türkiye için ortaya konan bu sonuç çalışma öncesi beklenmemekteydi.

- Genel olarak Portekiz kulüpleri değerlendirildiğinde Porto'nun modeli anlamlı, Sporting Lizbon'un modeli ise anlamsız olduğu görülmektedir. Bu iki kulüp için yapılabilecek ortak yorum modelleri anlamsız olsun ya da olmasın açıklayıcılık katsayılarının oldukça düşük olduğu ve bu bağlamda Portekizli yatırımcıların sportif değişimlerden etkilenerak karar vermediği yönündedir.
- Borsaya kote olmuş tek Alman kulübü Borussia Dortmund'a ait hisselerin açıklayıcısını incelediğimiz 15 futbol kulübü içerisinde yaklaşık % 22 ile en yüksek olanıdır. Bu durum Almanya'nın çalışmamızda incelenen tüm ülkeler (Türkiye, İtalya, Portekiz, Hollanda, İskoçya, Danimarka) arasında en güçlü ekonomiye sahip ve piyasalarının etkin piyasalar hipotezine uygun davranış gösterme eğiliminin yüksek olmasından kaynaklanabileceği düşünülmüştür. Değinilmesi gereken bir başka önemli nokta ise Stadtmann (2003) tarafından Borussia Dortmund üzerine yapılan çalışmadaki sonuçların buradaki bulguları destekler nitelikte olmasıdır. Ayrıca literatürde gelişmiş ekonomiye sahip ülkelerde sportif başarının hisse fiyatları üzerinde daha yüksek etkiye sahip olduğu bulgusu hem Ashton ve diğerleri (2003) hem de Edmans ve diğerlerinin (2007) çalışmalarındaki sonuçları ile desteklenmiştir.
- Üç Danimarka ekibini topluca değerlendirildiğinde Copenhagen ve Brøndby kulüplerine ait açıklayıcılıklar anlamlı ve yüksek çıkarken, Aalborg için kurulan model anlamsızdır. Bu kulüplerin açıklayıcılıklarının yüksek çıkması, Almanya için söylendiği gibi Danimarka ekonomisinde güçlü olması ve piyasa etkinliğinin yüksek olması yönünde tahmin edilmesine bağlanabilmektedir. Copenhagen için elde edilen bulgular Jorgensen ve diğerlerinin (2012) çalışmasındaki bulguları ile örtüşmektedir.

Tablo 67: Genel Değerlendirme

	Açıklayıcılık	Borsa	Bahis x Sonuç	Derbi Galibiyeti	Şamp. Ligi Galibiyeti	UEFA Galibiyeti	Gün2	Gün3
Beşiktaş	0.088611***	0.476830***	0.003907***	0.008278	0.007169*	0.005461*	0.003435	0.000482
Galatasaray	0.100015***	0.328217***	0.003464***	0.000375	0.002739*	0.003437**	0.006026*	0.006084
Fenerbahçe	0.047014*	0.092596	0.003067***	0.001155	0.002249	0.003029	-0.003267	-0.001673
Trabzonspor	0.039126	0.130485	0.002494**	0.007967	0.009324	0.008488	0.002999	0.002610
Juventus	0.059103**	0.335065***	0.002162**	0.012633*	0.001735	0.001160	0.006257	0.009043**
Roma	0.061764***	-3.305311	0.134445	0,058139***	0.447443	0.107321	-0.614694	-0.183945
Lazio	0.122735***	0.229141*	0.003610***	0.016461*	0.006552	0.003580	-0.007066	0.006790
Porto	0.045500*	0.126064	0.001913*	0.010400	0.008321	0.001239	0.002394	-0.009969*
S. Lizbon	0.017318	0.119523	0.001237	0.010007	0.015798	0.001861	0.008299	-0.001200
Ajax	0.070530***	0.193777**	0.001307**	0.006005	0.013352*	0.003592	8.27E-05	0.003318
B. Dortmund	0.218855***	0.444532***	0.005884***	0.004739	0.021141	0.013078	0.010293*	0.015782*
Celtic	0.079287***	-0.011646	0.000474	0.002653	0.025288*	0.007590	0.001104	0.001247
Copenhagen	0.114485***	0.337396***	0.003287***	0.001810	0.000728	0.010302	0.004744	0.003115
Aalborg	0.016768	0.073130	0.002060*	0.003541	0.004283	0.014362	0.003201	-0.015068
Brøndby	0.146953***	0.836744	0.005425***	0.036300	0.023175***	0.008386	0.014436	-0.009727

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Futbol son yüzyılda eğlence ve sağlık amaçlı bir aktivite olmaktan çıkmış ekonominin bir parçası olarak görülmeye başlamıştır. Günümüzde özellikle teknolojinin hızla gelişimi sonucu başta futbol kulüpleri olmak üzere, futbol uzaktan yakından ilişkisi olan birçok sektör için gelir kaynakları oluşturmuştur. Bu gelir kaynaklarından maksimum düzeyde faydalanma imkânı sağlamak için hem avrupada hem de Türkiye’de kulüplerin ana ortaklığında anonim şirketler kurulmuştur.

Bu bağlamda çalışmanın birinci bölümü futbolun küreselleşmesi, kurumsal yönetime geçiş çalışmaları ve futbola ilişkin ortaya konan stratejik yönetim modellerinden oluşmaktadır. İkinci bölümde futbolun ekonomisi ve finansı ele alınmıştır. Bu kısımda futbol kulüplerinin gelir ve gider kalemleri, mal varlıkları, şirketleşmesi, halka arzı ve son olarak futbolda son dönemin en güncel konusu finansal fair play incelenmiştir. Son bölümde ise öncelikle literatür incelemesi, araştırmanın amacı, yöntemi, değişkenleri, veriler ve ekonometrik model incelenmiştir. Bununla birlikte bu bölümde araştırmanın bulgularına yer verilmiştir.

Sporun ve özellikle futbolun dünya üzerinde önemi artmakta ve buna paralel olarak spor endüstrisi kavramının önemi ise her geçen gün dahada artmaktadır. Bu çalışmada diğer çalışmalardan farklı olarak maç sonuçlarını etkileyebilecek değişkenlerin bir kısmı değil tamamı modele dâhil edilmiştir.

Bu çalışmada futboldaki başarı göstergelerinin hisse fiyatlarını nasıl etkilediği araştırılmıştır. Bu bağlamda kurulan modelde 9 adet bağımsız değişken ve 1 adet bağımlı değişken kullanılmıştır. Maç sonucu ve bahis oranının çarpımından elde edilen değişken; bahis oranları sayesinde maç sonuçlarının etkisini daha uygun bir şekilde ölçmüştür. Ayrıca maçların türleri de önem arz etmektedir. Bu sebepten ötürü bazı maçlar önemine göre derbi, şampiyonlar ligi ve UEFA olarak sınıflandırılmıştır. Bunlar modelde kukla değişken olarak kullanılmıştır. Bir başka kukla değişken ise gün² ve gün³ tür. Bu iki değişken ise maçın oynandığı tarih ile onu takip eden borsanın açıldığı tarih arasındaki gün farkının etkisini tespit etmek için kullanılmıştır.

Bu noktada test etmeye çalışılan husus aslında etkin piyasalar hipotezidir. Rasyonel beklenti ise sportif başarı ile hisse fiyatları arasında yüksek ya da düşük derecede

anamlı bir ilişki olmasıdır. Etkin piyasalar hipotezine göre piyasalar yatırımcıların ulaşabileceği tüm bilgileri yansıtır ve fiyat hareketlilikleri tahmin edilebilir değildir. Etkin piyasalar kavramının oluşumunda finansal varlıkların fiyat ve getirileri temel oluşturmuştur. Etkin piyasalar hipotezine göre piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı vardır ancak bunların hiçbiri fiyatları etkileyemez. Tüm bilgiye her yatırımcı aynı maliyetlerle ulaşabilmektedir ve bu piyasalarda asimetrik bilgi söz konusu değildir. Ayrıca işlem maliyetleri çok düşüktür ya da sıfırdır.

Bununla birlikte son yıllarda etkin piyasa hipotezine bir takım eleştiriler getirilmiştir. Piyasalarda bilindiği gibi birçok alım satım işlemi gerçekleşmektedir. Bu işlemleri yapanlar çoğunlukla eğitimi veya deneyimli finans uzmanları değildir. Bu durum pazar anomalilerinin ve aşırı dalgalanmaların varlığını tespit eden yeni bulgularla birlikte etkin piyasa hipotezinin de sorgulanmasını beraberinde getirmiştir. Davranışsal finans teorisine göre yatırımcı davranışlarını açıklamada yalnızca rasyonel teorilerin yeterli olmayacağı ve kişilerin davranışlarını etkileyebilecek psikolojik ve sosyolojik faktörlerinde dikkate alınması gerektiği ortaya atılmıştır. Etkin piyasalar üzerine yapılan bu tartışmalar piyasaların gelişiminin incelenmesini gerektirmektedir.

Burada sportif etmenlerin hisse fiyatları üzerinde etkiye sahip olması etkin piyasalar hipotezini teyit etmektedir. Bu bağlamda futbol kulüplerine ait hisse fiyatları açıklayıcılık katsayılarının yüksek olması o ülkedeki spor piyasasının etkin piyasalar hipotezine uygun olduğunu göstermektedir. Dahası çalışmamızdan elde edilen bulgulara göre daha gelişmiş ekonomilerin rasyonel olarak etkin piyasalar hipotezine daha fazla uygunluk göstermesi önemli bir bulgudur.

Uygulama aşamasında ilk olarak serilerin durağanlık mertebelerini belirlemek için birim kök testleri yapılmıştır. Serilerin durağan olması halinde çoklu regresyon modeli sonuçları elde edilmiştir. Daha sonra otokorelasyon ve değişen varyans testleri aracılığıyla elde edilen çoklu regresyon modelinde sorun olup olmadığı incelenmiştir. Bu testler sonucunda herhangi bir sorunla karşılaşılması durumunda gerekli düzeltme işlemleri yapılmış ve doğru sonuçlar elde edilmiştir. Herhangi bir sorun olmaması durumunda ise doğal haliyle elde edilmiş çoklu regresyon bulguları direkt olarak değişen varyans ve otokorelasyon test sonuçları takiben sunulmuştur. Çalışma sonuçlarına her bir kulüp için uygulama bölümünde detaylıca değinilmiştir. Ayrıca

bölüm sonucunda bu bulgular tek bir tabloda toplanarak genel bir değerlendirme yapılmıştır.

Elde edilen sonuçlara bakıldığında 15 kulüpten 12'sine ait kulübün açıklayıcılık katsayıları anlamlı düzeyde görülmüştür. Ayrıca burada anlamsız görülen modellerde anlamsızlık ifade eden değişkenler modelden çıkarılarak testin tekrar edilmesi durumunda anlamlılık ifade eden değişkenler modelin tamamını anlamlı düzeye getirmektedir.

Buna mukabil, makroekonomik değişimleri temsil etmek amacıyla modele dâhil edilen borsa değişken birçok kulüp için önem düzeyde anlamlılık ifade etmektedir. Dahası kurgulanan modeldeki temel açıklayıcı değişken olan bahis oranı ile ağırlıklandırılmış maç sonucu Roma, Sporting Lizbon ve Celtic dışındaki tüm kulüpler için anlamlı düzeyde görülmektedir.

Kontrol değişkeni olarak tanımlanan derbi, şampiyonlar ligi, UEFA avrupa ligi, gün2 ve gün3 değerleri farklı kulüpler için farklı sonuçlar ifade etmektedir. Örneğin Derbi maçlarının yalnızca İtalya için önem arz etmesi oldukça önemli bir bulgudur. Dahası maç oynandıktan sonra borsanın açıldığı gün ile maçın oynandığı gün arasındaki zaman farkı önem arz eden bir başka husustur. Bu bağlamda gün2, Galatasaray ve Borussia Dortmund için; gün3 ise Juventus, Porto ve Borussia Dortmund için anlamlılık ifade etmektedir. Yani maçın oynandığı günü ile takip eden borsa açılış günü hisse fiyatlarındaki değişimde etkiye sahiptir. Şampiyonlar Ligi ise daha çok birinci bölümde ulusal yıldız olarak tanımlanan kulüpler için anlamlılık göstermektedir. Bu durum ulusal yıldız olan kulüplerin ülkelerinde Avrupa müsabakaları yatırımcı için daha fazla önem arz etmektedir. Ayrıca tüm bu bulgular yapılmış çalışmalarda sonuçlar ile desteklenmektedir.

Genel olarak yapılacak en önemli yorum ise futbol kulüplerinin hisse fiyatlarının sportif hareketliliklerinden etkilendiği ancak bu etkinin çok da yüksek olmadığıdır. Çalışma dışında bırakılan önemli bir değişken ise transferlerdir. Şüphesiz ki transferin futbol kulübü hisseleri üzerindeki etkileri yüksektir. Ancak hangi transferin pozitif hangi transferin negatif şekilde hisse fiyatlarına yansıtacağı ya da bu yönün katsayısının belirlenmesi sübjektif yargılara dayanmaktadır. Bu da bizleri sübjektif yargılardan yola çıkarak yanlış sonuçlara itebilecektir. Bu sebepten ötürü bu ve bunun gibi objektif

olarak rakamlarla ifade edilemeyecek değişkenler çalışma dışında tutulmuştur ve bu durum çalışmamızın eksik yönünü oluşturmaktadır. Gelecek çalışmalarda bu eksiklik yatırımcılara yapılabilecek derinlemesine bir anket çalışması ile giderilerek bahsedilen subjektif konuların da birer kukla değişken olarak analize dâhil edildiği daha gelişmiş bir model oluşturulabilir. Ayrıca çalışmamızın veri setinden kaynaklanan bir başka eksiklik kulüplere ait zaman serilerinin aynı tarihlere denk gelmemesinden ötürü bir panel veri modeli kurulamamış olmasdır.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Aladanlı, B. ve Ü. Çördük (2009). *Futbol Tarihi ve Sporda İlkler*, Yeşil Elma Yayıncılık, 1. Baskı
- Akşar, T. (2005). *Endüstriyel Futbol*, Literatür Yayıncılık, İstanbul,
- Akşar, T. ve K. Merih (2006). *Futbol Ekonomisi*, Literatür Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul,
- Akşar, T. ve K. Merih (2008). *Futbol Yönetimi*, Literatür Yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul,
- Akşar, T. (2010). *Futbolun Ekonomi Politikü Üzerine Yazılar*, Literatür Yayıncılıkü 1. Baskı, İstanbul
- Boniface, P. (2007). *Futbol ve Küreselleşme*, NTV Yayınları, Çeviri: İsmail Yergüz
- Çakmur Yıldıztan, Z. D. (2011). *E-Views Uygulamalı Temel Ekonometri*, Türkmen Kitabevi,
- Chatfield, C. (1995), *The Analysis of Time Series an Introduction*, 5. Baskı, New York, Chapman & Hall / Crc,
- Dobson, S. ve J. Goddard (2011). *The Economics of Football*, Cambridge University Press
- Gujarati, D. ve D. Porter (2008). *Basic Econometrics*, 5th edition,
- Gujarati, D. (2011). *Temel Ekonometri*, Çeviren: Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, Literatür Yayıncılık,
- Günel, N. ve E. Küçükgüngör (1998). *Türk Spor Hukukunun Genel Esasları ve İlgili Mevzuat*, Yetkin Yayınları,
- Güriş, S., E. Çağlayan ve B. Güriş (2011). *Eviews ile Temel Ekonometri*, Der Yayınları, İstanbul

- Güneş, İ. (2010). *Futbol Ekonomisi*, Karahan Kitabevi, 1. Baskı, Adana
- Kutlar, A. (2007). *Ekonometriye Giriş*, Nobel Yayın Dağıtım, İstanbul
- Leeke, M. (2003). *Current Issues in Football*. London: *House of Commons Library*
- Murray, B. (1998). *The World's Game: A History of Soccer*. Urbana, IL: University of Illinois Press, Urbana and Chicago,
- Ongan, H. ve M. D. Demiröz (2010). *Akademik Futbol - Futbol Rekabet Başarı İlişkisi*, Hiperlink Yayınları, İstanbul
- Tarı, R. (2012). *Ekonometri*, Umutttepe Yayınları, Kocaeli
- Ünüvar, A., B. Gürkan, D. Acar, L. Bıçakçı, G. Karacar, M. İkiz, Ö. Tanrıöver ve T. Akşar (2010). *Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Türk Futbol Kulüpleri Yönetim Rehberi*, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları, 1. Baskı, İstanbul
- Türmob (2000). *Avrupa Birliğine Giriş Sürecinde Türk Futbolunun Geleceği*, Türmob Yayınları, Ankara.

Tezler

- Argan, M. (2001). Spor Pazarlamasında Sponsorluk ve Futbol Branşında Sponsorluk Yapan Kuruluşlara İlişkin Bir Araştırma, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir
- Aydın, A. D. (2005). Spor Kulüplerinin Halka Açılmasının Finansal Yapıları Üzerindeki Etkileri, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- Çavuşoğlu, S. B. (2011). Türkiye’de Spor Sponsorluğu Çalışmaları Kapsamında Fenerbahçe, Galatasaray ve Beşiktaş Spor Kulüplerinin Futbol Takımlarının Ana Sponsorluklarının Bilinirliği Üzerine Bir Araştırma, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

- Devecioğlu, S. (2002). Türk Spor Yönetiminde Özerkliğin Ekonomik Boyutu (Türkiye Futbol Federasyonu Örneği), *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Gazi Üniversitesi Sağlık Bilimleri Enstitüsü
- Durmuşkaya, S. (2011). Türev Piyasaların Etkinliğinin Testi: İmkb 30-100 ve Döviz Piyasası, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Sakarya Üniversitesi
- Elitaş, B. L. (2010). Hisse Senedi Getirileri İle Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki İlişki: Türkiye İçin Zaman Serisi Analizi, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Afyon Kocatepe Üniversitesi
- İyem, C. (2011). Yeni alışma Etiği ve Boş Zaman alışmaları: Türkiye'deki Profesyonel Futbolcular Örneği, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Kırdar, Y. (2006). Kurumsallaşan Spor Kulüplerinde Pazarlama İletişimi Faaliyetlerinin Spor Pazarlaması Sürecinde, Kurum İmajı Üzerine Etkisi; Fenerbahçe Spor Kulübünde Bir Uygulama Örneği, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Ege Üniversitesi, İzmir
- Sevgör, Y. (2005). Utilization of European ootball Club management Practices in Turkish Football, *Master's Thesis*, Helsinki University

Sürelİ Yayınlar

- Aglietta, M., W. Andreff ve B. Drut (2010). Floating European Football Clubs in The Stock Market, *Document de Travail Working Paper*, 24
- Antonioni, P. ve J. Cubbin (2000). Bosman Ruling and The Emergence of a Single Market in Soccer Talent, *European Journal of Law and Economics*, 9, 2, 157-173
- Aras, G. (2006). Kurumsal Yönetim ve Sürdürülebilir İşletme Performansı, *Deloitte*

- Ashton, J.K., B. Gerrard ve R. Hudson (2003). Economic Impact Of National Sporting Success: Evidence From The London Stock Exchange, *Applied Economics Letters*, 10, 783 - 785
- Akkaya, C. (2008). Küreselleşme ve Futboldaki Dönüşüm, *Ethos: Felsefe Ve Toplumsal Bilimlerde Diyaloglar*, Temmuz, Sayı: 1/4
- Aydın, A.D., M. Turgut ve R. Bayırlı (2007). Spor Kulüplerinin Halka Açılmasının Türkiye’de Uygulanan Modeller Açısından İncelenmesi, *Gazi Üniversitesi Ticaret Ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, 59-70
- Barros, C. P., J.D. Corral ve P.G. Barrio (2008). Identification of Segments of Soccer Clubs in the Spanish League First Division With a Latent Class Model, *Journal of Sports Economics*, 9, 5, October, 451-469
- Baroncelli, A. ve U. Lago (2006). İtalian Football, *Journal of Sports Economics*
- Bauer, H., N.E. Sauer ve P. Schmitt (2005). Customer-Based Brand Equity in The Team Sport Industry: Operationalization and Impact on The Economic Success of Sport Teams, *European Journal of Marketing*, 496 - 513
- Baur, D. ve C. McKeating (2009). The Benefits of Financial Markets: A Case Study of European Football Clubs, 17
- Bell, A., C. Brooks, D. Matthews ve C. Sutcliffe (2010). Over the Moon or Sick as a Parrot? The Effects of Football Results on a Club’s Share Price, *Applied Economics*
- Bell, A., C. Brooks ve T. Markham (2012). Does Managerial Turnover Affect Football Club Share Prices ?, *ICMA Centre Discussion Papers in Finance*
- Benkraiem, R., F. Le Roy ve W. Louhichi (2010). Sporting Performances and the Volatility of Listed English Football Clubs
- Berument, H., N.B. Ceylan ve E. Gözpinar (2006). Performance Of Soccer On The Stock Market: Evidence From Turkey, *The Social Science Journal*, 43, 695–699

- Berument, H. ve N.B. Ceylan (2012). Effects Of Soccer On Stock Markets: The Return–Volatility Relationship, *The Social Science Journal*, 49, 368–374
- Boido, C. ve A. Fasano (2007). Football and Mood in Italian Stock Exchange, *The IUP Journal of Behavioral Finance*
- Croxson, K. ve J. Reade (2013). Information and Efficiency: Goal Arrival in Soccer Betting, *The Economic Journal*
- Cox, A. (2012). Live Broadcasting, Gate Revenue, and Football Club Performance: Some Evidence, *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 19, No. 1, February, 75-98
- Demir, E. ve H. Daniş (2011). The Effect of Performance of Soccer Clubs on Their Stock Prices: Evidence from Turkey, *Emerging Markets Finance and Trade*, 47, 4, 58-70
- Demir, E., H. Daniş ve U. Rigoni (2012). Is The Soccer Betting Market Efficient? A Cross-Country Investigation Using The Fibonacci Strategy, *The Journal of Gambling Business and Economics*, 6, 2, 29-49
- Dejonghe, T., S.V. Hoof, W. Lagae ve J. Verschueren (2010). Managing Football: An International Perspective: The Netherlands and Belgium
- Devecioğlu, S., B. Çoban, Y.E. Karakaya ve Ö. Karakaş (2012). Türkiye’de Spor Kulüplerinin Şirketleşmeye Yönelimlerinin Değerlendirilmesi, *Spormetre Beden Eğitimi ve Spor Bilimleri Dergisi*, 2, 51-68
- Dickey, D.A. ve W.A. Fuller (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root, *Journal of the American Statistical Society*, 75, 427-431
- Drut, B. ve G. Raballant (2012). The Impact of Governance on European Football Leagues’ Competitiveness, *Economix Working Paper*, 27
- Eber, N. (2011). Fair Play in Contests, *J. Econ.*, 103, 253–270

- Edmans A., D. Garcia, Ø Norli (2007) Sports Sentiment and Stock Returns, *The Journal of Finance* - ixii, 4, August
- Ekmekçi, A. D., R. Ekmekçi ve A. İrmiş (2013) Küreselleşme ve Spor Endüstrisi, *Pamukkale Journal of Sport Sciences*, 4, 1, 91-117
- Erdoğan, İ. (2008). Futbol ve Futbolu İnceleme Üzerine, *İletişim, Kuram Ve Araştırma Dergisi*, 26, Kış-Bahar, 1-58
- Evens, T. ve K. Lefever (2011). Watching the Football Game: Broadcasting Rights for the European Digital Television Market, *Journal of Sport and Social*, 35(1), 33-49
- Forest, D., R. Simmons ve S. Szymanski (2004). Broadcasting, Attendance and the Inefficiency of Cartels, *Review of Industrial Organization*, 24, 243-265
- Forest, D. ve R. Simmons (2006). New Issues in Attendance Demand The Case of the English Football League, *Journal of Sports Economics*, 7, 247-265
- Frick, B. (2009). Globalization and Factor Mobility The Impact of the “Bosman Ruling” on Player Migration in Professional Soccer, *Journal of Sports Economics*, 10, 1, 88-106
- Geey, D. (2012). The UEFA Financial Fair Play Rules: A Difficult Balancing Act, *Warwick University Entertainment and Sports Law Journal*, 9, 1
- Guschwan, M. (2007). Riot in the Curve: Soccer Fans in Twenty-first Century Italy, *Soccer & Society*, 8, 2/3, April/July, 250–266
- Jorgensen, C., W. Moritzen, R. Mark ve G. Stadtmann (2012). The News Model of Asset Price Determination - An Empirical Examination of the Danish Football Club Brøndby IF, *Discussion Papers on Business and Economics*, 3
- Klein, C., B. Zwergel ve S. Heiden (2009). On The Existence of Sports Sentiment: The Relation Between Football Match Results and Stock Index Returns in Europe, *Rev Manag Sci*, 3, 191-208

- Kocaoğlu, N. K. (2011). Futbol Őirketlerinin Halka Açılması, *Ankara Barosu Dergisi*, 67-107
- Kwiatkowski, D., P.C.B. Phillips, P. Schmidt ve Y. Shin (1992). Testing the Null Hypothesis of Stationary against the Alternative of a Unit Root, *Journal of Econometrics*, 54, 159-178
- Lang, M., M. Grossmann ve P. Theilery (2010). The Sugar Daddy’s Game: How Wealthy Investors Change Competition in Professional Team Sports, Institute for Strategy and Business Economics University of Zurich, *Working Paper Series*, 128
- Leitão, J., M.R. Armada ve J. Ferreira (2012) Corruption And Co-Movements in European Listed Sport Companies: Vdid Calciocaos Really Matter?
- Madden, P. (2012). Welfare Economics Of “Financial Fair Play” In A Sports League with Benefactor Owners, *The University of Manchester Economics Discussion Paper Series*
- Michie, J., C. Oughton ve G. Walters (2006). The State of the Game The Corporate Governance of Football Clubs, *Football Governance Research Centre Research Paper*, 3
- Milanovic, B. (2006). Globalization and Goals: Does Soccer Show The Way ?, *Review of International Political Economy*, 12,5 December, 829–850
- Noll, R.G. ve A. Zimbalist (1997). Sports, Jobs and Taxes: The Economics Impact of Sports Teams and Stadiums
- Palomino, F., L. Renneboog ve C. Zhang (2009). Information Saliency, Investor Sentiment, And Stock Returns: The Case Of British Soccer Betting, *Journal of Corporate Finance*, 15, 368–387
- Papatya, G. ve M. A. Geniş (2013). Futbol Sadece Bir Oyun mu? Futbol Ekonomisi ve Uluslararası Bahis Şirketleri Üzerine Bir Değerlendirme

- Peeters, T. ve S. Szymanski (2012). Vertical Restraints in Soccer: Financial Fair Play and The English Premier League, *Research Paper*, 2012-2028
- Peel, D. A. (2008). Introduction: Economics of Betting Markets, *Applied Economics*, 40, 1-3.
- Phillips, P.C.B. ve P. Perron (1988). Testing for a Unit Root in Time Series Regressions, *Biometrika*, 75, 335-346.
- Preuss, H., K. Haugen ve M. Schubert (2012). UEFA Financial Fair Play: The Curse of Regulation, *Working Paper Series Mainzer Papers on Sports Economics & Management*
- Samagaio, A., E. Couto ve J. Caiado (2009). Sporting, Financial And Stock Market Performance in English Football: An Empirical Analysis Of Structural Relationships
- Saraç, M. ve F. Zeren (2013). The Effect of Soccer Performance on Stock Return: Empirical Evidence From “The Big Three” of Turkish Soccer League, *Journal of Applied Finance and Banking*, Vol. 3, 5, 299-314
- Sass, M. (2012). Long-Term Competitive Balance under UEFA Financial Fair Play Regulations, *Working Paper Series*, 5, Otto Von Guericke Universitat Magdeburg
- Scholten, B. ve W. Peenstra (2007). Scoring on the Stock Exchange? The Effect of Football Matches on Stock Market Returns: An Event Study, *Applied Economics*, 16,17
- Sevim, Ş. ve Ö.Z. Güven, (?). Spor Kulüplerinin Halka Açılması ve Hisse Senetlerinin Değerini Etkileyen Faktörlerin Analizi: Beşiktaş ve Galatasaray Örneği, *Dumlupınar Üniversitesi İİBF Dergisi*
- Simmons, R. (1997). Implication of The Bosman Ruling for football transfer markets, *Economic Affairs*, 17, 3

- Spais, G. ve G. Filis (2008). Measuring Stock Market Reaction to Sponsorship Announcements: The Case of Fiat and Juventus, *Journal of Targeting, Measurement and Analysis for Marketing*, 16, 3, 169-180
- Stadtmann, G. (2003). An Empirical Examination of the News Model: The Case of Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA
- Stals, E.R. (2012). Testing The Unilateral Relationship Between Investor Sentiment and Stock Return: An Event Study on Publicly Listed European Football Clubs 2005-2010, Rijksuniversiteit Groningen
- Özdemir, S. ve S. Memmedov (2010). Küreselleşme Olgusu ve Endüstriyel Futbol Yönetimi Sorunsalı
- Talimciler, A. (2008). Futbol değil iş: endüstriyel futbol, *İletişim Kuram ve Araştırma Dergisi*, 26 Kış-Bahar, 89-114
- Thawaites, D. (1995). Professional Football Sponsorship Profitable or Profligate, *International Journal of Advertising*, 14, 2
- Vlastakis, N., G. Dotsis ve R.N. Markellos (2009). How Efficient is the European Football Betting Market? Evidence from Arbitrage and Trading Strategies, *Journal of Forecasting*, 28, 426-44

Diğer Yayınlar

- Acar, D. (2011). XV. Türkiye İç Denetim Kongresi Futbolda Kurumsal Yönetim ve Denetim Paneli 17 Ekim, İstanbul
- Akşar, T.(2012). Finansal Fair Play: Kulüplerimizi Bekleyen Büyük Tehlike, www.futbolekonomi.com
- Akşar, T. (2013). Finansal Fair Play sekteye uğrayacak mı? <http://www.dunya.com/>
- Atkearny (2011), *Winning Strategies for Football In Europa and Around the Globe*,

- Aykaç İğdelipınar, Ö. (2011). Futbolda Kurumsal Yönetim ve Denetim Üzerine Görüş ve Öneriler, *Türkiye İç Denetim Enstitüsü*
- Beşiktaş Futbol Kulübü Resmi İnternet Sitesi, 2008-2009; 2009-2010; 2010-2011; 2011-2012 Hesap Dönemlerine Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu (www.bjk.com.tr)
- Beşiktaş Futbol A.Ş. Halka Arz İzahnamesi, (2002)
- Boon G. Ve D. Jones (2005). Deloitte&Touche Annual Review of Football Finance
- Court Of Arbitration For Sport (CAS), (2012), The Appeal Of Besiktas Jk Dismissed By The Court Of Arbitration For Sport (Cas), Tribunal Arbitral du Sport
- Duque, J. ve N.A.A. Ferreira (2005). Explaining Share Price Performance of Football Clubs Listed on The Euronext Lisbon, Instituto Superior de Economia e Gestao
- Dolles, H. ve S. Soderman (2005). Globalization of Sports - The Case of Professional Football and its International Management Challenges, German Institute for Japanese Studies,
- Fenerbahçe Futbol Kulübü Resmi İnternet Sitesi, 2008-2009; 2009-2010; 2010-2011; 2011-2012 Hesap Dönemlerine Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu (www.fenerbahce.org.tr)
- Galatasaray Futbol Kulübü Resmi İnternet Sitesi, 2008-2009; 2009-2010; 2010-2011; 2011-2012 Hesap Dönemlerine Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu (www.galatasaray.org)
- Gümüş, F. B. Ve F. Zeren (2012). Türk Ve Yabancı Futbol Takımlarının Borsa Performansları Üzerine Bir Uygulama, 1. Uluslararası Muhasebe ve Finans Sempozyumu, 31 Mayıs – 2 Haziran, Gaziantep
- Jones, D. (2009). Deloitte Football Money League, Captains of Industry
- Jones, D. (2010). Deloitte Football Money League, Captains of Industry

Jones, D. (2011). Deloitte Football Money League, Captains of Industry

Jones, D. (2012). Deloitte Football Money League, Captains of Industry

Kırlı, M. Ve H. Gümüş (2011), Hisse Senetleri Borsada İşlem Gören Spor Kulüplerinin Borsa Performanslarının Muhasebe Verileri Yardımı İle Değerlendirilmesi: Fenerbahçe Sportif Hizmetler ve Ticaret AŞ'de Bir Uygulama, *1. Uluslararası Spor Ekonomisi ve Yönetimi Kongresi*, 12-15 Ekim, İzmir

Özdemir, S. (2011), Globalization and Industrial Football Management, *The 2011 New Orleans International Academic Conference*, Louisiana, USA

Tff, (2009), Futbol Kulüpleri Tescil Talimatı

Thorton, G. (2012). Focus on Football Finance, March, England

Trabzonspor Resmi İnternet Sitesi, www.trabzonspor.org.tr

Vöpel, H. (2011). Do We Really Need Financial Fair Play In European Club Football? an Economic Analysis, *CESifo Dice Report*

Yardley, S. ve M. Savva (2013). Sports Briefing, Financial Fair Play, Watson, Farley and Williams

İnternet Kaynakları

<http://www.bbc.co.uk> (17.11.2013)

<http://www.bloomberght.com> (02.07.2013)

<http://www.dailymail.co.uk> (08.08.2013)

<http://www.fesam.org> (11.04.2013)

<http://www.foreks.com/hisse/pages> (12.10.2013)

<http://www.footballderbies.com> (25.02.2013)

<http://www.footballmanager.com> (25.02.2013)

<http://www.ligtv.com.tr> (20.03.2013)

<http://www.mackolik.com> (01.01.2013)

<http://www.markets.ft.com/research/Markets/Tearsheets> (13.11.2013)

<http://www.ntvspor.net> (13.08.2013)

<http://www.spor.milliyet.com.tr> (12.12.2013)

<http://www.guardian.co.uk> (17.01.2013)

<http://www.sabah.com.tr> (12.12.2013)

<http://www.sportoto.gov.tr> (26.09.2013)

<http://www.UEFA.com> (22.08.2013)

<http://www.ukfinance.yahoo.com> (17.01.2013)

<http://www.tr4der.com/quotes> (19.04.2013)

ÖZGEÇMİŞ

1985 yılında Yalova'da doğan Feyyaz Zeren; ilk, orta ve lise eğitimini bu ilde tamamladıktan sonra 2004 yılında Gaziosmanpaşa Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü'nü kazandı. 2006 yılında Sakarya Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü'ne yatay geçiş yaptı ve 2008 yılında buradan mezun oldu. 2010 yılında aynı üniversitenin Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı'ndan yüksek lisans derecesi aldı ve yine aynı yıl Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı'nda doktora programına başladı. Ağustos 2010'da Namık Kemal Üniversitesi'ne ÖYP araştırma görevlisi olarak atandı. 2010-2011 eğitim öğretim döneminde ÖYP Dil Eğitimi için İstanbul Teknik Üniversitesi Yabancı Diller Yüksekokulu'nda bulundu. Halen 35. madde görevlendirmesi ile Sakarya Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme Bölümü Muhasebe ve Finansman Anabilimdalı'nda ÖYP araştırma görevlisi olarak çalışmaktadır.