

SPOR KULÜPLERİNİN HALKA AÇILMASI VE HİSSE SENETLERİNİN DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ: BEŞİKTAŞ VE GALATASARAY ÖRNEĞİ

Şerafettin SEVİM*
Ömer Zafer GÜVEN**

ÖZET

Spor kulüplerinin halka açılması Türkiye’de yeni bir konudur. Avrupa’ da ise 1997 yılından beri örnekleri bulunmaktadır. Avrupa’daki uygulamalara bakıldığında halka açılan bazı spor kulüplerinin bazılarının çok başarılı olduğu, bazılarının ise halka açılmadan bekledikleri faydayı sağlayamadıkları görülmektedir. Spor kulüplerinin halka açılmasının, bu kulüplere öz kaynak sağlaması bakımından anlamı ve önemi söz konusu iken, pay sahipleri bakımından da hisse senetlerinin değerinin ne olacağı önemli bir sorudur. Türkiye’de Beşiktaş ve Galatasaray Spor kulüplerinin kurmuş oldukları şirketlerin hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başlaması, yatırımcılar bakımından yeni bir sektör olması nedeniyle önem arz etmektedir. Aynı zamanda bu kulüplerin halka açılmalarının sonuçları, Türkiye’deki diğer spor kulüplerine halka açılma konusunda karar vermelerinde örnek teşkil edeceğinden dolayı önem taşımaktadır. Bu çalışmada 20 Şubat 2002 tarihinde borsada işlem görmeye başlayan kulüp şirketlerinin hisse senetlerinin, günümüze kadar geçen süre içerisindeki performansları ele alınmakta, hisse senetlerinin değerine etki faktörleri belirlenmeye çalışılarak yatırımcılar açısından önemi üzerinde durulmaktadır.

ABSTRACT

The concept of going public of the sports club in Turkey is fairly new. However, in Europe since 1997, we can see lots of examples to this issue. When it is further observed, the applications of the clubs which went public, it can be seen that they’ve been successful but on the other hand, the ones that did not go public, could not accomplish the benefits that they have been expected. While the understanding and importance of going public of sports clubs is present from the view of providing equity for the clubs, for the shareholders it is another important issue of what will be the value of the stocks. In Turkey, as the stocks of Beşiktaş and Galatasaray sports clubs is being listed in the stock exchange, it is imported for them. In addition, the results of going public of these clubs, will be an important example for the other clubs to decide whether go public or not. In this study, the performance of the stocks of club firms is examined from the date of 20 February 2002 the date of being listed in İSE (İstanbul Stock Exchange) to the present day and the factors that affect the value of the stocks is being determined from the view of the importance for the investors.

* Prof. Dr. Dumlupınar Üniversitesi, İ.İ.B.F. Öğretim Üyesi

** Öğr. Gör. Dumlupınar Üniversitesi, Domaniç M.Y.O.

GİRİŞ

Türkiye'deki iki büyük spor kulübü, Galatasaray ve Beşiktaş, kurmuş oldukları şirketlerin hisselerini halka arz etmek suretiyle İMKB' de işlem görmeye başlamışlardır.

Her iki kulüpte piyasa koşullarına ve vergisel açıdan büyük sorunları olduğunu iddia eden gazete haberlerine rağmen, şanslarını Borsa'da denemeye karar vermişlerdir.¹

Türkiye'deki spor kulüplerinin halka açılması üç noktadan önem arz etmektedir. Bu noktaları; spor kulüplerinin halka açılma vasıtasıyla borsadan öz kaynak sağlaması, yatırımcının ilk kez farklı bir sektörde yatırım yapması ve bu halka açılmaların diğer spor kulüplerine bir örnek teşkil eder nitelikte olması olarak sıralamak mümkündür.

Bu çalışmanın amacı, Galatasaray ve Beşiktaş spor kulüplerinin halka arz tarihinden bugüne kadar geçen süre içerisinde hisse senetlerinin değerlerini analiz etmektir. Bunun sonucunda da, borsada ilk kez ve farklı bir olma özelliği gösteren spor kulüplerinin şirketlerinin değerlerine etki eden faktörlere dikkat çekmektir.

Böylelikle hisse senetlerinin değerlerine etki eden faktörleri belirlemek suretiyle yatırımcıya yardımcı olmak amaçlanmaktadır. Halka açılmadan bu zamana kadar geçen süre böyle bir değerlendirme için yeterli olmamakla birlikte bazı ip uçları vereceği açıktır. Daha önce borsada böyle bir halka arz örneği bulunmadığından dolayı piyasa değeri benzer şirketlerle bir bağlantı kurulmuş ve bu şirketlerinde hisse senetlerinin değerlerini etkileyen makro ekonomik faktörler ele alınmıştır. Diğer yandan spor kulüplerinin, özellikle ana branş olan futbol şubelerinin performansları ile hisse senetlerinin değeri arasındaki ilişkilerde sektöre özgü teknik faktörler olarak incelenmiştir.

Araştırma dört bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde Avrupa'daki spor kulüplerinin halka arz örnekleri incelenmiş, ikinci bölümde Galatasaray ve Beşiktaş spor kulüplerinin halka arz yöntemleri ele alınmış, üçüncü bölümde halka arz edilen şirketlerin gelir-gider ve piyasa değerleri üzerinde durulmuş, son bölümde ise şirketlerin borsadaki performansı ve bu performansa etki eden faktörler ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Konunun oldukça yeni bir konu olması nedeniyle, konu ile ilgili ile ilgili literatür araştırmasında yeterli kaynağa ulaşmak

¹ Kathryn Tully, 'Turkish IPO Draws', Euromoney, Mar.2002, Issue 395, p.9.

mümkün olmamıştır. Yayımlanmış tek kitap ise, dernek statüsünde olan kulüplerin dernek amacını aşan faaliyetler hakkında yazılmıştır.²

1. FUTBOL KULÜPLERİNİN HALKA ARZ ÖRNEKLERİ

Şu anda dünyada 37 adet halka açık futbol kulübü bulunmaktadır. Bunların piyasa değeri toplamı 2,3 Milyar Dolar'dır. Futbol şirketlerinin hisseleri, takımın performansının yanı sıra televizyon naklen yayın hakları, internet ve abonelik gelirleri, forma ve saha reklamları, Avrupa kupası gelirleri ve hediyelik eşya gelirleriyle ölçülmektedir.

Dünyanın bir çok kulübü halka açılma yöntemiyle milyonlarca dolarlık bir gelir sahibi olmuşlardır. Örneğin; 1990' lı yıllara damgasını vuran Manchester United bu başarısını halka arz ile birleştirerek dünyanın en zengin kulübü haline gelmiştir. Halka açıldığında piyasa değeri yaklaşık 65 Milyon Dolar olan kulübün değeri, 4 Ocak 2002 itibarıyla 520 Milyon Dolara ulaşmıştır. Manchester United' ın 1991 yılında 17 Milyon dolar olan gelirleri ise şu anda 172 Milyon Dolar seviyesindedir. İngiltere' de Manchester' ı örnek alan kulüpler ise Arsenal, Tottenham Hotspur, Aston Villa, Leeds United ve Chelsea' dir.³ Bununla birlikte İngiltere'deki bu futbol kulüplerinin özellikle geçen yıl Borsa'da sergiledikleri performansın olumlu olduğunu söylemek mümkün değildir. 2001 yılı itibarıyla futbol kulüplerinin bir yıllık dönemde hisse senetleri fiyatları incelendiğinde Charlton Athletic'in hisse senetlerinin yarı yarıya değer kaybettiği, bunu % 44' lük düşüğe Aston Villa, % 35' lik düşüşle Manchester United, % 34' le Chelsea ve Leicester City' nin izlediği görülmektedir. Sonra % 30' luk düşüşle Newcastle United ve % 20 ile Leeds United gelmektedir. Tottenham Hotspur ise 2001 yılbaşından bu yana % 11,5' lik, Sunderland % 8'lik ve Southampton ise % 4' lük bir düşüş yaşamışlardır.⁴

Ancak halka arzlar, futbol kulüplerine her zaman yarar sağlamamaktadır. Juventus, buna en güzel örneği teşkil edenlerden birisi durumundadır. Juventus kulübü halka arzdan tam 167 Milyon

² Ayrıntılar için Bkz: Fatih Kemal Ebişlioğlu ve Diğerleri, ' Türkiye' de Futbol Kulüplerinin Şirketleşmesi, Halka Açılması, Finansmanı ve Vvergileme, Dünya Yayıncılık Başvuru Kitapları Dizisi, İstanbul, 1998.

³ www. kibrısgazetesi. com/ ekonomi/ 14.02.2002

⁴ Rob Griffin, 'Football Shares Shown Red Card; Success on the Pitch and a TV Cash Bonanza is Not Enough to Stop The Value of Even The Top Sides Falling', Sunday Business, 25 November 2001, London

dolar gelir elde etmiş olmakla birlikte, kulübün halka arz sırasında 442 Milyon Dolar olan piyasa değeri, sahalardaki başarısızlıklara paralel olarak 369 Milyon Dolara kadar gerilemiştir. İtalya’ da Roma ve Lazio kulüpleri, halka açıldıkları ilk yıl büyük harcamalarla kurdukları takımlar ile şampiyon olmuşlardır.

Almanya’ nın önde gelen futbol takımlarından birisi olan Borussia Dortmund’ da kulüp, aldığı başarısız sonuçlar neticesinde değerinin yarısını kaybetti. Şu anda piyasa değeri 66 Milyon Dolar olarak belirlenmiştir.

2- BEŞİKTAŞ ve GALATASARAY SPOR KULÜPLERİNİN HALKA ARZ YÖNTEMLERİ

Beşiktaş ve Galatasaray kulüpleri halka arzda farklı yöntemlere başvurmuşlardır. Her iki kulüpte halka arzı gerçekleştirmek amacıyla kendilerine bağlı birer şirket kurmuşlardır.

2.1 Beşiktaş Spor Kulübünün Halka Arz Yöntemi

Beşiktaş Spor Kulübü, halka arz edilmek üzere, Beşiktaş Jimnastik Kulübü (BJK) Spor Malzemeleri Spor Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş’ yi kurmuştur. Şirket, 1995 yılında merchandising faaliyetlerinin ayrı bir koldan yürütülmesi amacıyla % 100 BJK iştiraki olarak kurulmuştur. 2000 yılı sonunda halka arz çalışmalarının dahilinde şirketin ismi Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş olarak değiştirilmiştir. Şirket, Beşiktaş kulübü ile arasında 2001 yılında imzalanan lisans sözleşmesi ile Beşiktaş markaları ve haklarının tek başına sahibi olmuştur. BJK’ nin bünyesinde bulunan futbol şubesinin blok olarak bütün gelir ve giderlerine sahip durumdadır. Bunun karşılığında şirket, BJK’ ya her yıl için 1 Milyon Dolar’ dan az ve 2 Milyon Dolar’ dan fazla olmamak kaydıyla net gelirinin % 5’ ini lisans hakkı bedeli olarak ödeyecektir.⁵

BJK Derneği’ nin % 99.9 oranında hisseye sahip olduğu Beşiktaş Futbol Yatırımları A.Ş’ nin % 15’ i halka arz edilmiş, halka arzda ise sermaye artırımı yöntemine başvurulmuştur. Şirketin 1 Trilyon 850 Milyar TL olan sermayesi, 326,5 milyar TL arttırılarak, 2 Trilyon 176 Milyar 500 Milyon TL’ ye çıkarılmıştır. Arttırılan sermaye, sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle bakiyeyi yüklenim tarzında halka arz edilmiş ve hisse senedi fiyatı 57.500 TL olarak belirlenmiştir. Halka arz neticesinde kulübün kasasına 14 Milyon

⁵ Şeker Yatırım, Aylık Ekonomi Dergisi, Mart 2002, s. 19.

Dolar nakit girmiştir. Şirketin hisse senetlerinin % 35' i, yurt içi küçük bireysel yatırımcılara, % 25'i alım gücü yüksek bireysel yatırımcılara, % 20' si yabancı kurumsal yatırımcılara, % 10' u yurt içi kurumsal yatırımcılara ve % 10' u da Beşiktaş Kulübü Derneği kongre üyelerine tahsis edilmiştir. Şirketin halka arz öncesi ve sonrasındaki pay oranları şu şekildedir:

Ortaklar	Halka arz öncesi pay tutarı	Pay oranı (%)	Halka arz sonrası pay tutarı	Pay oranı (%)
Beşiktaş jimnastik kulübü	1.849.999.994.000	99.9	1.849.999.994.000	84,9986
Ahmet Hamoğlu	1.000	0.0001	1.000	0.0001
Ali Metin Erdem	1.000	0.0001	1.000	0.0001
Yıldırım Demirören	1.000	0.0001	1.000	0.0001
Hayri Cem	1.000	0.0001	1.000	0.0001
Hasan Gocay	1.000	0.0001	1.000	0.0001
İbrahim Altınsay	1.000	0.0001	1.000	0.0001
Halka Açık Kısım	0	0	326.500.000.000	15.0011
TOPLAM	1.850.000.000.000	100	2.176.500.000.000	100

KAYNAK: Şeker Yatırım, Aylık Ekonomi Dergisi, Mart 2002, s. 20

2.2 Galatasaray Spor Kulübünün Halka Arz Yöntemi

Galatasaray Spor Kulübü, Galatasaray markasının gerek yurt içinde gerekse yurt dışında popülaritesinden faydalanarak ticari faaliyetlerden gelir elde edip, güçlü bir mali yapıya kavuşturulması amacı ile 1997 yılında Galatasaray Sportif Sınai ve Yatırımlar A.Ş' yi kurmuştur. 2 Trilyon 35 Milyar TL ödenmiş sermayesi bulunan şirketin hisselerinin % 79' u Galatasaray Spor Kulübünün, % 21' i American International Group' un (AIG) elinde bulunmaktadır. Halka arzda, sabit fiyatla talep toplama yöntemi kullanılmış, % 16'lık payın satılması neticesinde kulüp kasasına yaklaşık 21 Milyon Dolar girmiştir. Galatasaray Sportif A.Ş' de satılacak 325.600 lot hissenin % 65'i yurt dışındaki, % 3,5'i yurt içi kurumsal, % 12,6'sı yurt içi bireysel, % 15,4'ü alım gücü yüksek yurt içi bireysel yatırımcılara, % 3,5'i de Galatasaray Spor Kulübüne tahsis edilmiştir. Hisse senedi

fiyatı ise 87.000 TL olarak tespit edilmiştir. Galatasaray Sportif A.Ş' nin halka arz öncesi ve sonrasındaki pay oranları ise şu şekildedir.

Ortaklar	Halka Arz Öncesi Pay Tutarı(%)	Halka Arz Sonrası Pay Tutarı(%)
Galatasaray Kulübü Derneği	78,91	62,91
AIG Blue Voyage Fund	12,63	12,63
AIG Sports&Entertainment Fund	8,42	8,42
Halka Açık Kısım	0	16
Toplam	100	100

KAYNAK: Şeker Yatırım, Aylık Ekonomi Dergisi, Mart 2002, s.21

3. HALKA ARZ EDİLEN ŞİRKETLERİN GELİR-GİDERLERİ ve PİYASA DEĞERLERİ

3.1. Beşiktaş Futbol Yatırımları A.Ş

Halka arz sonrasında Beşiktaş Futbol Yatırımları San. Ve Ticaret A.Ş' ne devredilen BJK Profesyonel Futbol Şubesi'nin başlıca gelir kalemleri arasında, maç gelirleri (kombine bilet gelirleri, lig maçları, Türkiye Kupası, özel maçlar, Şampiyonlar Ligi ve UEFA maç gelirleri), Şampiyonlar Ligi katılım gelirleri, yayın gelirleri, reklam gelirleri, sponsorluk gelirleri, merchandising gelirleri ve transfer gelirleri bulunmaktadır. BJK Futbol Yatırımları' nın gelirlerinin önemli bir bölümü, futbol takımının saha içi performansından bağımsız durumdadır. Nitekim, toplam gelirlerin 2/3' ünü oluşturan TV yayın gelirleri ve reklam gelirleri maç sonuçlarına bağılı olmayan gelirlerdir. En önemli gelir kalemini ise, televizyon yayın gelirleri oluşturmaktadır. Türkiye Futbol Federasyonunun düzenlediği süper lig maçlarının yayın hakları havuzundan en büyük payı BJK, Galatasaray ve Fenerbahçe almaktadır. Atlas yayıncılık- Digitürk platformu tarafından 3,5 yıl için KDV hariç 465 Milyon Dolar karşılığında alınan yayın hakları, üç büyük kulübünde en önemli gelir kalemini teşkil etmektedir. Her yıl üç büyük kulübe eşit oranda verilen pay, bu kulüplerin önceki sezonlarda gösterdikleri performanstan bağımsız olarak belirlenmektedir. Digitürk ile yapılan anlaşma doğrultusunda 2001-2002 sezonunda BJK Futbol Şubesi'nin kasasına 12,7 Milyon Dolar

para girişi olacaktır. Bu rakamın 2002-2003 sezonunda 21 Milyon Dolar' a, 2004-2005 sezonunda 25 Milyon Dolar' a yükselmesi beklenmektedir.

TV gelirlerinin yanı sıra transfer gelirleri ve reklam gelirleri de şirkete önemli miktarda nakit girişi sağlayan kalemlerdir. şirketin, 2001-2001 sezonunda 5 Milyon Dolar reklam geliri ve 8 milyon dolar civarında da futbolcu transferinden kaynaklanan transfer geliri elde etmesi beklenmektedir.

Diğer gelir unsurları da hesaba katıldığında BJK futbol şubesinin 2001-2002 sezonunda toplam gelirlerinin 30 Milyon Dolar civarında gerçekleşmesi beklenmektedir.

Buna karşılık BJK Futbol şubesinin gider kalemleri arasında transfer giderleri, seyahat giderleri, personel ücretleri, stat giderleri, kamp ve tesis, sporcu ve antrenör giderleri, logo hakkı giderleri, federasyon ve bölge giderleri bulunmaktadır. Bunların içerisinde transfer giderleri başlıca gider kalemini oluşturmaktadır. Futbolcu ve antrenörlerle yapılan sözleşmeler gereği, şirketin kasasından 2001-2002 sezonunda 8 milyon dolar civarında bir çıkış yaşanacaktır. Diğer yandan FİFA'nın 7 Temmuz 2001 tarihinde Arjantin' de almış olduğu bir kararla bonservis süresi biten futbolcuların istedikleri kulüpte oynamasına izin verilmesi, şirketin transfer maliyetlerini azaltan bir etki yaratacaktır. Bununla birlikte BJK' nin kiraladığı İnönü Stadı'nın giderlerinin 1 Milyon Dolar ve sporcuların sosyal giderlerinin ise 1,4 Milyon Dolar olması beklenmektedir. Diğer gider kalemleri ile birlikte 2001-2002 sezonunda BJK Futbol şubesi'nin giderlerinin 13 Milyon Dolar düzeyinde gerçekleşmesi ön görülmektedir. şirketin 31.12.2001 tarihli özet bilançosu ek'te verilmiştir. (Bkz. Ek:1)

Halka arz sonucu şirketin toplam piyasa değerı yaklaşık 90 Milyon Dolar olmuştur. Borsada daha önce böyle bir arzın olmaması, bunun sonucunda da bu şirketi kıyaslayacak bir firmanın bulunmaması nedeniyle, şirketin piyasa değerinin ve hisse senetlerinin değerinin tespitinde şirketin nakit akımları ve benzer şirketlerin fiyat/kazanç (F/K) oranlarına bakılarak bir analizin yapılması mümkün olmaktadır.

Tahmin edilen gelirler, giderler ve amortismanlar kullanılarak indirgenmiş net nakit akımları ve benzer şirketlerin Fiyat/Kazanç oranlarının kıyaslamasına göre, Beşiktaş Sportif A.ř' nin piyasa değerinin yaklaşık 85 Milyon Dolar civarında olması gerekmektedir. Bu da 1.349.000. TL' lik Dolar kuru ile 58.500. TL' ye karşılık gelmektedir. Bir Beşiktaş hisse senedi ise 57.500. TL' den halka arz edilmiştir. Bu durumda şirketin fazla iskontolu fiyatlardan halka arz

edilmediği, ama olması gereken değerlere yakın rakamlardan halka arz edildiği sonucu ortaya çıkmaktadır.⁶

3.2. Galatasaray Sportif A.Ş' nin Gelir-Giderleri ve Piyasa Değeri

Galatasaray Sportif A.Ş., transfer gelir ve giderleri gibi kalemleri şirket bünyesine almadığından dolayı, Beşiktaş ve diğer uluslararası kulüplerin şirketlerinden ayrılmaktadır. Bu özelliği nedeni ile Galatasaray Sportif A.Ş' nin televizyon, reklam ve pazarlama faaliyetleriyle, bir spor firmasından ziyade, pazarlama ve reklam şirketi görünümünde olduğunu söylemek mümkündür.

Galatasaray markasını en iyi şekilde pazarlamak için portföyünde Borussia Dortmund, Lazio, Roma, PSG ve Juventus gibi büyük kulüplerin bulunduğu UFA Sports ile anlaşılan şirket, spor faaliyetleriyle iştiğal ettiği için Kurumlar vergisinden de muaf tutulmaktadır.⁷

Galatasaray Sportif A.Ş' nin gelir kalemleri arasında televizyon yayın gelirleri, sponsorluk gelirleri, reklam gelirleri ve Galatasaray Kulübü' nün marka ve isim haklarından elde edilen gelirler bulunmaktadır.

Gelirlerinin çoğu kontrata bağlı olan Galatasaray Sportif A.Ş' nin en önemli gelir kalemini TV yayın gelirleri oluşturmaktadır. Türkiye Futbol Federasyonunun düzenlediği Süper Lig maçlarının yayın hakları, havuz sistemi dahilinde yapılmaktadır. Sezon başında Digitürk ile yapılan anlaşma doğrultusunda 2001-2002 sezonunda Galatasaray' ın kasasına 12 Milyon Dolar tutarında para girişı olacaktır. Galatasaray Futbol Takımı' nın uluslararası alanda gösterdiği yüksek performans ve Avrupa Şampiyonluğu kazanması, UEFA ve Şampiyonlar Ligi yayın gelirlerinde de büyük artış sağlanmasına neden olmuştur. 31 Mayıs 2001 tarihinde biten mali yıl sonunda şirket, 28 Milyon Dolar gelir sağlarken, bunun 24 Milyon Doları medya haklarından ileri gelmektedir.

Diğer yandan sponsorluk gelirleri ve forma hakları, şirkete önemli kazançlar sağlayan diğer önemli faaliyetler olarak ortaya çıkmaktadır. Sponsorluk gelirleri; forma sponsorluğu gelirleri ve spor malzemeleri sponsorluğu gelirlerinden oluşmaktadır. Söz konusu dönemde 8 Milyon Dolar tutarında sponsorluk ve forma hakkı geliri sağlanmıştır. Reklam gelirleri, Galatasaray' ın sahip olduğu gayri menkuller üzerinde bulunan billboard ve panolardan elde edilen gelirlerden oluşmaktadır. Bunlar; Ali Sami Yen Stadı reklam gelirleri,

⁶ Ekonomist Dergisi, 17 Şubat 2002, s.12.

⁷ Necati Kola, 'Yeşil Borsa', Aksiyon Dergisi, 23 Şubat 2002, Sayı: 377

Metin Oktay tesisleri reklam gelirleri ve Galatasaray Adası' nın reklam gelirleridir. 31 Mayıs 2001 tarihi itibarıyla reklam gelirleri, bir önceki yılın aynı dönemine göre dolar bazında % 35 artarak; 1,9 Milyon Dolar seviyesine yükselmiştir.

Futbol takımının büyük gider kalemleri şirketin içinde olmadığı için, şirketin yatırım harcaması gerektiren herhangi bir faaliyet veya ilave bir işletme sermayesi ihtiyacı bulunmamaktadır. Şirketin giderlerinin önemli bir kısmını, operasyonel faaliyetlerden kaynaklanan personel giderleri, kira giderleri ve diğer işletme giderleri oluşturmaktadır. Şirketin toplam giderlerinin 2 Milyon Dolar olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Şirketin 30.11.2001 tarihli özet bilançosu ek'te verilmiştir. (Bkz. Ek:2)

Nakit akımları benzer şirketlerin Fiyat/Kazanç (F/K) oranları kıyaslanarak yapılan analizlerde bulunan fiyat, Galatasaray Sportif A.Ş' nin piyasa değerinin yaklaşık 130 Milyon Dolar, hisse senedi fiyatlarının ise 75.000. TL seviyelerinde olması gerektiğini ortaya koymaktadır. Galatasaray Sportif A.Ş, 87.000. TL' lik fiyat ile halka arz edilmiştir. Bu nedenle hisse senedi fiyatının pahalı olduğu söylenebilir.

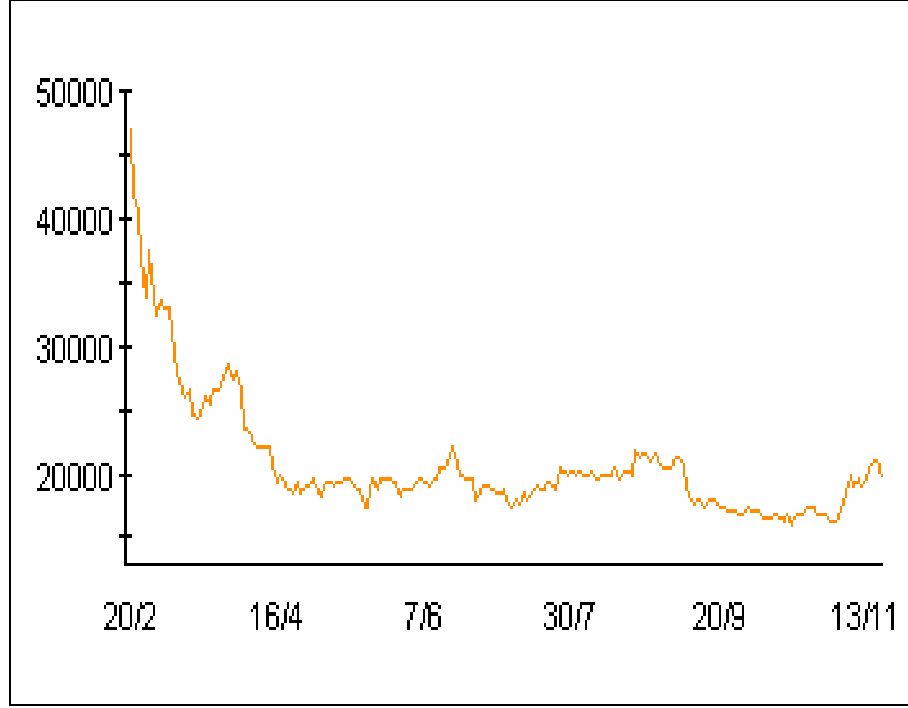
Halka arz neticesinde şirketin kasasına giren 21 Milyon Dolar' ın, 14 Milyon Dolar' lık kısmının Galatasaray' ın banka borçlarının finansmanında kullanılması ön görülmektedir. Halka arzdan gelecek paranın yeni bir yatırımda kullanılarak katma değer yaratması gerektiğinden, Galatasaray Sportif A.Ş' nin halka arzından sağlanan kaynakların borçların finansmanında kullanılması dezavantaj olarak görülmektedir. Bununla beraber şirket bünyesinde transfer ve stat gelir-giderleri gibi risk düzeyi yüksek unsurların bulunmaması ve yüksek temettü verme potansiyeli şirketi avantajlı kılmaktadır. Bunun yanında yüksek gelir ve karlılık, şirket açısından pozitif gelişmeler olarak görülmektedir. Bu durumda yapılan hesaplamalara göre, şirketin yüksek temettü sağlama potansiyeli sayesinde hisse senetlerine yatırım yapanların paralarını 5 yılda amorti etmeleri beklenmektedir.

4. ŞİRKETLERİN HİSSE SENETLERİNİN PERFORMANSLARI

4.1. Beşiktaş Futbol Yatırımları A.Ş' nin Borsadaki Performansı ve Performansına Etki Eden Faktörler

Beşiktaş Futbol Yatırımları A.Ş., ilk halka arz edildiği tarih olan 20 Şubat 2002' den bu yana İMKB' de olumlu bir performans gösterememiş, hisse senetleri yaklaşık % 65 oranında değer

kaybederek 57.500. TL' den 19.750. TL seviyelerine inmiştir. Beşiktaş Futbol Yatırımları A.Ş' nin hisse senetlerinin performansını gösteren grafik Şekil 1' de görülmektedir.



Aynı dönemde Borsa Bileşik Endeksi ise 11.092' den 13.387' e yükselmiş ve % 20' lik bir artış kaydetmiştir. Piyasa değeri, Beşiktaş Futbol Yatırımları A.Ş' ye yakın olan Park Elektrik hisse senetleri ise 20 Şubat 2002 tarihinde 13.250 TL iken aynı dönem içinde 11.750 tl'ye düşmüş ve % 11' luk bir azalış göstermiştir.

Beşiktaş Futbol Yatırımları A.Ş' nin performansını etkileyen muhtemel faktörleri şu şekilde sıralamak mümkündür:

- Her ne kadar şirket, yapılan hesaplama ve değerlendirmelere göre olması gereken fiyattan halka arz edilmişse de, borsadaki genel fiyatlarla karşılaştırıldığında fiyatının oldukça yüksek olduğu söylenebilir.

- Beşiktaş Futbol Yatırımları A.Ş., şirket bünyesine futbol takımının gelir ve giderlerini kattığından dolayı, hisse senedinin performansı futbol takımının performansından olumsuz yönde etkilenmiştir.

- Daha önce hiçbir futbol kulübünün halka arz olmaması ve İMKB' de işlem görmemesi nedeniyle, yatırımcılar bu tür bir şirketin

sunduğu hisse senetlerine daha tedbirli yaklaşmak eğilimi içindedirler. Hisse senetlerinin istikrara kavuşabilmesi için borsada geçerli bir kurum kültürü oluşturmaları ve yatırımcıların bu kültüre alışmaları gerekmektedir. Böyle bir kurum kültürünün oluşturulabilmesi için ise zamana ihtiyaç bulunmaktadır.

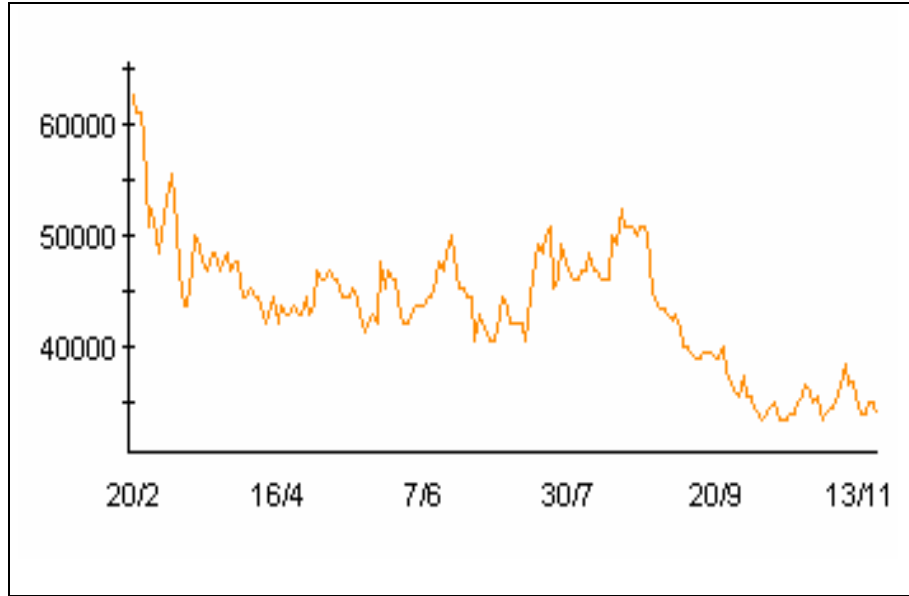
- Kulüp yönetiminin, şirketin halka arzı neticesinde Beşiktaş taraftarlarının yatırımdan ziyade kulübe maddi destek sağlamak amacıyla hisse senetlerini satın alacağı yönünde bir beklenti içinde olduğunu söylemek mümkündür. Bu durum yöneticilerin yaptıkları beyanlardan anlaşılmaktadır. Ancak kulübün taraftarlarının böyle bir davranış içinde bulunmadıkları, destekten ziyade yatırım amacıyla hisse senetlerinin talep edildiği anlaşılmaktadır.

- Bir diğer önemli etkende, şirketin halka arzı için uygun bir zamanlamanın yapılmadığıdır. Borsanın özellikle Irak tedirginliği yüzünden yatay bir seyir izlediği, işlem hacminin düşük olduğu ve piyasanın sıkışık olduğu bir ortamda yatırımcı, daha önceden benzeri bulunmayan nitelikteki bir şirkete yatırım yapmaktan ziyade, genel performansını bildiği ve sürekli izlediği şirketlere yatırımlarını yönlendirmeyi tercih etmektedir.

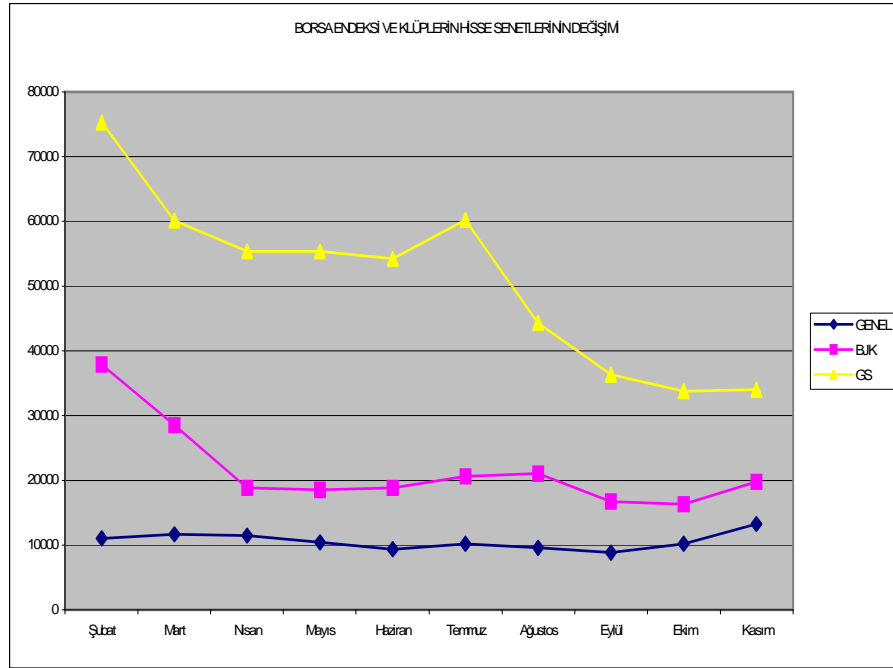
- Beşiktaş'ın uluslararası alanda hatırlanabilecek önemli bir başarısı olmaması, yani uluslararası marka olamaması nedeniyle, hisse senetlerini talep eden yabancı yatırımcıların oranı da oldukça düşük kalmaktadır. Beşiktaş hisse senetlerinin % 80' i yerli yatırımcılara tarafından satın alınmıştır. Dolayısıyla hisse senetlerini elinde tutan yerli yatırımcıların kısa vadeli beklentilerinin hemen karşılanma imkanının olmaması, hisse senetlerinin performansını da olumsuz yönde etkilemektedir.

4.2. Galatasaray Sportif A.Ş.'nin Borsadaki Performansı ve Performansına Etki Eden Faktörler

Galatasaray Sportif A.Ş.'nin ilk halka arz edildiği tarihten bugüne kadar hisse senedi fiyatları 87.000.TL.' den, 34.000. TL.' ye inmiştir. Hisse senetleri söz konusu dönemde yaklaşık % 63 oranında değer kaybetmiştir. Galatasaray Sportif A.Ş.'nin hisse senetlerinin performansını gösteren grafik Şekil 2' de görülmektedir.



Piyasa değeri kıyaslamasına göre Galatasaray Sportif A.Ş. ile yaklaşık aynı piyasa değerine (130 Milyon Dolar) sahip olduğu borsa uzmanları tarafından ifade edilen Dışbank (137 Milyon Dolar) hisse senetleri 950 TL'den 1.075 TL'ye yükselmiş ve %11 oranında değer kazanmıştır. Beko Elektronik (127 Milyon Dolar) hisse senetleri ise aynı dönemde 7.300 TL'den 6.900 TL'ye düşerek ortalama % 5 oranında değer kaybetmiştir. Aynı dönemde Borsa Bileşik Endeksi ise 11.092' den, 13.387' ye yükselmiş ve % 20' lik bir artış kaydetmiştir. Borsa Bileşik Endeksi ile klüplerin hisse senetlerindeki değişimi gösteren grafik aşağıda verilmiştir.



Galatasaray'ın 20 milyona yakın taraftarı bulunduğu tahmin edilmekte ve bunun 11.000 kadarının kulüp üyesi oldukları sanılmaktadır. Bununla beraber halka arz döneminde 3.500 civarında bir yatırımcı, kulüp hisse senetlerini talep etmiştir. Şirketin, geçen yıl 31 Mayıs 2002'de biten döneminde 32.5 trilyon kar elde ettiği ve yatırımcılarına Ağustos ayı sonunda hisse başına 13.675 TL. kar payı dağıttığı bildirilmiştir. Bu miktar, getiri açısından oldukça yüksek bir getiri olmakta ve hisse başına yatırımcısına bu kadar yüksek temettü ödeyen başka bir şirket bulunmamaktadır. Şirket gelirlerinin çok büyük kısmı, orta ve uzun vadeli döviz cinsinden kontratlara dayanmaktadır. Şirketin bu yıl 26 milyon dolar net kar hedeflediği ve bugün itibarıyla bu gelirlerin % 80' ini eldeki kontratlarla garantilemiş olduğu şirket yetkilileri tarafından belirtilmektedir.⁸ Ayrıca piyasa değeri- fiyat kazanç oranına bakıldığında şirketin çok yüksek nakit akım kapasitesine sahip olduğu görülmektedir. Bununla beraber şirketin hisse senetlerinin % 63 değer kaybetmesi borsada olumsuz bir performans gösterdiğini ortaya koymaktadır. Şirketin performansını etkileyen muhtemel faktörleri şu şekilde sıralamak mümkündür:

- Yapılan hesaplamalara göre şirketin halka arz fiyatının 75.000.TL. seviyelerinde oluşması gerekmektedir. Şirket, olması

⁸ Star Gazetesi, 7 Aralık 2002, s. 17.

gerekenden fazla bir fiyatla halka arz edilmiştir. Yine bununla birlikte borsadaki genel fiyatlara bakıldığında şirketin halka arz fiyatının oldukça yüksek olduğunu söylemek mümkündür.

- Beşiktaş örneğinde olduğu gibi Galatasaray Sportif A.Ş. içinde geçerli olabilecek önemli bir faktör, bu şirkete benzer nitelikte hiçbir şirketin bulunmaması, dolayısıyla yatırımcı açısından kıyaslama imkanının olmamasıdır. Bu nedenle yatırımcılar, bir müddet şirketin performansını izleme eğilimi içersindedirler. Yatırımcılar bu tür şirketleri kurumsallaşma sürecinden sonra değerlendirmeye alma durumundadırlar.

- Şirketin hisse senetlerinde düşüş eğilimi olmasının nedenlerinden birisi de halka arz sırasında toplanacak kaynakların kullanım şeklidir. Galatasaray Sportif A.Ş., halka arz neticesinde 21 Milyon Dolarlık bir gelir elde etmiştir. Bu gelirin 14 Milyon Dolarlık kısmı, futbol kulübünün bankalara olan borçları için harcanmıştır. Halka arzdan gelecek paranın yeni bir yatırımda kullanılarak katma değer yaratması esas olduğundan, Galatasaray Sportif A.Ş.' nin halka arzından sağlanan kaynakların borçların finansmanında kullanılması, yatırımcı açısından çok cazip görünmemektedir.

- Önemli etkenlerden birisi de Galatasaray Sportif A.Ş.' nin, Beşiktaş Futbol Yatırımları A.Ş. gibi uygun olmayan bir zamanda halka arz kararı almış olmasıdır. Piyasada sıkışıklık ve tedirginliğin olduğu bir dönemde halka arzın gerçekleştirilmesi, yatırımcıyı yeni şirketlerden ziyade, bilinen şirketlere yöneltmekte, yeni yatırımcıların borsaya girmemesi neticesinde de talep sınırlı kalmaktadır. Bu durum şirketin yeni halka arz edilmiş olması nedeniyle tutunamamasına neden olmaktadır.

- Galatasaray hisselerinin büyük kısmının yurt dışındaki büyük fonlara satılması, dolayısıyla hissede fazla bir likidite olmaması, hissenin sığ olması, bunun sonucunda da küçük çaplı alımlarla bile hisse senetlerinin fiyatlarının etkilenmesi söz konusu olabilmektedir.

SONUÇ

Beşiktaş ve Galatasaray futbol kulüplerinin halka açılması, Türk Futbol tarihinde ve Borsa tarihinde bir ilk olmuştur. Bu nedenle bu şirketlerin performansının ölçümünde güçlükler yaşanmaktadır. Yapılan değerlendirmeler, şirketlerin piyasa değerine ve fiyat/kazanç oranlarına bakılarak yapılmaktadır. Bu değerlendirmelere göre şirketlerin olmasına yakın değerlerle, ancak Borsa'daki genel

fiyatların üzerinde bir fiyatla halka arz edildikleri sonucu ortaya çıkmaktadır.

Halka arz tarihinden bu yana geçen süre içerisinde Beşiktaş'ın hisse senetleri % 65 değer kaybederek 57.500 TL' den 19.750 TL' ye; Galatasaray hisse senetleri ise yaklaşık % 53 değer kaybederek 87.000. TL' den 34.000.TL' ye düşmüştür.

Her iki kulübün hisse senetlerinde meydana gelen bu düşüş çeşitli etkenlere bağlı olarak gerçekleşmiştir. Bununla beraber, bu kadar kısa bir süre içerisinde yeterli değerlendirme yapılması çok fazla gerçekçi olmamaktadır. Hisse senetlerinin performansının tam olarak değerlendirilebilmesi için borsada daha uzun süre işlem görmesinin beklenmesi gerekmektedir.

Yatırım uzmanları futbol hisselerinin varlığa dayalı olarak düşünülmemesi gerektiğini, uzun vadeli ve takımın geleceğine yönelik bir yatırım olarak bakılmasının daha doğru olacağını altını çizmektedirler.

**Ek: 1 -BEŞİKTAŞ FUTBOL YATIRIMLARI A.Ş' nin 31.12. 2001
TARİHLİ ÖZET BİLANÇOSU (Milyon TL)**

Dönen Varlıklar	365.976
Duran Varlıklar	1.883.058
AKTİF TOPLAMI	2.249.034
Kısa Vadeli Borçlar	156.237
Finansal Borçlar	-
Ticari Borçlar	6.376
Diğer	53.927
Uzun Vadeli Borçlar	978
Finansal Borçlar	-
Ticari Borçlar	978
Diğer	
Özsermaye	2.091.819
PASİF TOPLAMI	2.249.034

GELİR TABLOSU (Milyon TL)

Net Satışlar	562.507
Satışların Maliyeti (-)	535.866
Brüt Kar veya Zarar	26.641
Faaliyet Giderleri (-)	268.312
Esas Faaliyet Karı veya Zararı (-)	241.671
Diğer Faaliyet Geliri	2.949.623
Diğer Faaliyet Gideri (-)	2.490.001
Finansman Giderleri (-)	333
Faaliyet Karı	217.618
Olağanüstü Gelir ve Kar	6.520
Olağanüstü Giderler (-)	1.879
Dönem Karı	222.259
Ödenecek Vergi (-)	74.970
Net Dönem Karı veya Zararı	147.289

**Ek:2-GALATASARAY SPORTİF A.Ş' nin 30.11.2001 TARİHLİ
ÖZET BİLANÇOSU ve GELİR TABLOSU (Milyon TL)**

Dönen Varlıklar	16.934.868
Duran Varlıklar	36.498
AKTİF TOPLAMI	16.971.366
Kısa Vadeli Borçlar	3.416.883
Finansal Borçlar	-
Ticari Borçlar	13.217
Diğer	3.403.666
Uzun Vadeli Borçlar	10.333
Finansal Borçlar	-
Diğer	10.333
Özsermaye	13.554.150
PASİF TOPLAMI	16.971.366

GELİR TABLOSU (Milyon TL)

Net Satışlar	14.532.483
Satışların Maliyeti (-)	-
Brüt Kar	14.532.483
Faaliyet Giderleri (-)	3.679.754
Esas Faaliyet Karı	10.762.729
Diğer Faaliyet Gelirleri	3.382.932
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	1.822.056
Finansman Giderleri (-)	14.643
Faaliyet Karı veya Zararı	14.131.018
Olağanüstü Gelir ve Karlar	1.001.999
Olağanüstü Gider ve Zararlar (-)	3.860.954
Dönem Karı	11.272.063
Ödenecek Vergi (-)	-
Net Dönem Karı veya Zararı	11.272.063

KAYNAKÇA

Ekonomist Dergisi, 17 Şubat 2002, s.12

EBİŞLİOĞLU Fatih Kemal ve Diğerleri, “ **Türkiye’de Futbol Kulüplerinin Şirketleşmesi, Halka Açılması,Finansmanı ve Vergileme**”, Dünya Yayıncılık Başvuru Kitapları Dizisi, İstanbul, 1998.

TULLY Kathryn, ‘Turkish IPO Draws’, **Euromoney**, Mar.2002, Issue 395, p.9.

KOLA Necati, ‘Yeşil Borsa’, **Aksiyon Dergisi**, 23 Şubat 2002, Sayı: 377

GRİFFİN Rob, ‘Football Shares Shown Red Card; Success on the Pitch and a TV Cash Bonanza is Not Enough to Stop The Value of Even The Top Sides Falling’, **Sunday Business**, 25 November 2001, London

Star Gazetesi, 7 Aralık 2002, s. 17.

Şeker Yatırım, **Aylık Ekonomi Dergisi**, Mart 2002, s. 19.

www.besiktas.com

www.galatasaray.com

www.kıbrıs gazetesi.com/ekonomi/14.02.2002