



DOĞUŞ ÜNİVERSİTESİ DERGİSİ

DOGUS UNIVERSITY JOURNAL

e-ISSN: 1308-6979

<https://dergipark.org.tr/tr/pub/doujournal>

FUTBOL KULÜPLERİNDE YÖNETİM KURULU SEÇİMLERİNİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE ETKİSİ

THE IMPACT OF BOARD ELECTIONS ON STOCK RETURNS IN FOOTBALL CLUBS

Arş. Gör. Dr. Ferhat DEMİRCİ ⁽¹⁾

Öz: Bu araştırma, Borsa İstanbul’da işlem gören futbol kulüplerinde yönetim kurulu seçimlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemeyi amaçlamaktadır. Çalışma kapsamında, 2002-2024 yılları arasında gerçekleşen kırk dört yönetim kurulu seçimi olay analizi yöntemi kullanılarak değerlendirilmiştir. Finans literatüründe futbol kulüplerinde müsabaka sonuçları, transfer hareketliliği, sponsorluk duyurusu gibi olayların piyasa performansına etkisini ele alan çalışmalar bulunmakla birlikte; yönetim kurulu seçimlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini inceleyen bir çalışma gözlenmemiştir. Araştırmanın bulgularına göre yönetim kurulu seçimleri futbol kulüplerinin hisse senedi getirilerinde anormal getiri ya da kayba neden olmamaktadır. Seçim öncesi ve seçim sonrası dönemler ayrı ayrı incelendiğinde elde edilen bulgular kulüplere göre farklılaşmaktadır. Elde edilen bulgular ayrıca Borsa İstanbul’un yarı formda etkin olduğuna da işaret etmektedir. Sonuçlar, futbol kulüplerinin yönetim yapısının finansal piyasalar üzerindeki etkisinin daha detaylı incelenmesi gerektiğini ve gelecekte benzer çalışmaların daha geniş kapsamlı yapılmasının önemli olduğunu göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Futbol kulüpleri, Hisse Senedi Getirileri, Olay Analizi, Etkin Piyasalar Hipotezi.

Abstract: This study examines the impact of board elections on stock returns in football clubs listed on Borsa Istanbul. Within the scope of the study, forty-four board elections held between 2002 and 2024 were analyzed using the event study method. While existing literature in finance explores how events such as match outcomes, player transfers, and sponsorship announcements affect the market performance of football clubs, the effect of board elections on stock returns has not been previously examined. The findings of this study indicate that board elections do not generally result in abnormal gains or losses in the stock returns of Turkish football clubs. However, when the pre-election and post-election periods are analyzed separately, the results vary across clubs. Furthermore, the findings suggest that Borsa Istanbul operates with semi-strong form efficiency. It also underscores the importance of future research into the relationship between football club governance structures and financial market behavior, particularly through broader, multi-club analyses.

Keywords: Football Clubs, Stock Returns, Event Study, Efficient Market Hypothesis.

JEL: C12, G11, G14, G40.

1. Giriş

Futbol dünyanın birçok coğrafyasında olduğu gibi Türkiye’de de en popüler spor branşıdır. Bu popülerite futbolun ticari bir ürüne dönüşme sürecini hızlandırmıştır. Deloitte tarafından 2025 yılı itibarıyla 28. kez hazırlanan “Deloitte Football Money League” isimli rapora göre dünyanın en büyük otuz futbol kulübünün 2023/2024

⁽¹⁾ Bartın Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü; ferhatdemirci@outlook.com, ORCID: [0000-0002-6206-1322](https://orcid.org/0000-0002-6206-1322)

Geliş/Received: 14-02-2025; Kabul/Accepted: 20-04-2025

futbol sezonunda elde ettikleri toplam gelir 11,2 milyar Euro civarında gerçekleşmiştir. Bu tutar bir önceki sezona göre %6 artışa denk gelmektedir (Deloitte, 2025). Kulüpler pastadan daha fazla pay alabilmek adına gerek saha içerisinde gerekse saha dışında yoğun çaba sarfetmektedirler. Türk futbol kulüpleri için de benzer bir durum söz konusudur. Dört büyük Türk takımının 2000'li yılların başlarında futbol şubelerini şirketleştirerek halka arz etmeleri bu yönde sarfedilen çabalara örnek olarak gösterilebilir.

Futbol kulüpleri için sportif başarı ve finansal başarı arasında yüksek bir korelasyon söz konusudur. Futbol kulüplerinin başlıca gelir kalemleri olan yayın gelirleri, uluslararası müsabakalara katılım gelirleri, ticari ürün satış gelirleri, maç günü gelirleri, sponsorluk gelirleri vb. sportif başarı olmaksızın sınırlı düzeyde gerçekleşebilir. Bu gelirlerden mahrum kalmak kulüpleri finansal başarısızlığa götürecektir. Benzer şekilde, finansal başarısızlıklar kulüplerin başarılı sportif yapılanmayı kurabilmeleri için gerekli otofinansmanı sağlamalarını güçleştirecek, kulüpler dış finansmana bağımlı hale geleceklerdir. Türk futbol kulüpleri kârlılıktan uzak bir yapıda faaliyetlerini sürdürmekte ve mali yükümlülüklerini yerine getirme noktasında güçlükler yaşamaktadırlar (Saban ve Demirci, 2016). Kulüplerin yaşadıkları finansal sıkıntılar, yatırımcı perspektifinden değerlendirildiğinde bu kulüplerin hisse senetlerini cazip kılmamaktadır. Özellikle kurumsal yatırımcılar kulüp hisselerine ilgi göstermemekte ve bu hisseler için düşük işlem hacimleri gözlenmektedir (Sezer, 2015: 13). Benzer şekilde Prigge ve Tegtmeier (2020) futbol kulübü hisselerinin salt finansal güdülerle hareket eden yatırımcılar için çekici olmadıklarını belirtmektedir.

Ancak futbol kulüplerinin hisse senetleri üzerine yapılacak değerlendirmeleri salt finansal durum ekseninde yapmak doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Futbol kulüpleri, diğer sektörlerde faaliyet gösteren firmaların aksine sadık ve tutkulu bir taraftar kitlesine sahiptirler. Sayıları milyonlar ile ölçülen bu kişiler, rasyonel gerekçelerden bağımsız olarak taraftarlık motivasyonu ile yatırımlar yapabilmektedirler (Kościółek, 2022: 159). Nitekim futbol kulüpleri özelinde birtakım anomalilerin varlığı bahsedilen taraftarlık güdüsüyle açıklanabilir. Boido, Aliano ve Galloppo (2023: 1042) futbol kulüplerinin hisse senetlerinin yatırımcı duygularından daha fazla etkilenebileceğini belirtmektedir. Müsabaka sonuçları, transfer hareketliliği gibi futbol kulüplerine özgü olmakla birlikte taraftarlık duygusuna hitap eden birtakım olaylar futbol kulüplerinin hisse senedi getirilerinde anormal kazanç ya da kayıplara sebep olabilmektedir (Kanişlı ve Gül, 2024; Soana, Lippi, ve Rossi, 2024; Supino, Tenucci, ve Di Nanna, 2024). Bu çalışma kapsamında ele alınan araştırma sorusu ise Türk futbol kulüplerinde yaşanan yönetim kurulu seçimlerinin hisse senedi getirilerine etkisi üzerinedir.

Yönetim kurulu seçimleri hem taraftarlık güdüsüyle hareket eden yatırımcılara hem de rasyonel gerekçelerle hareket eden yatırımcılara karar alma noktasında hitap eder. Yönetime talip olan kişilerin vaatleri birtakım beklentiler yaratabilecek ve finansal piyasalar bu beklentilere karşılık verebilecektir. Literatürden gözlemlendiği kadarıyla futbol kulüpleri için yönetim kurulu seçimlerini ve yönetim kurulu değişikliklerinin hisse senedi getirilerine etkisini araştıran bir başka araştırmaya rastlanmamıştır. Araştırmanın literatürde bu yönde katkı sağlayacağı umulmaktadır. Araştırma kapsamında dört büyük Türk kulübünün borsaya kote oldukları dönemde yaşadıkları seçimlerin sonuçları olay analizi yöntemiyle test edilmiş ve yönetim kurulu seçimlerinin anormal getiri fırsatı sunup sunmadığına yanıt aranmıştır.

Araştırmanın geri kalanına ilişkin bilgiler şu şekildedir: İkinci bölümde teorik çerçeve ve ampirik literatür sunulmuştur. Teorik çerçeve etkin piyasalar hipotezi ve anormal getiri kavramları etrafında şekillendirilmiştir. Ampirik literatür ise futbol kulüplerinin hisse senedi getirileri üzerine yapılan çalışmaları ve yönetim kurulu değişimlerinin borsa performansı ile ilişkisi üzerine yapılan çalışmaları içermektedir. Üçüncü bölüm araştırmanın metodoloji bölümüdür. Bu bölümde araştırma periyodu, örneklem, veri setine ilişkin açıklamalar ve olay çalışması metodolojisinin detayları yer almaktadır. Dördüncü bölüm olay çalışmalarından elde edilen bulgular ve bulgulara ilişkin yorumları içermektedir. Beşinci bölüm ise araştırmanın sonuç ve öneriler bölümüdür.

2. Teorik Çerçeve ve Literatür

2.1. Futbol Kulüplerinin Yönetim Yapıları

Futbol kulüplerinin tüzel kişilikleri dernek ve şirket şeklinde iki grupta incelenebilir. Şirket şeklinde örgütlenen kulüplerin sahiplik yapıları ise farklılaşmaktadır. Büyük sermaye grupları, son dönemlerde özellikle İngiltere kulüpleri özelinde kulüp satın almaları gerçekleştirmişlerdir. Bu kulüpler çoğunlukla halka açık olmayan şirket statüsünde faaliyet göstermektedirler. Manchester City, Liverpool gibi kulüpler buna örnektir. Halka açık şirket statüsünde faaliyet gösteren İngiliz kulüplerine örnek olarak ise Manchester United gösterilebilir. Ancak genel bir çıkarım olarak halka açık şirket statüsünde faaliyet gösteren futbol kulübü sayısının oldukça düşük olduğu söylenebilir. Finansal veri terminali Refinitiv’de yapılan sorgulamada gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda yer alan halka açık futbol kulüplerinin sayısı 20 civarındadır.¹ Bu kulüplerin sekiz tanesi Türk ve Portekiz kulüpleridir. Genel bir çıkarım olarak futbol kulüplerinde halka açık şirket statüsünde faaliyet gösterme durumunun yaygın olmadığı söylenebilir.

Doksanlı yılların sonuna doğru halka açık şirket statüsünde olan futbol kulübü sayısı yirmi civarındadır. Futbolun hızla ticarileştiği ve kulüplerin ciddi gelir artışı yaşadığı bu dönemde, yatırımcılar yüksek temettü beklentisiyle kulüp hisselerine yönelim göstermişlerdir. Ancak futbolun ticarileşmesi gelir artışına sebep olduğu gibi gider artışını da hızlandırmıştır. Özellikle futbolculara ödenen yüksek transfer bedelleri kulüpler için mali yük oluşturmuştur. Kulüplerin bozulan mali yapıları hisse senetlerine olan ilginin düşmesine ve kulüp hisselerinin el değiştirmesine sebep olmuştur. Kulüplerin çoğunluk hisselerini ellerinde bulunduran yeni sahipleri ise borsadan çıkma yolunu tercih etmişlerdir (Sezer, 2015: 5).

Futbol kulüplerinde sık görülen tüzel kişilik dernek yapılanmasıdır. Deloitte tarafından hazırlanan “*Deloitte Football Money League*” raporuna göre 2023/2024 sezonunda 1 milyar Euro’nun üzerinde gelir elde eden Real Madrid, dernek statüsünde faaliyet gösteren ancak gerek sportif gerekse mali anlamda çok başarılı bir spor kulübüdür. Türkiye’de ise hibrit bir yapılanma gözlenmektedir. Kulüpler ağırlıklı olarak dernek statüsünde faaliyet göstermekle beraber ülkenin önde gelen dört büyük kulübünün futbol şubeleri halka açık anonim şirket statüsündedir.

Beşiktaş 2002 yılında halka açılmış ve bu anlamda Türkiye’de ilk olmuştur. Aynı yıl Galatasaray halka arz etmiş; bu kulüpleri 2004 yılında Fenerbahçe, 2005 yılında Trabzonspor takip etmiştir. Bahsedilen kulüplerin halka arz modelleri

¹ Yazar tarafından yapılan sorgulama sonucu elde edilen bilgidir. Gözden kaçan kulüp olma ihtimali olmakla birlikte futbol kulüplerinde halka açık şirket statüsünde faaliyet gösterme durumunun yaygın olmadığını vurgulamak için araştırmada yer verilmiştir.

farklılaşmaktadır. Beşiktaş, dernek çatısı altında faaliyet gösteren futbol şubesini tüm aktif ve pasifiyle birlikte Beşiktaş Futbol Yatırımları A.Ş.'ye devretmiş ve bu şirketi halka arz etmiştir. Diğer kulüpler ise kurdukları şirketlere futbol şubesinin gelirlerini devretmişler; ancak giderleri büyük oranda kulüpte bırakmışlardır. Bu durum bahsedilen üç kulübün borsada yer alan şirketleri için fiktif bir kârlılığa sebep olmuştur. Kulüpler uzunca süre bu fiktif kâr üzerinden temettü ödemeleri yapmışlardır (Akyüz, 2005). Sürdürülebilir olmayan bu halka arz modeli kulüplere mali anlamda ciddi sorunlar yaşatmıştır. Kulüpler halka arz gelirlerinden çok daha fazlasını temettü ödemelerine aktarmıştır. Ek olarak bu durumu ortadan kaldırma adına yeni şirketler kurularak mevcut şirketlerin payları tekrar satın alınmıştır. Kulüpler pay geri alımları için de ekstra finansman giderine katlanmışlardır (Akşar, 2011). Gerek yersiz temettü ödemeleri gerekse yanlış halka arz modelinin sonuçlarını ortadan kaldırmak adına atılan adımlar, Türk kulüplerinin şirketleşme ve halka arz çabalarında ciddi başarısızlıklar yaşadıklarını göstermektedir.

Bu açıklamalar doğrultusunda futbol kulüplerinde halka açık şirket statüsünün Türkiye ve Portekiz gibi belirli ülkeler dışında çok sık gözlenmediği çıkarımı yapılabilir. Halka açık şirket statüsünde faaliyet gösteren futbol kulübü sayısı kısıtlı olmasına rağmen bu kulüplerin borsa getirilerine ait anomaliler üzerine geniş bir literatürden söz edilebilir. Araştırmanın devamında öncelikle piyasa anomalileri üzerine teorik çerçeveden bahsedilmiştir. Devamında ise konuya ilişkin ampirik literatür sunulmuştur.

2.2. Piyasa Etkinliği ve Fiyatlama Anomalileri

Bir menkul kıymetin beklenen getirisi finans teorisinin yoğunlaştığı başlıca konular arasında yer almaktadır. Başta CAPM (Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli) ve Fama-French faktör modelleri olmak üzere çeşitli faktör modelleri, hisse senetlerinin beklenen getirilerini açıklamak için geliştirilmiştir. Beklenen getiri kavramı, bir beklentiyi yansıtmaktan ziyade menkul kıymetin olağan koşullarda gerçekleşmesi gereken getirisine karşılık gelir. Olağan koşullar ise piyasa işleyişindeki kusursuzluğu ve piyasa etkinliğini ifade eder. Fama (1970) tarafından genel çerçevesi çizilen etkin piyasalar hipotezine göre menkul kıymetler, o menkul kıymete ait tüm bilgileri içerecek şekilde fiyatlanmaktadır.² Fama (1970) piyasa etkinliğini, zayıf formda piyasa etkinliği, yarı güçlü formda piyasa etkinliği ve güçlü formda piyasa etkinliği olmak üzere üç farklı formda ele almıştır. Zayıf formda etkinliğe sahip bir piyasada menkul kıymet fiyatları sadece geçmiş fiyat hareketlerine ait bilgi setlerini yansıtır. Yarı güçlü formda etkin bir piyasada ise menkul kıymet fiyatları halka açık diğer bilgileri de yansıtacak şekilde fiyatlanmaktadır. Güçlü formda etkin bir piyasada ise belirli yatırımcıların ya da grupların tekelinde bulunan bilgilerin dahi (örneğin içerden öğrenenler) fiyatlara yansıdığı kabul edilmektedir.

Etkin piyasalar hipotezine göre menkul kıymetler tüm bilgileri içerecek şekilde fiyatlandıkları için hiçbir yatırımcı anormal getiriler elde edemez. Malkiel (2003), kendisine ait olan, 1973 tarihli *"A Random Walk Down Wall Street"* adlı esere atfen abartılı kabul edilebilecek bir örnekle piyasa etkinliğini şöyle vurgulamaktadır: *"Gözleri bağlı bir şempanze Wall Street Journal'a dart atarak uzmanlar tarafından oluşturulacak bir portföy kadar performans gösterebilecek bir portföy oluşturabilir."*

² Etkin piyasalar hipotezi Fama (1970)'e mülk edilmektedir. Bu durum büyük oranda geçerlidir ancak piyasa etkinliği üzerine Fama (1970)'in çalışmasından önce yapılmış pek çok araştırma mevcuttur. Bu çalışmalar Fama (1970) tarafından çizilen genel çerçeveye zemin teşkil etmektedir. Bahsedilen çalışmalara ilişkin detaylı bilgiler için bakınız: Ying vd. (2019: 3).

Malkiel (2003: 60) sonrasında ise dart örneğini değiştirerek havlu örneğini vermektedir ve Wall Street Journal'a atılacak bir havlu ile oluşturulacak bir portföyün (tüm hisseleri kapsayan bir yatırım fonu olarak düşünülebilir) uzmanlar tarafından hazırlanan bir portföyle denk performans göstereceğini belirtmektedir.

Yukarıda ana hatlarıyla ele alınan etkin piyasalar hipotezi finans literatüründe yerleşik bir yere sahip olmakla birlikte sorgulanan bir argümandır. Ying, Yousaf, Ain, Akhtar ve Rasheed (2019: 1) piyasa etkinliğinin mevcudiyeti ya da yokluğu üzerine uzun zamandır çalışılıyor olmasına rağmen bir fikir birliği oluşmadığından bahsetmektedir. Etkin piyasalar hipotezinin sorgulanmasındaki ana gerekçe piyasalarda çeşitli anomalilerin gözlenmesidir. Takvim anomalileri, firma büyüklüğü anomalisi, fiyat/kazanç oranı anomalisi vb. birçok anomaliden ve bunlara ilişkin ampirik bulgulardan söz edilebilir (Karan, 2013). Buna ek olarak Malkiel (2003: 60) anomalilerin varlıklarını inkâr etmemektedir. Piyasalarda anomaliler yaşanmaktadır. Örneğin 1999-2000 yılları arasında yaşanan "*internet balonu*" olayında piyasa aktörleri çok ciddi değerlendirme hataları yapmışlardır. Ancak fiyatlar eninde sonunda olması gereken noktaya gelecektir. Önceden belirlenmiş yatırım kalıplarıyla ve tekrar etmesi beklenen anomalilerle daha kârlı yatırımlar yapılamaz. Malkiel (2003: 60) ayrıca piyasada keşfedilen bir anomalinin kısa bir süre sonra geçerliliğini yitireceğini ve yatırımcıların bu yolla daha yüksek getiri elde edemeyeceklerini savunur.

Ekonomi ve finans disiplinleri uzun yıllar boyunca insanları rasyonel varlıklar olarak kabul etmiştir. Modern portföy teorisinin temel varsayımları arasında insanların rasyonel olmaları ve kararlarını risk-getiri parametrelerine göre şekillendirdikleri yer almaktadır. Davranışsal finans disiplini ise finansal karar alma süreçlerinde psikolojik ve sosyolojik faktörleri de gözeten bir disiplindir (Ricciardi ve Simon, 2000: 2). Yatırım kararlarında etkili olan davranışsal faktörleri sistematize etme çabaları davranışsal finans disiplinin filizlendiği dönemlerden itibaren devam etmektedir. Bu konuda en büyük çaba davranışsal finans disiplinin oluşumunda öncülük eden Daniel Kahneman ve Amos Tversky'e aittir. Davranışsal faktörler, piyasalarda gözlenen anomalilere katkıda bulunmaktadır (Padmavathy, 2024: 191). Yukarıda ele alındığı gibi etkin piyasalar hipotezini savunan yazarlar dahi kısa süreli anomalilerin varlığını inkâr etmemektedirler.

Etkin piyasalar hipotezine göre insanlar mevcut bilgileri rasyonel bir şekilde ele alırlar ve fiyatlama mekanizması buna göre oluşur. Davranışsal finans disiplini ise insanların bu konuda hatalar yapmaya meyilli olduklarını ve rasyonellikten uzaklaşabildiklerini savunur (Hirshleifer, 2015: 133). Mikro ve makro düzeyde gerçekleşen gelişmeler hisse senedi fiyatlarını etkiler. Bu noktada etkin piyasalar hipotezi ve davranışsal finans teorisi çelişmez. Etkin piyasalar hipotezi, haberlerin bir diğer ifadeyle hisse senedine ilişkin bilgilerin fiyatlara yansıdığını savunur. Ancak bu durum kimi zaman gerçek dışı boyutta gerçekleşerek anomalilere sebep olmaktadır. Yatırımcılar bir habere fazla anlam yükleyerek beklentiye girerler ve kitlelerin sürü davranışı fiyatlama mekanizmasını bozar. New York Times gazetesinde bir pazar günü EntreMed isimli şirket tarafından geliştirilen kanser ilacına ilişkin haberin ilgili firmanın hisse senedi fiyatına etkisi buna örnektir. Cuma gününü yaklaşık 12 dolar fiyatla kapatan hisse senedi, haberden sonraki ilk işlem gününe 85 dolar fiyatla başlamış ve günü 52 dolarla kapamıştır. Devam eden üç hafta boyunca da 30 dolar seviyesinde işlem görmüş ve bu hareketlilik diğer biyoteknoloji firmalarının fiyatlarına da yansımıştır. İlginç olan ise şirketin kanser ilacına ilişkin yürüttüğü çalışmanın zaten beş ay öncesinde akademik dergilerde ve popüler gazetelerde

duyurulmuş olmasıdır (Huberman ve Regev, 2001: 387). Türkiye’de ise benzer bir durum Covid-19 pandemisi döneminde RTALB (RTA Lab Biyolojik Ürünler İlaç ve Mak. San. Ticaret A.Ş) hisselerinde yaşanmıştır. Pandemi öncesinde 0,50 TL civarlarında seyreden hisse senedi fiyatları, pandemi döneminde firma hakkında çıkan haberlerden sonra 28 lira seviyelerine yükselmiştir.

Bilgi akışlarının hisse senedi getirilerine etkisi üzerine geniş bir ampirik literatürden söz edilebilir (Jeon, McCurdy, ve Zhao, 2022; Li, 2018; Nizer ve Nievola, 2012). Araştırmanın devamında ilişkili literatür spor kulüpleri ve spor olayları çerçevesinde ele alınmıştır. Ampirik literatürde ele alınan bir diğer nokta ise yönetim kademesinde yaşanan gelişmelerin hisse senedi getirilerine etkisi üzerinedir.

2.3. Ampirik Literatür ve Hipotez Geliştirme

2.3.1. Duygu Değişimi ve Beklentilerin Futbol Hisselerinin Getirilerine Etkisi

Yatırımcılar için gerek portföy yatırımlarında gerekse reel ekonomi yatırımlarında ana amaç değer maksimizasyonu yakalamaktır. Futbol kulüplerine yatırım yapan kişiler içinse farklı yatırım motivasyonları söz konusu olabilmektedir. Bu tip yatırımcılarda taraftarlık duygusunun ağır basması sebebiyle yatırım kararlarında kâr elde etme güdüsü arka planda kalabilmekte, duygusal faktörler öne çıkabilmektedir (Kościółek, 2022: 159). Futbol kulübü yatırımcılarında davranışsal faktörlerin baskın olması bu kulüplerin hisse senetlerine özgü birtakım anomalilere sebep olmaktadır. Spor müsabakalarının sonuçları yatırımcıların duygu durumlarını etkilemektedir (Edmans, Garcia, ve Norli, 2007: 1968). Bu bağlamda değerlendirilebilecek araştırmalara ilişkin literatür incelendiğinde müsabaka sonuçlarının ve transfer hareketliliklerinin futbol kulüplerinin hisse senetlerine etkisi üzerine yapılan çalışmalar dikkat çekmektedir.

Supino vd. (2024), Avrupa’nın en büyük futbol organizasyonu olan Şampiyonlar Ligi turnuva sonuçlarının hisse senedi getirilerine etkisini olay analizi yöntemiyle analiz etmişlerdir. Araştırma bulgularına göre turnuva dışı kalmak kulüplerin hisse senedi getirilerini olumsuz etkilemektedir. Bahsedilen araştırma Şampiyonlar Ligi müsabakalarını konu alması nedeniyle önemlidir. Şampiyonlar Ligi yüksek prestijli bir organizasyondur ve ekonomik açıdan dünyanın en büyük spor organizasyonları arasında yer almaktadır. Şampiyonlar Ligi’nde var olmak kulüplere doğrudan ve dolaylı olarak ciddi gelirler kazandırmaktadır. Bu sebeple Şampiyonlar Ligi sonuçları ve hisse senedi getirilerini konu edinen bir çalışma, davranışsal faktörlere ilişkin bir analiz niteliğinde olmakla birlikte kulüplerin finansal durumlarına olan pozitif etkisinden dolayı geleneksel yatırım teorisi açısından da ele alınabilir. Benzer bağlamda yapılan bir diğer çalışma ise Galloppo ve Boido (2020) tarafından yapılmıştır. Araştırmada oldukça geniş bir örnek olay havuzu için (yaklaşık 12.000 futbol maçı) hisse senedi getirileriyle futbol müsabaka sonuçları arasındaki ilişki incelenmiş ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Yukarıda ele alınan çalışmalara ek olarak müsabaka sonuçları ve futbol hisseleri arasındaki ilişkiyi konu edinen daha fazla araştırmadan söz edilebilir (Dwi, Dorkas, ve Dolfriandra, 2021; Frick ve Semmelroth, 2021). Genel çıkarım; müsabaka sonuçlarının yatırımcı duygularını etkilediği şeklindedir. Olumlu sonuçlar anormal getirilere, olumsuz sonuçlar ise anormal kayıplara sebep olmaktadır.

Transfer hareketliliği, sponsorluk duyurusu gibi gerek yatırımcılarda gerekse taraftarlarda beklentilere sebep olan olaylar, futbol kulüplerinin hisselerine ilişkin ampirik literatürde ele alınan bir diğer konudur. Müsabaka sonuçları ve hisse senedi getirilerine ilişkin araştırmalarda olduğu gibi bu bağlamda yapılan araştırmalar için

de geniş bir ampirik literatürden söz edilebilir. Supino ve Marano (2024) borsalarda yer alan İtalyan ve Portekiz kulüpleri için 2012-2015 yıllarını kapsayan bir araştırma yapmışlardır. Araştırmada örnekleme yer alan kulüplerdeki transfer hareketlilikleri ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Analizlerde futbolculardan elde edinilen bonservis bedelleri sermaye kazancı olarak nitelendirilmiştir. Sermaye kazancı sağlayan, bir diğer ifadeyle harcanılan bonservis bedelinden daha yüksek bir bonservis bedeline satılan futbolculara ilişkin transfer hareketlilikleri kulüplerin hisse senetlerinde anormal kazançlara sebep olabilmektedir. Kanışlı ve Gül (2024) dört büyük Türk futbol kulübü için 2022-2023 yaz transfer dönemindeki transfer hareketliliklerinin hisse senedi getirilerine etkisini incelemişlerdir. Çalışmada transfer çalım³ olarak nitelendirilen olayların kulüplerin hisse senedi getirilerine etkisini araştırılmıştır. Olay analizi yöntemi ile yürütülen çalışmanın bulgularına göre transfer çalımını gerçekleştiren kulüplerin hisse senedi getirilerinde pozitif anormal getiri; transfer çalımına maruz kalan kulüplerin hisse senedi getirilerinde ise negatif anormal getiri gözlenmiştir. Boido vd. (2023) ise daha geniş bir örneklem ve araştırma periyodu için (22 Avrupa futbol kulübü, 2006-2021 arası dönem) transfer hareketliliği ve teknik direktör değişikliklerinin hisse senedi getirilerine etkisini olay analizi yöntemiyle test etmiştir. Araştırmanın bulgularına göre transfer hareketlilikleri hisse senedi getirilerini pozitif etkilemektedir. Teknik direktör değişimlerinin ise hisse senedi getirileri üzerine anlamlı bir etkisi saptanmamıştır. Doğan vd. (2021) tarafından ise dört büyük Türk futbol kulübü için Kamuyu Aydınlatma Platformu'na yapılan sponsorluk, transfer görüşmesi ve transfer anlaşması bildirimlerinin hisse senedi getirilerine etkisi araştırılmış ve bu açıklamaların pozitif anormal getiriye sebep olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yukarıda ele alınan çalışmalarda görüldüğü gibi taraftarlar ve yatırımcılarda gerek sportif gerekse mali anlamda olumlu beklentiye sebep olabilecek olaylar, futbol kulübü hisselerinde pozitif anormal getirilere sebep olmaktadır.

2.3.2. Yönetim Kurulu Değişimlerinin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi

İşletmecilik literatüründe ve finans teorisinde yerleşik bir yere sahip olan vekalet teorisi; asil-vekil ilişkisinin yaratacağı muhtemel çatışmalara, yönetenlerin aldığı kararların sonuçlarına ve bu sonuçların arkasındaki motivasyon kaynaklarına odaklanmaktadır. Firmaların sürdürülebilir yapıda olmaları için yönetimden sorumlu kişilerin yetkinliği kritik öneme sahiptir. Üst yönetim kademelerinde yaşanan değişiklikler birtakım başarısızlıkların sonucu olabileceği gibi hayatın olağan akışındaki gelişmelerden (emeklilik, istifa, seçim vb.) ötürü de olabilmektedir. Sebebi her ne olursa olsun, üst yönetim kademelerindeki değişimler başta yatırımcılar olmak üzere firmaların tüm paydaşlarında çeşitli beklentilere yol açar. Bu tarz değişiklikler mevcut durumdan memnun olan yatırımcılar için olumsuz duygu durumuna; mevcut durumdan rahatsız olan yatırımcılar için olumlu duygu durumuna sebep olabilecektir. Bu argümana paralel olarak firma yönetimlerindeki değişikliklerin hisse senedi getirilerine etkisi üzerine birçok ampirik araştırma mevcuttur (Altınçubuk ve Ünal, 2024; Bhana, 2016; Fox ve Opong, 1999; Kohli ve Pillai, 2018; Mendez, 2011; Vouřem, Burchard, Schäffer, ve Schweizer, 2013; Warner, Watts, ve Wruck, 1988). Ancak bu bağlamda yapılmış çalışmalarda futbol kulüpleri üzerine yapılan bir araştırmaya rastlanmamıştır. Araştırmanın ilişkili bölümünde değinildiği gibi futbol kulüplerinde tüzel kişilikler dernek veya şirket şeklinde gözlenmekte; şirket şeklinde

³ Rakip takımın talip olduğu bir futbolcunun transfer edilmesi durumunda bu tabir kullanılmaktadır.

örgütlenen spor kulüplerinde ise halka açıklık durumuna nadiren rastlanmaktadır. Dört büyük Türk futbol kulübünde gözlenen hibrit yapılanma (dernek statüsünün devam etmesi ancak futbol şubelerinin şirketleşerek halka arz etmeleri) çok sık karşılaşılan bir durum değildir. Türk futbol kulüplerinde dernek tüzüklerine bağlı olmakla birlikte genellikle üç yılda bir seçim yapılmaktadır. Kimi dönemlerde ise olağanüstü seçimlere gidilmekte ve seçim periyotları kısalabilmektedir. Dernek yönetimleri için yapılan seçimler neticesinde halka açık futbol şubelerinin yönetim kurulları da değişmektedir. Bu durum; yatırımcıların duygu durumlarını etkileyebilecek, kulüplerin sportif, finansal durumlarına ilişkin birtakım beklentilerin oluşmasına sebep olabilecektir. Bu bağlamda, literatürdeki boşluk da gözetilerek araştırma kapsamında aşağıdaki hipotezler test edilecektir. Boş hipotez mevcut durumda değişiklik olmaması, bir diğer ifadeyle seçimlerin anormal getiriye sebep olmaması üzerine geliştirilmiş; alternatif hipotez ise anormal getirinin gerçekleşme ihtimaline göre oluşturulmuştur.

H_0 : Dört büyük Türk futbol kulübünde borsaya kote oldukları dönemlerde gerçekleşen yönetim kurulu seçimleri anormal getirilere sebep olmamaktadır.

H_a : Dört büyük Türk futbol kulübünde borsaya kote oldukları dönemlerde gerçekleşen yönetim kurulu seçimleri anormal getirilere sebep olmaktadır.

3. Araştırma Yöntemi

3.1. Örneklem, Araştırma Periyodu ve Veri Seti

Araştırma kapsamında Borsa İstanbul'da yer alan futbol kulüplerinde gerçekleşen yönetim kurulu seçimlerinin hisse senedi getirilerine etkisi araştırılmaktadır. Araştırma olay metodolojisiyle yürütüldüğü için araştırma örneklemini çalışmada ele alınan yönetim kurulu seçimleridir. BİST'te (Borsa İstanbul) yer alan futbol kulüplerinde ilk halka arzın yaşandığı yıl olan 2002'den 2024 yılı sonuna kadar gerçekleşen 45 yönetim kurulu seçimi araştırma örneklemini oluşturmaktadır. Araştırma periyodu ise 2002-2024 arası dönemdir.

Olay çalışması metodolojisi MacKinlay (1997) tarafından önerilen yöntem uygulanmıştır. Yöntemin aşamalarına araştırmanın devamında yer verilmiştir. MacKinlay (1997) olay çalışması metodolojisine göre ihtiyaç duyulan veriler; kulüplerin getiri verileri ve piyasa getiri verileridir. Tüm veriler Stata programında yer alan Getsymbols modülü aracılığıyla Yahoo Finance üzerinden temin edilmiştir. Hisse senedi bölünmeleri, temettü ödemesi, bedelsiz sermaye artırımını gibi durumların etkisini ortadan kaldırmak adına düzeltilmiş kapanış fiyatları kullanılmıştır.

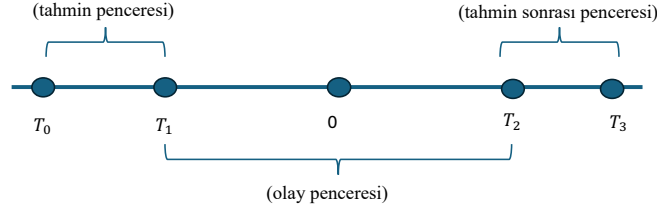
3.2. Olay Çalışması Metodolojisi

Bu çalışmada izlenen metodolojinin temeli, finans disiplini olay çalışmaları için MacKinlay (1997) tarafından önerilen yöntemle dayanmaktadır. Yöntem bir olayın hisse senedi getirilerine etkisini anormal getiri kavramı üzerinden açıklamaktadır. Anormal getiri, bir menkul kıymetten beklenen getiri ile o menkul kıymetin gerçekleşen getirisi arasındaki farkı ifade eder.

3.2.1. Tahmin Penceresi ve Olay Penceresi Zaman Dilimleri

Bir olay çalışmasına ait zaman çizelgesi Şekil 1'de sunulmuştur. MacKinlay (1997: 20) yöntemi anlaşılır kılmak adına; "tahmin penceresi", "olay penceresi" ve "olay sonrası penceresi" olmak üzere üç zaman aralığından bahsetmektedir. Tahmin

penceresi ve olay penceresi kavramları, anormal getiri hesaplamalarında belirleyici olmaktadır.



Şekil 1. Olay Çalışmalarına Ait Zaman Çizelgesi (Kaynak: MacKinlay, 1997: 20)

Tahmin penceresi, bir menkul kıymetin beklenen getirisini hesaplamak için kullanılan tarihsel verilerin ait olduğu zaman aralığını ifade eder. MacKinlay (1997: 15) tahmin penceresi için en az 120 günlük bir döneme ihtiyaç duyulduğunu belirtmektedir.

Olay penceresi kavramı ise olay analizine konu olan olayın menkul kıymetler üzerinde etkili olabileceği düşünülen zaman dilimini ifade eder. Tahmin sonrası penceresi ise analize konu edilen olayın etkilerinin devam edip etmediğini sınamak için kullanılan zaman aralığıdır.

3.2.2. Anormal Getiri ve Kümülatif Anormal Getiri Hesaplamaları

Olay analizi çalışmalarında anormal getiriye konu olan zaman aralığı, olay penceresiyle ifade edilen zaman zarfıdır. Olay penceresi süresince, menkul kıymetin beklenen getirisi ve gerçekleşen getirisi arasındaki fark anormal getiridir. Anormal getirinin matematiksel formu Eşitlik 1’de sunulmuştur. Bu noktada, menkul kıymetin beklenen getirisinin bir diğer ifadeyle normal şartlarda gerçekleşmesi gereken getirisinin nasıl hesaplanacağı sorusu gündeme gelmektedir. Olay analizi çalışmalarında araştırmacılar piyasa modeli yaklaşımını sıklıkla tercih etmektedirler (Erkılıç ve Karacaer, 2022; Torun ve Karan, 2023). Piyasa modeline göre i menkul kıymetinin, t anında beklenen getirisi Eşitlik 2’deki gibi hesaplanabilmektedir. Eşitlik 3’te menkul kıymet getirisinin (gerçekleşen), Eşitlik 4’te ise piyasa getirisinin matematiksel formu sunulmuştur.

$$AR_{i,t} = ER_{i,t} - R_{i,t} \quad (1)$$

$$ER_{i,t} = a_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,(t-1)}}{P_{i,(t-1)}} \quad (3)$$

$$R_{mt} = \frac{X_t - X_{(t-1)}}{X_{(t-1)}} \quad (4)$$

- X_t : t anında piyasayı temsil eden endeksin değeri,
 $P_{i,t}$: t anında i menkul kıymetinin değeri,
 $AR_{i,t}$: Olay penceresinde i menkul kıymetine ait anormal getiri,
 $ER_{i,t}$: Olay penceresinde i menkul kıymetine ait beklenen getiri,

- $R_{i,t}$: Olay penceresinde i menkul kıymetine ait gerçekleşen getiri,
 R_{mt} : Olay penceresinde piyasa getirisi,
 a_i : Regresyona ait kesim noktası,
 β_i : Piyasa getirisine ait regresyon katsayısı,
 ε_{it} : Regresyon denklemine ait hata terimi.

Olay analizlerinde anormal getiri hesaplamalarından sonra ise kümülatif anormal getiriler hesaplanmaktadır. Kümülatif anormal getiri, olay penceresi periyodundaki anormal getiriler toplamıdır ve Eşitlik 5'te sunulmuştur.

$$CAR_i(T_1, T_2) = \sum_{T=T_1}^{T_2} AR_{t,T} \quad (5)$$

$CAR_i(T_1, T_2)$: Olay penceresinde gerçekleşen (T_1, T_2) periyodu) kümülatif anormal getiri.

Yöntemin son aşaması, hesaplanan kümülatif anormal getirilerin (CAR değerleri) sıfırdan farklı olup olmadığına dair hipotezlerin oluşturulması ve bu hipotezlerin ilgili istatistiki yöntemlerle sınanmasıdır.

4. Bulgular

Araştırma kapsamında yapılan olay analizinde yukarıda detayları verilen metodolojiye sadık kalınmıştır. Öncelikle kulüplerin yönetim kurulu seçimleri belirlenmiştir. Olay penceresi, seçimden önceki ve sonraki 10 işlem günü olarak belirlenmiştir. Tahmin penceresi ise olay penceresinin başlangıcından önceki 120 işlem günüdür. Beklenen getiri hesaplamaları için piyasa modeli kullanılmıştır. Eşitlik 1'de verilen piyasa modeli kullanılarak ilgili katsayılar tahmin edilmiştir. Bu katsayılar ve olay penceresindeki düzeltilmiş kapanış fiyatları kullanılarak beklenen getiriler hesaplanmıştır. Beklenen getiriler ile gerçekleşen getiriler arasındaki farklardan anormal getiriler elde edilmiş; devamında her bir seçime ait olay penceresindeki anormal getiriler toplanarak kümülatif anormal getiriler hesaplanmıştır. Yönetim kurulu seçimlerinin hisse senedi getirilerine etkisini daha detaylı ele almak adına CAR değerleri seçim öncesi 10 işlem günü ve seçim sonrası 10 işlem günü için ayrıca hesaplanmıştır. Son aşamada ise hesaplanan CAR değerlerinin ortalamalarının sıfırdan farklı olup olmadıklarına ilişkin sınamalar gerçekleştirilmiştir. Bu sınamalar için parametrik testlerden T testi, parametrik olmayan testlerden ise Wilcoxon işaretli sıra testi kullanılmıştır.

4.1. Beşiktaş Kulübüne Ait Bulgular

Beşiktaş kulübünün halka arz ettiği yıl olan 2002'den 2024 yılı sonuna kadar geçen süreçte yönetim kurulu seçimlerinin tarihleri, bu tarihler gözetilerek belirlenen tahmin pencereleri, olay pencereleri ve piyasa modeline göre hesaplanan CAR değerleri Tablo 1'de sunulmuştur. Tablo 1'de 2002 yılından 2024 yılına kadar gerçekleşen on iki seçime ait bilgiler yer almaktadır. 31.03.2002 tarihinde yapılan seçime ilişkin CAR değerleri geriye dönük 120 günlük fiyat verisine ulaşamadığı için hesaplanamamıştır. Bahsedilen seçim analize dahil edilmemiştir.

Tablo 1. Beşiktaş Kulübü Yönetim Kurulu Seçimleri, Olay-Tahmin Pencereleeri ve CAR Değerleri

Seçim Tarihi	Tahmin Penceresi	Olay Penceresi	Sabit Terim	Beta β	CAR (Seçim Öncesi)	CAR (Seçim Sonrası)	CAR Tüm Periyot
25.01.2004	28.07.2003 09.01.2004	12.01.2004 06.02.2004	0,001	0,233	0,259	-0,001	0,257
30.05.2004	01.12.2003 14.05.2004	17.05.2004 11.06.2004	0,001	0,243	0,050	-0,108	-0,057
28.01.2007	26.07.2006 12.01.2007	15.01.2007 12.02.2007	-0,003	0,110	0,10	-0,027	0,073
31.01.2010	29.07.2009 15.01.2010	18.01.2010 12.02.2010	-0,0004	0,442	0,059	-0,089	-0,030
25.03.2012	27.09.2011 09.03.2012	12.03.2012 06.04.2012	-0,002	0,360	0,068	-0,029	0,039
16.06.2013	18.12.2012 31.05.2013	03.06.2013 28.06.2013	-0,003	0,59	0,063	0,009	0,072
15.05.2016	17.11.2015 29.04.2016	02.05.2016 27.05.2016	0,007	1,18	-0,035	-0,400	-0,435
12.05.2019	13.11.2018 26.04.2019	29.04.2019 24.05.2019	0,00002	0,672	0,149	-0,222	-0,073
20.10.2019	23.04.2019 04.10.2019	07.10.2019 04.11.2019	0,0005	0,997	0,0689	0,0200	0,0889
29.05.2022	24.11.2021 12.05.2022	13.05.2022 10.06.2022	-0,004	0,607	0,123	-0,008	0,115
03.12.2023	31.05.2023 17.11.2023	20.11.2023 15.12.2023	0,010	0,37	-0,024	-0,127	-0,151
29.12.2024	27.06.2024 13.12.2024	16.12.2024 13.01.2025	-0,010	-0,217	0,120	0,054	0,174
Ortalama CAR					0,083	-0,077	0,006
Standart Sapma CAR					0,077	0,127	0,178
T testi (H_0 : ortalama=0)				T	3,72	-2,10	0,12
				P-değeri	0,0034	0,0592	0,91
Wilcoxon işaretli sıra testi (H_0 : ortalama=0)				Z	2.824	-1,96	0,667
				P-değeri	0,0047	0,0499	0,5047

Seçim öncesi on işlem günü için hesaplanan CAR değerlerinin ortalaması 0,083'tür. İncelenen on iki yönetim kurulu seçimden on tanesinde, seçim öncesi on günlük periyotta pozitif anormal getiri gözlenmiştir. T testi ve Wilcoxon testi bulgularına göre seçim öncesi periyotta hesaplanan kümülatif anormal getiriler sıfırdan farklıdır.

Seçim sonrası periyota ait ortalama CAR değeri ise -0,077'dir. On iki seçimden sadece üç tanesinde seçim sonrası periyotta pozitif anormal getiri gözlenmektedir. T testi %10 düzeyinde, Wilcoxon testi ise %5 düzeyinde ortalamanın sıfıra eşit olmadığına işaret etmektedir.

CAR değerleri olay penceresinin tümü için değerlendirildiğinde 0,006 ortalama sahiptir. CAR değerlerine ait en yüksek standart sapma bu periyotta gözlenmektedir. H_0 hipotezi, hem T testi için hem de Wilcoxon testi için reddedilemez. Olay penceresi bütün olarak değerlendirildiğinde Beşiktaş kulübü hisse senetleri için anormal getiri gözlenmemektedir. Ancak seçim öncesi ve seçim sonrası dönemlerde durum farklılaşmaktadır. " H_0 : Dört büyük Türk futbol kulübünde borsaya kote oldukları

dönemlerde gerçekleşen yönetim kurulu seçimleri anormal getirilere sebep olmamaktadır.” hipotezi Beşiktaş kulübü için reddedilemez ve geçerlidir.

4.2. Fenerbahçe Kulübüne Ait Bulgular

Fenerbahçe kulübünün halka arz ettiği yıl olan 2004’ten 2024 yılı sonuna kadar geçen süreçte yönetim kurulu seçimlerinin tarihleri, bu tarihler gözetilerek belirlenen tahmin pencereleri, olay pencereleri ve piyasa modeline göre hesaplanan CAR değerleri Tablo 2’de sunulmuştur. 07.03.2004 tarihinde gerçekleşen seçime ilişkin tahmin penceresinde yeterli veri yoktur. Bahsedilen seçim analizlere dahil edilmemiştir.

Tablo 2. Fenerbahçe Kulübü Yönetim Kurulu Seçimleri, Olay-Tahmin Pencereleri ve CAR Değerleri

Seçim Tarihi	Tahmin Penceresi	Olay Penceresi	Sabit Terim	Beta β	CAR (Seçim Öncesi)	CAR (Seçim Sonrası)	CAR Tüm Periyot
05.03.2006	06.09.2005 17.02.2006	20.02.2006 17.03.2006	0,003	0,063	-0,0306	-0,0407	-0,071
25.06.2006	27.12.2005 09.06.2006	12.06.2006 07.07.2006	0,001	0,368	-0,0029	-0,0377	-0,0407
24.05.2009	14.11.2008 07.05.2009	08.05.2009 05.06.2009	0,001	0,133	0,0698	-0,0398	0,0300
20.05.2012	22.11.2011 04.05.2012	07.05.2012 01.06.2012	0,002	0,364	-0,157	-0,0350	-0,192
03.11.2013	07.05.2013 18.10.2013	21.10.2012 15.11.2013	0,0004	0,614	0,0497	0,0088	0,0586
31.05.2015	02.12.2014 15.05.2015	18.05.2015 12.06.2015	0,001	0,257	-0,264	-0,011	-0,275
03.06.2018	05.12.2017 18.05.2018	21.05.2018 15.06.2018	0,0007	0,574	0,152	-0,154	-0,002
26.06.2021	22.12.2020 11.06.2021	14.06.2021 09.07.2021	0,003	0,407	0,0374	-0,054	-0,0168
09.06.2024	04.12.2023 24.05.2024	27.05.2024 26.06.2024	-0,001	0,410	0,424	0,136	0,560
Ortalama CAR					0,030	-0,025	0,006
Standart Sapma CAR					0,193	0,075	0,235
T testi (H_0 : ortalama=0)				T	0,48	-1,005	0,07
				P-değeri	0,6437	0,3441	0,94
Wilcoxon işaretli sıra testi (H_0 : ortalama=0)				Z	0,533	-1,599	-0,652
				P-değeri	0,5940	0,1097	0,5147

Seçim öncesi periyotta ortalama CAR değeri 0,30’dur. Ancak seçim öncesi periyotta gözlenen pozitif CAR değerlerinin sayısı Beşiktaş’a ait analizlerdeki kadar belirgin bir patern göstermemektedir. Fenerbahçe kulübü için incelenen dokuz yönetim kurulu seçiminden beşinden önce pozitif CAR değeri; dördünden önce negatif CAR değeri gözlenmektedir. Buna paralel olarak seçim öncesi CAR değerlerine ait standart sapma değeri ortalamanın çok üstündendir. T testi ve Wilcoxon testi bulgularına göre H_0 hipotezi seçim öncesi periyot için reddedilemez. Fenerbahçe kulübü yönetim kurulu seçimleri öncesinde piyasada anormal getiri gözlenmemektedir.

Seçim sonrası periyotta ise ortalama CAR değeri -0,25’tir. Dokuz seçimden yedisinden sonra negatif CAR değeri gözlenmektedir. T testi ve Wilcoxon testi

bulgularına göre H_0 hipotezi seçim sonrası periyot için de reddedilemez. Seçim sonrası periyotta gözlenen negatif CAR değerlerinin ortalaması sıfırdan anlamlı bir şekilde farklı değildir. Bu doğrultuda seçim sonrası periyotta Fenerbahçe kulübü hisse senetleri için anormal bir getiri ya da kayıp gözlenmemektedir çıkarımı yapılabilir.

Olay penceresinin tamamında ise ortalama CAR değeri 0,006'dır. Sıfıra oldukça yakın bir ortalama CAR değeri gözlenmiştir. Buna paralel olarak T testi ve Wilcoxon testi bulgularına göre H_0 hipotezi olay penceresinin tamamı için reddedilemez. Genel bir sonuç olarak, Fenerbahçe kulübünde yönetim kurulu seçimlerinin anormal getirilere sebep olmadığı sonucuna ulaşılabilir. " H_0 : Dört büyük Türk futbol kulübünde borsaya kote oldukları dönemlerde gerçekleşen yönetim kurulu seçimleri anormal getirilere sebep olmamaktadır." hipotezi Fenerbahçe kulübü için reddedilemez ve geçerlidir.

Fenerbahçe kulübü araştırma kapsamında ele alınan yönetim kurulu seçimlerinin sadece iki tanesinde başkan adayları arasında kayda değer bir rekabet gözlenmiştir. 2018 yılında Ali Koç aday olarak Aziz Yıldırım'dan başkanlığı devralmıştır. 2024 yılında yapılan seçimde de iki rakip tekrar aday olmuş ve Ali Koç tekrar başkanlığa seçilmiştir. Rekabetin yoğun yaşandığı iki seçime ait CAR değerleri diğer seçimlerden farklılaşmaktadır. Özellikle seçim öncesi periyotlarda, yoğun rekabet yaşanan seçimlerden önce hesaplanan CAR değerleri diğer dönemlere nazaran oldukça yüksektir. Seçim belirsizliği arttıkça daha yüksek CAR değeri gözlenmiştir.

4.3. Galatasaray Kulübüne Ait Bulgular

Galatasaray kulübünün halka arz ettiği yıl olan 2002'den 2024 yılı sonuna kadar geçen süreçte yönetim kurulu seçimlerinin tarihleri, bu tarihler gözetilerek belirlenen tahmin pencereleri, olay pencereleri ve piyasa modeline göre hesaplanan CAR değerleri Tablo 3'te sunulmuştur. 23.03.2002'de gerçekleşen yönetim kurulu seçimi, tahmin penceresinde yeterli veri olmadığı için analize dahil edilmemiştir.

Seçim öncesi periyoda ait ortalama CAR değeri 0,48'dir. Analiz edilen on üç yönetim kurulu seçiminin sekizinden sonra pozitif CAR gözlenmiştir. T testi ve Wilcoxon testi bulgularına göre ortalamanın sıfıra eşit olduğuna dair hipotez reddedilemez. Elde edilen bulgulara göre seçim öncesi periyotta pozitif CAR değerleri gözleniyor olsa da CAR ortalamalarının sıfırdan anlamlı bir şekilde farklı olmaması sebebiyle anormal getiriden söz edilemez.

Seçim sonrası periyotta ise negatif CAR ortalaması gözlenmiştir (-0,48). İncelenen on üç yönetim kurulu seçiminin on tanesinden sonra negatif CAR gözlenmiştir. Ancak seçim sonrası periyoda ait CAR değeri ortalamalarının sıfıra eşit olduğuna dair boş hipotez hem T testi hem de Wilcoxon testine göre kabul edilemez. Bu sebeple seçim sonrası periyotta Galatasaray kulübü hisse senetleri için anormal kayıptan söz edilebilir.

Olay penceresinin tamamı için yapılan analize göre ise ortalama CAR değeri sıfıra çok yakındır. T testi ve Wilcoxon testi boş hipotezleri olay penceresinin tamamı ele alındığında reddedilemez. Elde edilen bulguya göre yönetim kurulu seçimleri olay penceresinin tamamı gözetildiğine anormal getiri ya da kayba sebep olmamaktadır. " H_0 : Dört büyük Türk futbol kulübünde borsaya kote oldukları dönemlerde gerçekleşen yönetim kurulu seçimleri anormal getirilere sebep olmamaktadır." hipotezi reddedilemez ve geçerlidir. Olay penceresinin tamamı için elde edilen bulgu Beşiktaş ve Fenerbahçe kulüpleri için elde edilen bulgulara paraleldir.

Tablo 3. Galatasaray Kulübü Yönetim Kurulu Seçimleri, Olay-Tahmin Pencereleeri ve CAR Değerleri

Seçim Tarihi	Tahmin Penceresi	Olay Penceresi	Sabit Terim	Beta β	CAR (Seçim Öncesi)	CAR (Seçim Sonrası)	CAR Tüm Periyot
20.03.2004	23.09.2003 05.03.2004	08.03.2004 02.04.2004	0,003	0,213	-0,007	-0,036	-0,043
25.03.2006	27.09.2005 10.03.2006	13.03.2006 07.04.2006	-0,0008	0,323	0,258	-0,065	0,193
22.03.2008	18.09.2007 07.03.2008	10.03.2008 04.04.2008	0,001	-0,002	-0,0348	-0,0154	-0,050
27.03.2010	24.09.2009 12.03.2010	15.03.2010 09.04.2010	0,001	0,369	0,0020	-0,092	-0,090
14.05.2011	16.11.2010 29.04.2011	02.05.2011 27.05.2011	0,002	0,945	0,1023	-0,1016	0,0007
22.06.2013	25.12.2012 07.06.2013	10.06.2013 05.07.2013	-0,002	0,652	0,062	0,016	0,078
25.10.2014	29.04.2014 10.10.2014	13.10.2014 07.11.2014	-0,001	0,481	0,0180	-0,001	0,0170
23.05.2015	25.11.2014 08.05.2015	11.05.2015 05.06.2015	0,0008	0,686	0,3487	-0,176	0,172
20.01.2018	01.08.2017 12.01.2018	15.01.2018 09.02.2018	-0,002	1,10	-0,048	0,042	-0,006
26.05.2018	28.11.2017 11.05.2018	14.05.2018 08.06.2018	0,002	0,749	-0,255	-0,091	-0,347
19.06.2021	15.12.2020 04.06.2021	07.06.2021 02.07.2021	-0,0003	0,187	0,1977	-0,095	0,1018
19.06.2022	15.12.2021 03.06.2022	06.06.2022 01.07.2022	-0,00001	0,436	-0,039	0,066	0,027
25.05.2024	20.11.2023 10.05.2024	13.05.2024 07.06.2024	0,001	0,407	0,027	-0,085	-0,058
Ortalama CAR					0,048	-0,048	-0,0003
Standart Sapma CAR					0,153	0,068	0,135
T testi (H_0 : ortalama=0)				T	1,14	-2,58	-0,009
				P-değeri	0,27	0,023	0,992
Wilcoxon işaretli sıra testi (H_0 : ortalama=0)				Z	1,013	-2,132	0,245
				P-değeri	0,3109	0,0330	0,8068

4.4. Trabzonspor Kulübüne Ait Bulgular

Trabzonspor kulübünün halka arz ettiği yıl olan 2005'ten 2024 yılı sonuna kadar geçen süreçte yönetim kurulu seçimlerinin tarihleri, bu tarihler gözetilerek belirlenen tahmin pencereleeri, olay pencereleeri ve piyasa modeline göre hesaplanan CAR değerleri Tablo 4'te sunulmuştur.

Seçim öncesi periyoda ait ortalama CAR değeri $-0,022$ 'dir. Trabzonspor için incelenen on yönetim kurulu seçiminden yedi tanesinden önce pozitif CAR değeri hesaplanmıştır. Seçim öncesi periyota ait CAR değerlerinin sıfıra eşit olduğuna dair hipotez hem T testi bulgularına göre hem de Wilcoxon testi bulgularına göre reddedilemez. Elde edilen bulgulara göre Trabzonspor kulübü hisse senetlerinde seçim öncesi periyotta anormal getiri ya da kayıp gözlenmemektedir.

Seçim sonrası periyotta ise ortalama CAR değeri $-0,037$ 'dir. İncelenen on yönetim kurulu seçiminin beşinden sonra pozitif CAR; beşinden sonra ise negatif CAR gözlenmiştir. T testi ve Wilcoxon testi bulgularına göre CAR değerlerinin ortalamasının sıfıra eşit olduğuna dair hipotez reddedilemez. Seçim öncesi periyotta olduğu gibi seçim sonrası periyotta da anormal getiri ya da kayıptan söz edilemez.

Olay penceresinin tamamına ilişkin yapılan analizlere göre ortalama CAR değeri $-0,06$ 'dır. T testi ve Wilcoxon testi bulgularına göre CAR değerlerinin ortalamasının sıfıra eşit olduğuna dair hipotez olay penceresinin tamamı için reddedilemez. Elde edilen bulgulara göre yönetim kurulu seçimleri Trabzonspor kulübü hisse senedi getirileri üzerinde anormal getiri ya da kayba neden olmamaktadır. " H_0 : Dört büyük Türk futbol kulübünde borsaya kote oldukları dönemlerde gerçekleşen yönetim kurulu seçimleri anormal getirilere sebep olmamaktadır." hipotezi reddedilemez ve geçerlidir.

Tablo 4. Trabzonspor Kulübü Yönetim Kurulu Seçimleri, Olay-Tahmin Pencereleeri ve CAR Değerleri

Seçim Tarihi	Tahmin Penceresi	Olay Penceresi	Sabit Terim	Beta β	CAR (Seçim Öncesi)	CAR (Seçim Sonrası)	CAR Tüm Periyot
18.12.2005	21.06.2005 02.12.2005	05.12.2005 30.12.2005	0,0002	0,216	0,045	0,057	0,102
10.02.2008	07.08.2007 25.01.2008	28.01.2008 22.02.2008	0,004	0,094	0,024	0,065	0,089
04.07.2009	02.01.2009 19.06.2009	22.06.2009 17.07.2009	0,002	0,074	-0,018	-0,031	-0,049
19.12.2010	22.06.2010 03.12.2010	06.12.2010 31.12.2010	0,012	0,064	-0,0215	-0,214	-0,235
26.05.2013	27.11.2012 10.05.2013	13.05.2013 07.06.2013	-0,006	0,567	0,0393	0,0509	0,0902
06.12.2015	08.06.2015 20.11.2015	23.11.2015 18.12.2015	0,439	0,002	0,014	-0,102	-0,088
08.04.2018	10.10.2017 23.03.2018	26.03.2018 20.04.2018	-0,002	0,844	0,008	-0,050	-0,042
02.12.2018	05.05.2018 16.11.2018	19.11.2018 14.12.2018	0,00004	0,711	0,007	0,143	0,150
05.12.2021	28.05.2021 19.11.2021	22.11.2021 17.12.2021	0,008	1,38	-0,345	-0,321	-0,667
26.03.2023	21.09.2022 10.03.2023	13.03.2023 07.04.2023	-0,003	0,732	0,0217	0,0263	0,0480
Ortalama CAR					-0,022	-0,037	-0,060
Standart Sapma CAR					0,115	0,141	0,241
T testi (H_0 : ortalama=0)				T	-0,6185	-0,8408	-0,7864
				P-değeri	0,5516	0,4222	0,4518
Wilcoxon işaretli sıra testi (H_0 : ortalama=0)				Z	0,866	-0,357	0,051
				P-değeri	0,3863	0,7213	0,9594

Trabzonspor kulübü için incelenen yönetim kurulu seçimleri arasında 05.12.2021'de yapılan seçime ilişkin CAR değerleri dikkat çekmektedir. Bu seçim öncesinde elde edilen CAR değeri $-0,345$ 'tir. Seçim sonrasında ise CAR değeri $-0,321$ olarak hesaplanmıştır. Bu durum diğer seçimlere ait CAR değerleri gözetildiğinde istatistiki

olarak aykırı değer olarak düşünülebilir. Bu seçime ilişkin CAR değerleri analizden hariç bırakıldığında CAR değerlerinin ortalaması seçim öncesi için 0,013; seçim sonrası için -0,006; olay penceresinin tamamı için ise 0,007 olarak hesaplanmıştır. Ancak T testi ve Wilcoxon testi sonuçları bu durumda da değişmemektedir. CAR ortalamalarının sıfıra eşit olma hipotezi seçim öncesi, seçim sonrası ve olay penceresinin tamamı için reddedilemez. Bu sebeple Trabzonspor kulübünde seçim sonuçlarının hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığına dair elde edilen genel sonuç geçerliliğini korumaktadır.

5. Sonuç ve Öneriler

Futbol kulüplerinde halka açık şirket statüsünde faaliyet gösterme durumuna çok sık rastlanmamaktadır. Türkiye'deki dört büyük kulüp bu konuda dünyadaki genel eğilimden ayrılmaktadır. Türkiye'nin sportif olarak en başarılı dört spor kulübünün futbol şubeleri 2000'li yılların başından itibaren şirketleşerek halka arz etmişlerdir. Türk kulüplerinin Avrupa ve Dünya'daki emsallerinden ayrıştığı bir diğer nokta ise hibrit tüzel kişiliklere sahip olmalarıdır. Kulüpler dernek olarak faaliyetlerine devam etmektedirler ancak futbol şubeleri halka açık şirket statüsündedir. Bu sebeple dernek tüzüklerinde belirlenen seçim sürelerinde yönetim kurulu seçimleri yapılmaktadır. Anonim şirket statüsündeki futbol şubelerinin yönetimleri de dernek seçimleriyle birlikte değişmektedir.

Yatırımcı duygularına etki eden olayların hisse senedi getirilerine etkisi üzerine geniş ve yerleşik bir literatür mevcuttur. Spor olayları; insanların duygu durumlarını etkileyen ve geniş kitlelere hitap eden organizasyonlardır. Buna paralel olarak spor organizasyonlarının hisse senedi piyasalarına etkisi araştırmacıların ilgisini çeken bir konudur. Dünyanın en popüler spor branşı olarak kabul edilen futbol organizasyonları ise bahsedilen literatürün önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Müsabaka sonuçları ve transfer hareketliliği gibi insanların duygu değişimlerine çabuk etki eden olayların hisse senedi getirilerine etkisi bu bağlamda literatürde en sık ele alınan konular olarak gözlenmektedir (Dwi vd., 2021; Frick ve Semmelroth, 2021; Truong, Tran, Bakry, Nguyen, ve Mohamad, 2021).

Ancak literatür incelendiğinde futbol kulüplerinde yönetim değişikliklerinin veya yönetim kurulu seçimlerinin hisse senedi getirileri üzerine yapılmış bir çalışmaya rastlanmamıştır. Araştırma, literatürde gözlenen bu boşluk gözetilerek yönetim kurulu seçim sonuçlarının hisse senedi getirilerine etkisini ele almaktadır. Olay analiziyle yürütülen çalışmanın bulgularına göre seçim süreçlerinde hesaplanan kümülatif getirilerin ortalamaları sıfırdan farklı değildir. Elde edilen bulgulara göre Borsa İstanbul'un yarı formda etkin olduğu sonucuna ulaşılabilir.

Diğer taraftan olay analizleri seçim öncesi periyotlar ve seçim sonrası periyotlar için ele alındıklarında hesaplanan kümülatif anormal getiriler kulüpler için farklılaşmaktadır. Beşiktaş'ta seçim öncesi pozitif, istatistiki olarak anlamlı anormal getiri, seçim sonrası negatif, istatistiki olarak anlamlı anormal getiri; Galatasaray'da ise seçim sonrası negatif ve istatistiki olarak anlamlı anormal getiri gözlenmiştir. Galatasaray için hesaplanan seçim öncesi anormal getiri ortalamaları sıfırdan anlamlı bir şekilde farklı değildir. Ayrıca Fenerbahçe ve Trabzonspor için elde edilen anormal

getiriler hem seçim öncesi periyot için hem de seçim sonrası periyot için sıfırdan anlamlı bir şekilde farklı değildir.

Gerek araştırmanın metodolojik sınırları gerekse literatürde hâlâ mevcut olan boşluklar gözetildiğinde gelecekte yapılacak çalışmalar için birtakım öneriler geliştirilmiştir. Öncelikle olay analizi metodolojisinde piyasa modeli tercih edilmiştir. İlişkili literatür gözetilerek CAPM veya farklı bir faktör modeliyle elde edilen bulgular sağlamlık testine tabi tutulabilir (Parlak ve Bışirici, 2014) Metodoloji kaynaklı bir diğer kısıt ise araştırma örnekleminde kaynaklanmaktadır. Başka ülkelerde faaliyet gösteren kulüpler de analiz edilerek Türkiye örneklemini için elde edilen sonuçlarla kıyaslanabilir. Diğer taraftan yönetim kurulu değişimi veya üst düzey yönetim kademesindeki değişiklikler farklı sektörler için de araştırma konusu yapılabilir. CEO, CFO değişimi gibi kritik yönetim kademelerindeki değişiklikler yatırımcıların çeşitli beklentilerle pozisyon almalarına ve anomalilere sebep olabilir. Çeşitli mali ve operasyonel göstergelere göre başarısız olarak kabul edilecek işletmelerde üst düzey yönetim değişimleri pozitif beklentiye neden olabilecek ve yatırımcıların bu değişimlere olan reaksiyonları piyasa anomalilerine sebep olabilecektir.

Referanslar

- Akşar, T. (2011, Ocak 24). Kulüpler Sportif AŞ'lerden kurtulmaya çalışıyorlar. [Dünya Gazetesi] Erişim Adresi <https://www.dunya.com/kose-yazisi/kulupler-sportif-as039lerden-kurtulmaya-calisiyorlar/8883>
- Akyüz, M. E. (2005). *Futbol kulüplerinin şirketleşmesi ve halka açılması: Avrupa futbol piyasasındaki gelişmeler çerçevesinde Beşiktaş, Fenerbahçe, Galatasaray ve Trabzonspor örneğinin değerlendirilmesi*. (Yeterlilik Etüdü) Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Dairesi, İstanbul
- Altınçubuk, B., & Ünal, S. (2024). Üst kademe kuramı doğrultusunda CEO değişiminin hisse senedi getirisine etkisi. *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 60, 91-102. <https://doi.org/10.30794/pausbed.1353644>
- Bhana, N. (2016). The stock market reaction to board changes: The South African experience. *Journal of Emerging Market Finance*, 15(3), 269-294. <https://doi.org/10.1177/0972652716666459>
- Boido, C., Aliano, M., & Galloppo, G. (2023). Top-flight European football teams and stock returns: Market reactions to sporting events. *Journal of Economics and Finance*, 47(4), 1041-1061. <https://doi.org/10.1007/s12197-023-09643-w>
- Deloitte. (2025). Football money league 2025. Erişim Adresi <https://www.deloitte.com/uk/en/services/financial-advisory/analysis/deloitte-football-money-league.html>
- Dwi, A., Dorkas, R., & Dolfriandra, H. (2021). Market reactions to football match results: The effect of venues and competition types. *The European Journal of Applied Economics*, 18(1), 55-72. <https://doi.org/10.5937/EJAE18-28284>
- Edmans, A., Garcia, D., & Norli, Ø. (2007). Sports sentiment and stock returns. *The Journal of finance*, 62(4), 1967-1998.
- Erkiliç, A. Y., & Karacaer, S. (2022). Türk turizm sektöründe piyasa etkinliği: Ekonomik büyüme üzerine olay çalışması. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 14(4), 3376-3388. <https://doi.org/10.20491/isarder.2022.1568>

- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fox, A., & Opong, K. (1999). The impact of board changes on shareholder wealth: Some UK evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 7(4), 385-396. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00169>
- Frick, B., & Semmelroth, D. (2021). The effects of (un)expected match outcomes on stock return: A case study of Borussia Dortmund. *International Journal of Sport Finance*, 16(4), 167-183. <https://doi.org/10.32731/ijsf/164.112021.01>
- Galloppo, G., & Boido, C. (2020). How much is a goal in the football championship worth? Match results and stock price reaction. *International Journal of Sport Finance*, 15(2), 83-92. <https://doi.org/10.32731/ijsf/152.052020.03>
- Hirshleifer, D. (2015). Behavioral finance. *Annual Review of Financial Economics*, 7(1), 133-159. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-092214-043752>
- Huberman, G., & Regev, T. (2001). Contagious speculation and a cure for cancer: A nonevent that made stock prices soar. *The Journal of Finance*, 56(1), 387-396. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00330>
- Jeon, Y., McCurdy, T. H., & Zhao, X. (2022). News as sources of jumps in stock returns: Evidence from 21 million news articles for 9000 companies. *Journal of Financial Economics*, 145(2), 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.08.002>
- Kanışlı, E., & Gül, M. (2024). "Transfer çalımı" niteliğindeki futbolcu transferlerinin hisse senedi fiyatlarına etkisi: Türkiye Süper Ligi 2022-2023 sezonu. *Hitit Sosyal Bilimler Dergisi, ICAFR'23 Özel Sayısı*, 172-194. <https://doi.org/10.17218/hititsbd.1391436>
- Karan, M. B. (2013). *Yatırım analizi ve portföy yönetimi* (4. Baskı). Gazi Kitabevi.
- Kohli, B., & Pillai, D. (2018). Influence of board reformation on the stock returns: An event study. *International Journal of Engineering & Technology*, 7(3.16), 71. <https://doi.org/10.14419/ijet.v7i3.4.16186>
- Kościółek, S. (2022). Heterogeneity of motivations among crowdinvestors: Evidence from the football industry. *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation*, 18(4), 157-183. <https://doi.org/10.7341/20221845>
- Li, K. (2018). Reaction to news in the Chinese stock market: A study on Xiong'an new area strategy. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 19, 36-38. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2018.03.004>
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.
- Malkiel, B. G. (2003). The efficient market hypothesis and its critics. *Journal of economic perspectives*, 17(1), 59-82.
- Mendez, C. F. (2011). The wealth effects of managerial turnover: Implications for the Spanish corporate governance system. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 1(10). <https://doi.org/10.19030/iber.v1i10.3984>
- Nizer, P. S. M., & Nievola, J. C. (2012). Predicting published news effect in the Brazilian stock market. *Expert Systems with Applications*, 39(12), 10674-10680. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2012.02.162>
- Padmavathy, M. (2024). Behavioral finance and stock market anomalies: Exploring psychological factors influencing investment decisions. *Shanlax International Journal of Management*, 11(1), 191-197.
- Parlak, D., & Bişirici, E. (2014). İki spor kulübünün hisse senedi getirileri üzerine bir inceleme. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 15(2), 181-192.

- Prigge, S., & Tegtmeier, L. (2020). Football stocks: a new asset class attractive to institutional investors? Empirical results and impulses for researching investor motivations beyond return. *Sport, Business and Management: An International Journal*, 10(4), 471-494. <https://doi.org/10.1108/SBM-07-2019-0063>
- Ricciardi, V., & Simon, H. K. (2000). What is behavioral finance? *Business, Education & Technology Journal*, 2(2), 1-9.
- Saban, M., & Demirci, F. (2016). Finansal fair play ve Türkiye'deki dört büyük futbol kulübünün uyum düzeyinin incelenmesi. *Mali Çözüm*, 137.
- Sezer, Y. (2015). *Futbol kulüplerinin maç sonuçlarının borsa değerine etkisi: Borsa İstanbul'a kote spor şirketleri üzerine bir uygulama* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara
- Soana, M. G., Lippi, A., & Rossi, S. (2024). Do financial markets price UEFA Champions League competition events? *EuroMed Journal of Business*, 19(2), 208-228. <https://doi.org/10.1108/EMJB-09-2021-0134>
- Supino, E., & Marano, M. (2024). Capital gains from player transfers as a value creation tool: Some evidence from European listed football clubs. *Sport, Business and Management: An International Journal*, 14(1), 80-98. <https://doi.org/10.1108/SBM-03-2023-0029>
- Supino, E., Tenucci, A., & Di Nanna, G. (2024). Sports failures and stock returns between rationality and emotionality: Evidence from the UEFA Champions League. *Research in International Business and Finance*, 70. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102359>
- Torun, R., & Karan, M. B. (2023). Pay geri alım programlarında firma büyüklüğü etkisi: Borsa İstanbul üzerine bir uygulama. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 15(2), 1355-1373. <https://doi.org/10.20491/isarder.2023.1654>
- Truong, Q.-T., Tran, Q.-N., Bakry, W., Nguyen, D. N., & Al-Mohamad, S. (2021). Football sentiment and stock market returns: Evidence from a frontier market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 30, 100472. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100472>
- Voußem, B. A., Burchard, C. H., Schäffer, U., & Schweizer, D. (2013). Sudden top management turnovers and their effects on capital markets: Evidence from a country with low managerial discretion. M. Welge, P. Witt (Ed.), *Corporate Governance in Mittelständischen Unternehmen* içinde (149-184 ss.). Springer Fachmedien Wiesbaden. https://doi.org/10.1007/978-3-658-02429-1_7
- Warner, J. B., Watts, R. L., & Wruck, K. H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*, 20, 461-492. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90054-2](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90054-2)
- Ying, Q., Yousaf, T., Ain, Q. U., Akhtar, Y., & Rasheed, M. S. (2019). Stock investment and excess returns: a critical review in the light of the efficient market hypothesis. *Journal of risk and financial management*, 12(2), 97. <https://doi.org/10.3390/jrfm12020097>