

FUTBOL KULÜPLERİ İÇİN DEĞERLEME ÇERÇEVESİ

Musa KIZILTEPE¹

Geliş Tarihi: 04.07.2012
Kabul Tarihi: 17.01.2013

ÖZET

Bu çalışmada, bir işletme olarak futbol kulüplerinin değerlemesinin nasıl yapılması gerektiğini anlamak üzere, işletme değerlemesi, futbol kulüplerinin varlık-kaynak yapısı, gelir ve harcama kalemleri ile futbol endüstrisinin uluslararası ve ulusal boyutta işleyiş mekanizmaları hakkında genel bilgilere yer verilmiştir. Bununla birlikte, futbol kulüplerinin halka arzı öncelikli olmak üzere kulüplerde değer yaratımı faktörleri, kulüplerin en önemli varlıkları ve faaliyet kaynağı olan futbolcular ve bunların değerlemesi hakkında detaylı bilgilere yer verilmiş ve kulüp değerlemesi hakkında teorik düzeyde kabul edilen farklı yaklaşımlar tartışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Futbol endüstrisi, Futbol şirketleri, Kulüp değerlemesi, Futbolcu değerlemesi.

VALUATION FRAMEWORK FOR FOOTBALL CLUBS

ABSTRACT

This study contains general information about company valuation, asset and liability structure of football companies, their receipts and expences, national and international rules for football industry. Those information give a notion and lay a base helping to answer the question: how to value football clubs? Additionally, factors of value creation in football clubs especially public offerings of them, football players as the most valuable assets of clubs and their financial evaluation are also examined and different theoretic approaches for club valuation are criticised.

Key Words: Football industry, Football companies, Club valuation, Player valuation.

GİRİŞ

Diğer bütün işletmelerde olduğu gibi spor şirketlerinde de şirketin alım-satıma konu olması, hisse değişimleri, yeniden yapılanma, halka arz, birleşme ve ayrılmalarda, sermaye artırımında, rüçhan hakkının kullanımında, kredi derecelemesinde, sigorta işlerinde ve çalışan ücretlerinin belirlenmesinde şirket değerlemesinin yapılmasına ihtiyaç duyulabilir.

Şirketin sahipleri, potansiyel yatırımcılar, hissedarları, yönetim kurulu, çalışanlar, iş ortakları, rakipleri, finansal kurumlar, vergi kurumları, sermaye piyasası kurum ve kuruluşları, danışmanlar gibi birçok kesim o şirketin değerini bilmeye ihtiyaç duyabilir. Şirket değerlemesinin taraflar açısından, yönlendirme, tartışmaya açma, müzakere ettirme, bilgilendirme ve koruma sağlama gibi fonksiyonları vardır.

İŞLETME DEĞERLEMESİ

İşletmelerin değerlemesinde, genel olarak dört adet değerlendirme yaklaşımı bulunmakta ve kullanılmaktadır. Bu yaklaşımlar (Pawlak and Smolen, 2008) şu şekildedir:

1. Aktif Bazlı Yaklaşım
 - 1.1. Defter/Düzeltilmiş Defter Değeri
 - 1.2. Tasfiye Değeri (Likiditasyon)
 - 1.3. Net Aktif Değeri (Replacement)
2. Gelir Yaklaşımı
 - 2.1. İndirgenmiş Kar Payları
 - 2.2. İndirgenmiş Nakit Akımları

¹ kiziltepe@gmail.com, Ankara Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, Taşınmaz Geliştirme Anabilim Dalı.

3. Piyasa Değeri Yaklaşımı
 - 3.1. Karşılaştırılabilir Satış Analizleri
 - 3.2. Piyasa Çarpanı
4. Karma Yöntemler (German) (1).

Bu yaklaşımlar, kısaca, şirketin sahip olduğu varlıkların o şirketin değerini belirlediği varsayımıyla kullanılan; **aktif bazlı yaklaşım**, şirketin gelecekte üretmesi muhtemel gelirlerinin şirketin değeri olduğunu esas alan; **gelir yaklaşımı**, benzer şirketlerin satışlarına kıyasen tahmin edilebilir şirket değerinin belirlenmesi; **piyasa değeri yaklaşımı** ve bu yaklaşımların zaman zaman bir arada kullanılması gereksinimi duyulduğunda veya her bir yöntemle ayrı ayrı tespit edilen şirket değerleri arasında açıklanamaz ölçüde bir fark oluştuğunda başvurulan; **karma yöntemler** olarak açıklanmaktadır (1, 2, 3, 4).

Değerleme nihayetinde bir tahmin işi olduğundan bu yaklaşımların her birinin eleştiriye açık yönleri olduğunu söylemek gerekir. Bu eleştiri veya yaklaşımların zayıf yanları değerlemenin bağlamına, yapılış amacına göre hangi yöntemin daha sağlıklı sonuç verebileceği noktasında ilgisine fikir verebilmektedir. Örneğin, aktif bazlı yaklaşımların şirketlerin marka, organizasyon yapısı, çalışan faktörü, müşteri ilişkileri, tedarik ağı gibi sahip olduğu somut olmayan varlıkları (intangibles), diğer bir ifadeyle şerefiyeleri (goodwill) hesaplamalarda gözardı ettiğinden düşük karlılık düzeyindeki şirketlerin, kapanma-tasfiye veya iflas sürecindeki şirketlerin değerlendirilmesinde kullanılması tavsiye edilmemektedir (5).

Gelir yaklaşımlarının ise karlılık düzeyi yüksek olan, sık borçlanan şirketlerde kullanılması, geniş varlık yapısına sahip olan şirketlerde kullanılmaması gerektiği belirtilmektedir. Piyasa yaklaşımının da sağlıklı, karşılaştırılabilir piyasa verilerinin bulunduğu, alım-satımın sık gerçekleştiği ortamlarda kullanılması önerilmektedir. Bu yaklaşımda piyasada/borsada işlem gören hisse senedi fiyatlarının mütemediyen kullanılabilirliği belirtilmekteyse de kimileri bu yaklaşımı şirketlerin piyasada sık işlem gören senetlerinin azınlık hisseleri olduğu düşünülüyor; nitelikli, şirketi kontrol edebilir orandaki hisselerin değerlendirilmesiyle eşdeğer olmayabileceğinden ötürü eleştirmektedir (5, 6).

Şirket değerlemesinin; varlıklardan, varlığa sahip olma/bulundurma haklarından veya yöneticilerin niteliğine kadar geniş bir yelpazede yapılması gerekebileceğini, makine ekipman gibi basit varlıklardan başlayarak, arazi, bina, tesis gibi kompleks yapıları içerebileceğini, marka, nam gibi faktörlerin göz ardı edilemeyeceği çok büyük şirketlere kadar uzanabileceğini söylemek gerekir.

Ayrıca, değerlemeye konu şirketin değerine etkiyebilecek önemli faktörler bulunmaktadır. Şirketin varlık ve sermaye yapısı ile likidite durumunun, geçmişte elde ettiği karlar ile gelecekteki kar yaratma gücünün, geçmişteki kar payı politikalarıyla kar payı dağıtma kapasitesinin, planladığı yatırımları ile bunlardan beklenen nakit getirilerinin, kullandığı teknoloji ve ar-ge faaliyetlerinin, sahip olduğu haklar ve şerefiyelerin, genel ekonomik seyir ve sektörel durumun, faaliyette kullandığı makine ve gereçlerin, ürün ve hizmetlerin pazarlanabilirliği ve dağıtım kanallarının, şirketin büyüme potansiyelini ve barındırdığı riskleri doğrudan belirlediğini de söylemek gerekir (2, 3, 4).

FUTBOL KULÜPLERİNİN VARLIKLARI ve KAYNAKLARI

Bir endüstri olarak spor; profesyonel ve amatör takımların, liglerin ve organizasyonların bulunduğu, bu organizasyon içinde spor aktivitelerini gerçekleştiren, yöneten ve spor takımlarına sahip olan şirketlerin bulunduğu bir piyasadır (Penz, 2006'nın içinde Hoover). Bu endüstri içinde ana faaliyeti kurumsal bir lig yapısı içinde bağımsız şekilde yarışan spor kulüpleri gerçekleştirir (7).

Bir işletme olarak spor kulüplerindeki iş aktiviteleri ise müsabaka ve antrenmanlardan oluşan ana spor faaliyetleri, müsabakaların organizasyon ve koordinasyon işleri, bilet ve malzeme gibi ürünlerin konu olduğu doğrudan satışlar, yayın/ısım hakları devri, sponsorluk, stat içi ve dışı reklamlardan oluşan pazarlamaya dayalı dolaylı satışlar ve stadyum işletmesi, bağlı işletme ve iştiraklerin yönetiminden oluşan diğer aktivitelerdir (8).

Spor kulüplerinin varlıkları ve kaynakları arasında herhangi bir işletmede bulunabilecek varlık-kaynak kalemleri olabildiği gibi spor işletmelerini üretim işletmelerinden ayıran, uzun dönemli somut ve somut olmayan sermaye unsurları da bulunmaktadır. Bu endüstride somut olmayan varlıkların en önemlileri; kulüplere ve sporculara federasyonlar tarafından verilen, faaliyet yetkisi olarak adlandırılacak lisanslardır (8). Bunun yanında yukarıda bahsedildiği üzere isim/yayın hakkı devri, reklam ve sponsorluk gibi anlaşma/sözleşmeye dayalı, somut olmayan pek çok unsur önemli varlık kalemleri arasında yer almaktadır.

Kulüplerin somut varlıkları ise idman/müsabaka tesisleri, stadyum ve oyun salonları gibi ilgili sporun türüne göre bulunan tüm taşınır ve taşınmazlardır. Spor kulüplerinin kaynakları, herhangi bir işletmeden farksız olarak para ve sermaye piyasalarından yapılacak borçlanmalar, özsermayeleri ve faaliyet karlarıdır. Bunlara ek olarak, varsa çeşitli devlet yardım ve destekleri de kaynak kalemleri arasında yerini alabilir. Uygulamalı ekonomide spor finansmanı olarak anılmaya başlanan bu uzmanlık alanında, stadyum finansmanı, kulüplerde sermaye birikimi, spor endüstrisinin genel ekonomiye etkileri, sporcu kontratları ve kulüplerin değerlendirilmesi gibi konuların akademik çevrelerce son yıllarda popüler biçimde çalışılmaya başlandığı görülmektedir (9).

FUTBOL KULÜPLERİNİN GELİR ve HARCAMALARI

Geleneksel olarak spor ligleri ve takımlarının ana geliri müsabakalarda kazanılan bilet satış gelirleri iken son yıllarda spor ürünleri ve diğer ürünlerin satışı, sponsorluk, televizyon ve diğer medyadan edinilen gelirlerin payı önemli ölçüde artmıştır. Son 10-20 yılda bir sektör olarak spor endüstrisinin hızla katlanarak büyümesinin (Forbes'a göre en değerli futbol kulübü olan Manchester United 2003 yılında 800 milyon usd değerinde bir kulüp iken 2012 yılında 2.25 milyar USD piyasa değerine ulaşmıştır) TV yayınları ve yayın haklarının değerlendirilmesinden geldiği düşünülmektedir. Televizyon yayını dışında, kulüplerin internet, video oyunları ve benzeri kanallardan elde ettikleri gelirleri de bulunmaktadır.

Kotab ve Scholleva'ya (2011) göre genelde spor kulüplerinin ve özelde futbol kulüplerinin ana gelir ve harcama kalemleri şunlardır:

"Gelirler: Reklam ve sponsorluk gelirleri, Yayın haklarının satışından edinilen gelirler, Sporcuların satışından edinilen gelirler, Bilet satışı ve stat işletme gelirleri, Ürün satışları.

Harcamalar: Sporcu ve teknik ekiplerin ücretleri, Kulüp işletme/genel yönetim giderleri, Sporcu satınması ve bonservis amortismanları, Resmi yükümlülükler." (10).

Van der Berg'in (2011) *bir işletme olarak futbol kulüplerinin sağlıklı gelir yapısı hangi kompozisyonla oluşmalıdır?* sorusuna cevap aradığı tezinde ilginç saptamalar yer almaktadır. Bu çalışmada kulüp gelirleri; maç günü gelirleri (bilet satışı ve stadyum gelirleri), yayın hakkı gelirleri ve diğer gelirler (reklam ve sponsorluk, sporcu ve ürün satışı) olmak üzere üç ana kaleme ayrılmış, bu kalemlerin birbirine yakın bir ağırlıkta gelir kompozisyonunu oluşturmasının kulüpler için en sağlıklı gelir yapısı olduğu sonucuna ulaşılmıştır (11).

Çalışma bulguları arasında, birinci ligler bazında İspanya (La Liga) %38 maç günü geliri, % 31 yayın hakkı ve % 31 diğer gelirler dağılımıyla en sağlıklı gelir yapısına sahip kulüplerin bulunduğu lig olarak belirlenmiştir. Onun ardından dengeli gelir yapısıyla Almanya (Bundesliga) ve İngiltere (Premier League) gelmekte, İtalya (Seri A) ve Fransa (Ligue 1) liglerinde % 45-55 aralığında yayın hakkı gelirlerine bağımlılık, İskoçya'da (Premier) ise (Avrupa ligleri arasında en yüksek oran olan) % 50 oranla maç günü gelirlerine bağımlılık olduğu görülmüştür. Sayılan ligler dışında geri kalan tüm UEFA liglerinde ise kulüplerin ağırlıklı olarak diğer gelir kalemlerine bağımlı olduğu saptanmıştır. Bu doğrultuda, Türkiye (Süper Lig) birinci futbol liginde % 55 oranla diğer gelir kalemlerine bağımlılık olduğu ve maç günü gelirlerinin oransal olarak diğer gelirlere kıyasla düşük kaldığı belirlenmiştir. Bu sayılarla Türkiye ligi 53 UEFA ligi arasında gelir yapısı sağlamlığı açısından 9-12 sıralama aralığında yer almakta, pek çok küçük lige kıyasla iyi durumda görünmektedir.

Bu gelir kalemleri arasında bilet satışının geleneksel gelir unsuru olduğunu, yayın hakkı satışlarından kulüplerin henüz 10-15 yıldır gelir elde ettiğini, fakat yayın hakkı gelirlerinin de yıldan yıla dramatik biçimde arttığını söylemek gerekir. (Deloitte raporlarına göre Manchester United'ın yayın gelirlerinin bütçe payı 1997'de % 17 iken 2009'da % 37 olarak gerçekleşmiştir. Aynı şekilde UEFA raporlarına göre İngiltere Ligi'nde 2009 yılı itibariyle tüm takımların ortalama yayın geliri % 36 oranıyla sektörün en büyük gelir kalemini oluşturmuştur.)

Buna rağmen araştırmacılar, bilet satış gelirlerinin halen tüm kulüp gelirlerinin ana itici faktörü olduğunu belirtmektedir. Birçok araştırmada bilet/stadyum gelirlerinin artışıyla birlikte reklam, yayın, diğer ticari gelirlerin de hızla arttığı, aynı şekilde bilet/stadyum gelirleri düştüğünde tüm gelirlerin hızla düştüğü sonucu saptanmıştır. Bir diğer önemli saptama da bir ligde rekabet düzeyi (şampiyonluk adayı takım sayısı) arttıkça o ligde stadyum izleyicisinin de televizyon izleyicisinin de arttığıdır. Televizyon izleyicisi kavramı aslen futbolun sevilirliğiyle ilgili olup, ligden lige stadyum seyircisi ve televizyon seyircisi arasındaki bağıntının değiştiği de görülmektedir. Elbette ki yayın hakkı projeksiyonlarında stadyum seyircisi yerine bu kavram kullanılmaktadır.

Spor kulüplerinin gelirlerinden bahsederken, gelir artışı ve sportif başarı arasında hayli yüksek bir korelasyon olduğunu söylemek gerekir. Bu endüstride sportif başarının sağladığı gelir artış etkisi hiçbir finansal yönetim ve pazarlama aksiyonuyla yakalanamayacak kadar büyüktür. Tersine şekilde, kulüplerin alışlagelmiş başarı düzeyinde art arda düşme görülürse tüm gelirlerde birden düşme eğilimi görülmektedir. Bu düşüş sporcu değerlerine yansiyacak kadar ciddi düzeyde olabilir. Bu hallerde kulüpler genellikle gelecek sezon giderlerini azaltmak üzere çözüm arama yoluna giderler.

Diğer taraftan kulüplerin harcama kalemlerine bakıldığında, istisnasız her kulüpte en büyük gider kaleminin sporcu ve koçlara yapılan maaş ve çeşitli ödemeler olduğu görülmektedir. Dahası, yıldan yıla kulüplerin sporcu ve koçlara yapılan ücret ödeme istekliliğinin azalma yerine artış eğiliminde olduğu saptanmaktadır. (Deloitte raporlarına göre 2008/2009 sezonu İngiltere Ligi'nde sporcu/koç ödemeleri toplam gider kalemleri arasında % 67'lik orana ulaşarak tarihi ödeme rekoru kırılmıştır. Bu oran 2005/2006 sezon sonu itibariyle % 55 idi.)

Sporcu maliyeti esasen yalnız oyuncuya ödenen ücretten oluşmayabilir. Kimi zaman oyuncuların izindeki uçak biletlerinden, mobilyalı evlerine, kullandıkları araçlara kadar giderlerinin kulüp tarafından karşılandığı görülmektedir. Bunun dışında, transfer ve sözleşme yenilemelerinde yer alan menajer komisyonları da sporcu ödemeleri içinde sayılabilir.

Kulüplerin gider kalemlerinden bir tanesi de genç takımlara yapılan harcamalardır. Esasen bunlar yatırım harcamalarıdır. Çünkü kulüp içinden A takımında oynayacak oyuncu yetiştirmek çok karlı bir iştir. Bu, kulübü ilerde katlanılması gereken transfer maliyetlerinden koruyan bir durumdur.

Harcamalar açısından bir diğer önemli nokta da yıldız oyuncu transferleridir. Yıldız oyuncu transferinin; başlangıçta yüksek nakit çıkışı gerektiren bir husus olsa da taraftar sayısı artışı, firmaların sponsorluk istekliliğindeki artış, piyasa genişlemesi ve benzeri pek çok pozitif etkisi bulunmaktadır. Nitekim ilerleyen bölümde değinileceği üzere çeşitli araştırmalar en başarılı kulüplerin en çok sporcu harcaması yapan kulüpler olduğunu göstermektedir. (Spor uzmanları; ilk defa Çinli bir basketbolcu olan Yao Ming'in NBA'ye transfer olması ve NBA'in bu sayede 1,3 milyar insanın bulunduğu Çin pazarına açılmasını spor dünyasında bu duruma en çarpıcı örnek olarak göstermektedirler.)

Türkiye Liginde ise yukarıda sayılan gelir ve harcama kalemlerine ek olarak, spor kulüpleri dernek olarak kurulduğundan, üye ödentileri, dernek faaliyet gelirleri, dernek malvarlığından edinilen gelirler, başış ve yardımlar gibi gelir kalemleri de bulunabilmektedir. Harcamalar açısından ise ülkemizde kulüpler resmi yükümlülük olarak bahis ve müşterek oyunlardan edinilen gelirlerin %15'ini, yayın gelirinin %10'unu, federasyona devretmek zorundadır. Bunun yanında, sporcuların idari işlemleri için federasyona ödenen vize, harç ve benzeri giderler de bulunmaktadır. Ayrıca, ülkemizde milli takıma sporcu gönderen kulüpler bunun için bir gelir elde etmezler ve şirketleşen spor kulüpleri faaliyet amacı sporla ilişkili olmayan başka bir şirkete iştirak edemezler (12).

ULUSLARARASI ve ULUSAL BOYUTTA SEKTÖREL ANALİZ

Futbolda kulüp sahiplerinin amacı, faaliyetin devamlılığını sağlamak, satışları maksimize etmek ve ürünleri çeşitlendirmektir. Esasında bunlar herhangi bir işletme açısından bakıldığında değişmeyen karlılık prensipleridir. Futbolda sportif başarı elde edilmeksizin finansal başarıyı elde etmek zordur. Bu iki etkenin arasında çok sıkı bir ilişki olduğu görülmektedir. Pratikte ise sportif başarıyı önceliklendiren veya finansal başarıyı önceliklendiren kulüpler bulunmaktadır. Kulüp işletmeciliği özünde belli bir bütçeyle maksimum sportif başarıyı yakalamaktır. Ağırlıklı olarak zengin kulüplerin en çok harcamayı yaptıkları ve en çok sportif başarıyı yakaladıkları görülmektedir (13).

Bu sektörde piyasa değerliliği anlamında liglerin değerliliği, TV gelirleri ve izlenme oranları, müsabakalara seyirci katılımı ve stadyum kapasitelerine bakılarak belirlenmektedir. Spor endüstrisi için ilgi çekici bir başka nokta da ekonomik kriz dönemlerinde isim hakkı veya sponsorluk anlaşmalarının kısmen azaldığı görülmesine rağmen izleyicilerin müsabakalara gitme istekliliğinin düşmediği yönündedir (14).

Başta futbol olmak üzere spor endüstrisi oldukça dışa açık ve uluslararası bir yapıdadır. Çok sayıda yabancı oyuncunun yer aldığı liglerde yabancı oyuncu kısıtlamaları gitgide azalma eğilimindedir. Bir ligde yabancı oyuncu sayısının çokluğunun yerli genç oyuncuların yetişmesi açısından negatif etkiye sahip olduğu belirtilmekte, fakat artan yabancı oyuncu sayısının faal yerli oyuncu değerlerini de artırdığı söylenmektedir (15). (Bir takım nedenlerle hiç bir şekilde takıma yabancı oyuncu transfer etmeyen Athletic Club Bilbao gibi marjinal kulüpler de bulunmaktadır.)

Avrupa futbol endüstrisi hakkında en sağlıklı bilgiler UEFA ve özel bir finansal danışmanlık firması olan Deloitte&Touch'ın yayınladığı yıllık raporlardan alınmaktadır. Bu raporlarda Avrupa futbol liglerinin yapısı, lisanslar, seyirci sayı ve hâsılatları, finansal sonuçlar, rekabet düzeyi, bilançolar, stadyum kapasiteleri, oyuncu ödemeleri ve transfer ücretleri hakkında detaylı istatistik ve veriler yer almaktadır. Avrupa'da 2010 yılı sezon sonu itibarıyla futbol kulübü gelirlerinin 16.3 Milyar Euro'ya ulaştığı, bu gelirin yarısının en büyük 5 ligde gerçekleştiği, yıllık 101 milyon seyircinin müsabakaları stadyumlarda izlediği belirlenmiştir (16).

Yalnız, UEFA ligleri (53 adet) ve kulüpler arasında çok ciddi gelir farklılıklarının olduğunu belirtmek gerekir. Bu piyasada en yüksek geliri elde eden 20 kulüp toplam piyasa gelirlerinin %25'ini almaktadır. Aynı şekilde ligler arasında da belirgin bir fark vardır. 2010 yılı sezon sonu itibarıyla 2.5 Milyar Euro'luk gelir hasılatıyla İngiltere Premier Ligi en çok gelir elde eden lig konumundadır. Onu 1.65 Milyar Euro'luk geliriyle Almanya Bundesliga ve 1.6 Milyar Euro'luk geliriyle İspanya La Liga takip etmektedir. Bu farkın İngiltere'nin futbolun beşiği olması, birinci ligin 1888 tarihinde kurulmuş olması, 1992 yılında birinci lig yayın haklarının diğer liglerden bağımsız olarak satılması maksadıyla -ilk defa İngiltere'de-federasyonun kendi finansal kurallarını koymuş olması gibi öncü özelliklerinden geldiği, İngiliz halkı arasında da inanılmaz derecede bir futbol kültürü ve düşkünlüğü olmasından kaynaklandığını belirtmek gerekir (16, 17, 18).

Kulüpler arasındaki gelir/harcama dengesizliğine dünyanın en değerli spor organizasyonu olan UEFA Şampiyonlar Ligi'nden örnek verilebilir. Van der Berg'in (2011) çalışmasına göre 2010/2011 sezonu Şampiyonlar Ligi'nde mücadele eden kulüplerin oyuncu başına ortalama harcaması 1 birim olarak alındığında şampiyonada yarı finale kalan takımların 1.5 ila 3 birim, finale kalan takımların 2 ila 3 birim arasında ortalama harcama yaptıkları anlaşılmaktadır. Aynı çalışma en değerli 5 Avrupa ligi olan İngiltere, İspanya, İtalya, Almanya ve Fransa birinci liglerindeki kulüpler arasında yapıldığında; ortalama oyuncu başına harcama 1 birim alındığında, 61 kulübün bu oranın altında kaldığı, 25 kulübün 1 ila 2 birim arasında ortalama harcama yaptığı ve 8 kulübün de 2 ila 4 birim arasında ortalama harcama yaptığı sonucuna ulaşılmaktadır. Lig sonuçlarına göre ise en yüksek harcama yapan 8 takımdan en kötüsünün ligi 4. sırada bitirdiği, düşük harcama yapan 61 kulüp arasında yalnız 3 takımın sezonu ilk 3 sırada tamamlayabildikleri görülmüştür (11).

Futbol kulüplerinin değerlemesine detaylı biçimde geçmeden önce sektörü disipline eden bir takım kural ve düzenlemelerden de bahsetmek zorunlu görünmektedir. Her ligde; aktif sözleşmesi bulunan sporcu transfer edememek olarak bilinen rezerv kuralı, yabancı oyuncu kısıtlamaları, sporcu ödemelerinin kontrolü gibi çeşitli kurallar uygulanmaktadır. Örneğin, İngiltere'de Avrupa Ekonomik Alanı dışından transfer edilecek oyuncular yabancı oyuncu

statüsüne tabi olmakta, ancak federasyonun vereceği çalışma izniyle futbol oynayabilmektedirler. İngiliz futbol federasyonu da lig kalitesini düşürmemek adına transfer edilecek yabancı oyuncularda son 2 sezon içinde ülkesinin milli takım maçlarında %75 oranında forma giymiş olmak gibi ön şartlar aramaktadır. UEFA kurallarına göre 14 yaşından küçük oyuncular her türlü eğitim ve yaşam masrafları kulüplerce karşılanmaksızın transfer edilememekte, 16 yaşından önce oyunculara profesyonel kontrat imzalatılamamaktadır (19).

UEFA'nın finansal ve sportif kuralları daha da katılaştırmak noktasında istekli olduğu görülmektedir. Örneğin, ilerleyen yıllarda kendi düzenlediği Şampiyonlar Ligi ve Uefa Ligi organizasyonlarına katılacak kulüplere; organizasyona katılacak 25 kişilik takım kadrosunda yer alan en az 8 oyuncunun kulüpten yetişmiş (homegrown player/16-21 yaş arası kariyerinin en az 3 yılını aynı kulüpte geçirmiş olan oyuncu) olması zorunluluğunun getirilmesi üzerinde ciddi biçimde çalıştığı bilinmektedir (19). Herhalde bu uygulama ile aşırı transfer ücretlerinin önüne geçilmesi, zengin kulüplerin sahip olduğu adil olmayan rekabetçi üstünlüklerin kısıtlanması ve futbol kalitesinin tabana yayılması amaçlanmaktadır.

Başka bir çarpıcı örnek de UEFA kurallarına göre futbolcu lisanslarının futbol kulüpleri dışındaki 3. kişilerce alınıp satılmasının yasak olmasıdır (20, 21, 22). 2000'li yılların başında İngiltere'nin Westham United kulübü Arjantinli genç yıldız oyuncular Carlos Tevez ve Javier Mascherano'nun lisanslarını bir yatırım şirketinden satın almış ve oyuncuları İngiltere'ye getirmiştir. Fakat UEFA bu kural dışılık için Westham kulübüne 5.5 Milyon Euro para cezası uygulamış, kulübün bütçesi bu cezayı kaldıramamış ve kulüp sezon sonunda küme düşmüştür. Ardından anılan oyuncular da başka kulüplere transfer olmuşlardır.

Futbol sektöründe yukarıda sayılan örneklerle temel olan ve futbolun miladı olarak anılan gelişme Bosman kurallarıdır. Belçikalı oyuncu Jean Marc Bosman tarafından 1995 yılında Avrupa Adalet Divanı'nda açılan dava sonucu, (Avrupa Birliği işçilerin serbest dolaşımı ilkesine aykırı olduğundan ötürü) UEFA müsabakalarında yer alacak yabancı oyuncu sayısı sınırı 3 iken sınırsız hale gelmiş, Avrupa'ya Avrupa Ekonomik Alanı içinden transfer olan oyuncuların yabancı statüsü kalkmış, futbolcu transferlerindeki eski takıma ücret ödeme zorunluluğu kaldırılmıştır (20).

Bu kurallarla birlikte futbolcular sözleşme bitiminde serbest hale gelmiş, ancak sözleşmesi devam eden futbolcunun transferi gerçekleşirse eski kulübüne yetiştirme ve geliştirme tazminatı (bonservis) ödenmesi kuralı getirilmiştir. Bosman'dan sonra kulüpler futbolcuların transferlerini önlemek için sözleşme ücretlerini ve ödemeleri arttırmaya razı olmuş, ortalama sözleşme süreleri uzamıştır. Bir anlamda bu kuralların oyuncuların ve sektörün değer kazanmasında önemli etkisi olmuştur (21, 22).

Uluslararası düzeydeki ekonomik ve idari değerlendirmelerin ardından, ulusal boyutta sektörel bir analiz yapılmak istenirse de şu bilgilerden faydalanılabilir. Gürel ve Ekmekçi'den (2011) alınan bilgiye göre Türkiye'de değişik branşlarda 10.655 adet spor kulübü bulunmaktadır (23). Bu kulüplerde ise 123.000 civarında lisanslı sporcu yer almakta, her 1000 sporcudan yaklaşık 300 adeti futbol branşında faaliyet göstermektedir (24).

Türkiye'de spor kulüpleri Gençlik ve Spor Bakanlığı ilgili mevzuatına göre dernek olarak kurulmakta ve yalnızca futbol branşı için şirketleşebilmekte veya spor kulüpleri futbol branşını şirketlere devredebilmektedir. İster dernek, ister şirket şeklinde örgütlenmiş olsun spor kulüplerinin; genel kurul, yönetim kurulu ve denetleme kurulu organlarının bulunması zorunludur. Buna göre Türkiye futbol sektöründe şirket kulüpleri ve dernek kulüpleri şeklinde örgütlenmiş futbol kulüpleri bulunmaktadır. Ülkemizde şirketleşen ilk kulüp Malatyaspor AŞ olmuştur. Birçok kulüp belediye, il özel idaresi veya çeşitli kamu kurumları eliyle kurulmuş olup, global olarak bakıldığında kulüplerin yeterli düzeyde profesyonelleşme sağladıkları söylenemez. Bu anlamda futbol/spor ülkemizde halen bir kamu hizmeti olarak algılanmaktadır.

İlgili mevzuata göre Türkiye'de tek profesyonel spor dalı futboldur. Diğer tüm branşlar amatör spor dalı olarak yer almakta ve devlet desteğinden faydalanmaktadır. Ülkemizde spor branşları arasında kanunla kurulmuş olan tek federasyon Türkiye Futbol Federasyonu'dur ve mali yapısı özektir. Kulüpler, sportif ve ticari işlemlerinde Federasyon'un *Profesyonel Futbol Talimatı*'na uymak zorundadırlar. Talimata göre kulüplerin bir takım bilgileri ve futbolcu sözleşmelerini federasyona ibraz etmeleri zorunludur. Belirli bir süre içinde (transfer dönemi) sözleşmeleri federasyona ibraz edilmeyen ve tescilli yapılmayan futbolculardan kulüpler ilgili faaliyet döneminde faydalanamazlar.

Daha önce de belirtildiği üzere Türkiye'de kulüp gelirlerini ağırlıklı olarak yayın gelirleri ve oyuncu transferlerinin oluşturduğu görülmektedir. Seyirci hâsılatının gelişmiş liglere kıyasla düşük ve istikrarsız olduğu gözlemlenmektedir. Kulüplerin şirketleşmesi istenen bir durum olduğundan, Türk Ticaret Kanunu'na göre ülkemizde sadece idman ve spor faaliyetinde bulunmak şartıyla kurulan şirketler kurumlar vergisinden muaf tutulmuştur. Bu kurala binaen, ülkemizde şirketleşen kulüplerin vergi avantajından yararlanmak için futbol takımı için ayrı, ürün ve diğer satışlar için ayrı şirketler kurduğu gözlemlenmektedir.

Türkiye'de sporun gelişmesi için yapılan son dönemlerdeki en önemli gelişmelerden birisi de 2004 yılında çıkarılan Sponsorluk Yasası olmuştur. Sponsorluk, firmaların tanınması, satışların artırılması ve vergi avantajından faydalanılması noktasında önemli bir faaliyettir. Yasaya göre ülkemizde amatör sporlarda %100, profesyonel sporlarda %50 oranında sponsor firmaya vergi indirimi uygulanmaktadır (25, 26).

Ekmekçi'den (2011) edinilen bilgilere göre; yasa öncesi 2003 yılında Türkiye'de toplam sponsorluk harcamaları 250.000 Euro civarındayken, 2010 yılında bu rakam 30 milyon Euro'ya ulaşmış, bu yekün içinde en çok sponsorluk 27

milyon Euro ile futbol branşında gerçekleşmiştir. Kulüp sponsorluğu, federasyon sponsorluğu, sporcu sponsorluğu, kulüp içinde belli spor branşlarının sponsorluğu ve diğer sponsorluklar olarak gerçekleştirilebilen sponsorluk faaliyetlerinin ülkemizdeki dağılımı sırasıyla; % 53, % 34, % 8, % 3 ve % 2 oranlarında gerçekleşmiştir (25).

FUTBOL KULÜPLERİNDE DEĞER YARATIMI: MARKA, SPORTİF BAŞARI ve TARAFTAR FAKTÖRLERİ

Önceki bölümlerde spor endüstrisinde finansal başarı ve sportif başarı arasında doğrudan bir etkileşim bulunduğu belirtilmişti. İşletme biliminde finansal başarının sağlanması, faaliyet gelirlerini doğrudan etkileyen marka ve müşteri kavramlarıyla ilişkilidir. Spor, tüketicisine eğlence (entertainment) sunan bir hizmet sektörüdür. Bu noktada futbol kulüplerinde değer yaratımını anlamak için müşteri ve marka değeri kavramlarına detaylıca bakmak faydalı olacaktır.

Müşteri değeri kavramı; şirketlerin faaliyet karını elde etmesindeki alıcıların rolü olarak bilinmektedir. Müşteri değeri yüksek olan şirketlerin diğerlerine kıyasen satışlarının artış potansiyeli, müşteri sadakati, tekrar eden satışlar, ağızdan ağıza dolaylı reklam ve piyasa payının da yüksek olması beklenir. Müşteri değeri, şirketlerin büyümesi, yeni piyasalara girmesi ve piyasaya yeni ürünler sunması noktasında çok önemlidir. Spor endüstrisinde bu kavram müşteri yerine taraftar tanımı koyularak değerlendirilebilir. Kuşkusuz rakiplerine kıyasla daha düşük sportif başarı elde eden bir futbol kulübünün taraftarları ne pahasına olursa olsun müsabakalarda stadyumu dolduruyorsa, o kulübün sportif başarıları görece düşük olmasına rağmen yüksek işletme değerine sahip bir kulüp olduğu düşünülebilir (27). (Örneğin, İngiliz Liverpool kulübü 22 senedir lig şampiyonu olamamasına rağmen halen en değerli futbol kulüpleri arasında yer almaktadır.)

Diğer bir değer yaratım unsuru ise markadır. Kısaca, ürün veya hizmetin adıyla müstesna değeri olarak bilinen marka kavramı şirketlerin somut olmayan en önemli varlığı olarak bilinmekte, şirketler geleceğe yönelik stratejik kararlarında marka değerini geliştirmeyi ön plana çıkarmaktadır (27,28). Spor endüstrisi de gün geçtikçe daha rekabetçi ve karlı bir yapıya doğru ilerlerken, şirketler marka/isim hakkının ticari değeri üzerinde durmaya başlamışlar, bir futbol kulübünün adıyla yan yana anılmak isteyen, başka sektörlerde faaliyet gösteren pek çok firmanın kulüplerle isim hakkı anlaşmaları yaptığı görülmüştür (27).

Ramos ve Velicia'dan (2007) edinilen bilgiye göre markanın bazı elementleri vardır ve marka değeri bu elementlerin bileşkesidir. Bunlar; kalite algısı, müşteri sadakati, ismin tanınırlığı ve markayla ilişkilendirilen şeyler (marka imajı) olarak sıralanmaktadır (29).

Kalite algısı, müşterinin ürün veya hizmetin mükemmellik/üstünlük düzeyine ilişkin düşüncesidir. Spor organizasyonunda bu direkt olarak kulüplerin kazanma-kaybetme oranıyla ilişkilidir. Marka sadakati de müşterinin markadan edindiği tatminden ötürü ona vefa göstermesidir. Yüksek müşteri sadakati bulunan markalar her zaman yüksek değer yaratırlar. İsmi tanınırlığı ise her markanın geçmişinde veya bugün eleştirel/eksik yönleri olabileceği gerçeğinden hareketle müşterinin bunu ne kadar toleransla karşıladığıdır. Yani tanınırlık, markayı kötü hikâyelerle hatırlama veya hatırlamama eğilimidir. Markayla ilişkilendirilen şeyler (imaj) ise ona fark yarattırır ve onun tercih edilmesine neden olan unsurlardır. Spor kulüplerinde renkler, stadyum atmosferi ve benzeri sembolik etkenler buna örnektir.

Spor kulüplerinin marka değerini oluşturan kalite algısı, müşteri sadakati, tanınırlık ve marka imajı unsurlarını ise takımın, şirketin ve piyasanın özellikleri belirler. Bunlar; takım başarısı, antrönerler, yıldız oyuncular, kulüp gelenekleri ve ünü, lig kalitesi, stadyum atmosferi ve görsellik, kapsama alanı (hitap ettiği kesimlerin genişliği), coğrafi konumu, liyakat-vefa ve fanlarla olan ilişkilerdir. Bu unsurlarla oluşan marka değeri, kulüplere; yayın geliri, ürün satışı, sponsorluk, çevre, bilet satışı, üyelik olarak geri döner ve bu döngü firmanın piyasadaki algısını oluşturur (29).

Marka değerini artırmak isteyen kulüpler yukarıda sayılan özelliklerini geliştirmeye yönelik girişimlerde bulunabilirler. Marka değeri arttıkça döngüsel şekilde değere bağlı kazanımlar da artacaktır. Rekabetçi avantajı yakalamak için marka değerinin yönetimine ilişkin şirketlerin strateji geliştirdikleri sıkça görülmektedir. (Örneğin, Galatasaray Spor Kulübü geçmişte özel olarak bu işlemlerle ilgilenmek üzere bir şirket kurmuş, daha sonra futbol branşının şirketleşerek halka açılmasıyla bu şirketi Galatasaray Sportif A.Ş.'ye devretmiştir.)

FUTBOL KULÜPLERİNİN HALKA ARZI

Kulüplerde değer yaratımı araçlarından biri olan ve özel olarak irdelenmesi gereken başka bir konu da kulüp şirketlerinin halka açılmasıdır. Kocaoğlu'ndan (2011) edinilen bilgiye göre hiçbir ülkede futbol kulüplerinin halka arzı herhangi bir şirketin halka arzından farklı değildir. Halka arz herhangi bir şirkete sağladığı faydaları futbol şirketlerine de sağlamaktadır ve bu faydalar şunlardır:

- İlk arzda ve sermaye artırımında şirkete fon sağlanması,
- Hisse değerinden yola çıkarak şirketin piyasa değerinin tespitinin mümkün hale gelmesi,
- SPK'ya tabi olma ve kamuyu zorunlu bilgilendirme nedeniyle kurumsallaşma ve profesyonelleşme sağlanması,
- Reklam vasıtasıyla tanınma ve kredibilite artışı (12, 30, 31).

KIZILTEPE, M., "Futbol Kulüpleri İçin Değerleme Çerçevesi"

Türkiye'de spor kulübünün şirkete devredilmesi konusu daha önce de belirtildiği gibi profesyonel tek spor dalı futbol olduğundan futbol kulüpleri için geçerlidir. Araştırmalar halka açık kulüplerin daha fazla kaynak bulabildiği ve yüksek faaliyet karı elde edebildiğini göstermektedir.

Futbol kulüpleri için halka arz; dernek kurma, spor kulübüne dönüşüm, lisans alarak profesyonel kulübe dönüşüm, profesyonel takımın şirkete devri/kiralanması, arz ve kotasyon aşamalarıyla gerçekleşmektedir. Şirketleşme halinde; bonservisler, yayın/isim hakları (marka, lisans vb.), idman tesisleri, stadyumlar ve bunların kullanım hakları da dernekten şirkete geçmektedir.

Ülkemizde şu an için şirketleşerek halka arz olan futbol kulüpleri, Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret AŞ, Fenerbahçe Sportif Hizmetler Sanayi ve Ticaret AŞ, Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar AŞ ve Trabzonspor Sportif Yatırım ve Futbol İşletmeciliği Ticaret AŞ'dir. Şirketleşme esnasında ise bu kulüplerin değişik yöntemler izlediği görülmektedir. Beşiktaş spor kulübü futbol şubesini tüm aktif ve pasifleriyle şirkete devrederken, diğer üç kulübün bazı gider kalemlerini dernek üzerinde bıraktıkları görülmüştür. Bu yöntemin izlenmesinde amacın kulübü piyasaya geçeceğinden daha değerliymiş gibi lanse etmek olduğu düşüncesi hâkimdir. Bu anlamda yalnız Beşiktaş'ın aktifinde tüm futbolcu ve teknik adamların sözleşme ve bonservislerinin yer aldığı (İngiliz Modeli) görülmektedir. Diğer kulüpler için halka arz sonrasında oyuncuları aktive kaydetmeleri zorunlu hale gelmiştir. Diğer kulüplerin şirketleşme yöntemi 'gelir aktarım modeli' olarak anılmakta olup, bu yöntemde temettü dağıtımı halinde kaynakların kulüp dışına çıkması olasılığı daha fazladır. Bu yöntem uzun vadede kulübe yapılacak yatırımlara ayrılacak kaynağın dışarı çıkması açısından eleştirilmekte, yatırımcı açısından yarattığı cazibe noktasında başarılı bulunmaktadır.

Ülkemizde futbol kulüpleri için şirketleşme ve halka arz yeni sayılabilecek konular olduğundan (İngiliz futbol kulüplerinin tamamı neredeyse 1990'lı yılların ortalarında halka arzı tamamlamışken, ülkemizde BJK, FB, GS ve TS sırasıyla, 2002, 2004, 2002 ve 2005 yıllarında halka arzı gerçekleştirmiştir.) kulüplerce bu süreçte ve sonrasında bazı hataların yapıldığı görülmüştür. Örneğin, Galatasaray şirketleşirken derneğin borçlarına karşılık profesyonel futbol takımı ve futbol akademisini devralmasına ilişkin bildirimde bulunmadığından ötürü, Beşiktaş Kulübü eski başkanı Yıldırım Demirören, sezon başında Hugo Almeida transferini borsaya bildirmeden kendisi açıkladığından ötürü SPK tarafından idari para cezalarına çarptırılmışlardır. Gene Trabzonspor Kulübü de istifa eden yönetim kurulu üyesi yerine atanan üyeyi borsaya bildirmede için uyarı cezasına çarptırılmıştır. Profesyonelleşme anlamında halka arzın sağladığı faydalara da basit şekilde sigorta işlemlerinde getirilen zorunluluklar gösterilebilir. Profesyonel Futbol Talimatı'na göre bünyesindeki sporculara faaliyet sigortası yaptırmak ve bunları federasyona bildirmek zorunda olan kulüpler, SPK'ya tabi olduktan sonra profesyonel oyuncuların sigorta bedellerini sözleşme ve bonservis ücretinden düşük gösteremez hale gelmişlerdir.

Son olarak, Türkiye'deki futbol şirketlerinin hisse yapıları hakkında bilgi vermek gerekirse; bu şirketlerin hisse senetlerinin A ve B grubu senetlerden oluştuğu, A grubu senetlerin genel kurulda hisse başına ağırlıklı oy hakkına ve B grubu senetlerin hisse başına 1 birim oy hakkına sahip olduğu görülmektedir. Halka açık dört kulüpte de A grubu senetlerin hiçbir suretle devir veya temlik edilemeyeceği ve bunların spor kulübünün mülkiyetinde olduğu belirtilmiştir.

KONTRATLAR ve FUTBOLCU DEĞERLEMESİ

Futbol kulüplerinin değerlemesine geçmeden önce kulüplerin en değerli varlıkları olan futbolcuların değerlemesinin ne şekilde yapılabileceğine bakmak faydalı olacaktır. Futbolcu değerlemesi hem işgücü ekonomistleri hem de finans ekonomistlerinin ilgi alanıdır. Futbolcuların değerinin şirket değerini doğrudan etkilediğini unutmamak gerekir.

Futbolcu değerlemesi, kulüplerin oyuncuları satın almak, satmak, kiralamak veya takım değerini belirlemek istediklerinde oyuncuların tahmini fiyatını saptamak açısından gerekli olacaktır. Bu noktada temel tartışma, kontrat süresinin bitimine yakın oyuncunun, kontratını yeni imzalamış oyuncuya nispeten değerinin ne şekilde farklılaşacağıdır. Hâkim görüş, oyuncu değerinin kulübe sağlayacağı gelecek dönem faydası olarak belirlenmesi yönünde olduğundan, oyuncu değerini kontrat süresiyle ilişkilendirerek belirlemek gerektiği yönündedir (32, 33). [(2004 yılında Chelsea Romen oyuncu Adrian Mutu'yu 15.8 milyon pound bonservis bedeliyle 5 yıllık kontratla transfer etmiş, oyuncunun kısa bir süre sonra kokain kullandığının belirlenmesi üzerine sözleşmesini feshetmiştir. Daha sonra anılan kulüp CAS'ta (Uluslararası Spor Tahkim Mahkemesi) oyuncuya karşı, bonservis bedeli, geçmiş dönemde ödenen ücretler, fesih sonucu yerine transfer edilen oyuncunun maliyetleri, kulübün imaj kaybı vb. birçok zarar kalemini isteyecek şekilde açtığı davada kısmen haklı bulunarak, oyuncunun kulübe 17 milyon euro tazminat ödemesine karar verilmiştir. Oyuncu da İngiliz Futbol Federasyonu'nca verilen 7 ay müsabakalardan men cezasına ve kulüpten alacaklarına karşı dava açmış olsa da haklı bulunmamıştır. Bu süreçte birlikişilerce yapılan değerlemeler futbol ekonomisinde tartışmalı bir gündem oluşturmuştur.]]

Van der Berg (2011) AZ Alkmaar, Sparta Rotterdam ve Ajax futbol kulüpleri finansal direktörleriyle yaptığı mülakatlarda oyuncuların transfer değerlerinin ortak görüşü: "*ahmakların ödemek istediği tutar*" olarak belirlendiği yargısına varmıştır. Nitekim yaptığı ekonomik transfer değeri analizlerinde yazar, oyuncunun karakteristik özellikleri veya kariyer başarılarından yola çıkarak kurmaya çalıştığı değer modellerinin hiçbirinde tutarlı bir sonuca varamamış, faydalandığı gerçekleşen transfer bedelleri verisinde her yaklaşımda ciddi sapmalar olduğunu tespit etmiştir (11).

Ekonomik bir varlık olarak sporcuların değerlendirilmesinde; değer ister sporcunun karakteristik özelliklerinden yola çıkarak isterse de sektörü veya takımı için ifade ettiği karşılık olarak belirlensin muğlak bir işlemdir. Transfer piyasasında ise sporcunun bireysel performansını takıma katkısı bağlamında değerlendirebilmek büyük bir paradokstur (32).

Buna rağmen, futbolcu değerlendirilmesi yapılması zorunluluğu doğduğunda belli koşullarda farklı yaklaşımların kullanılmasının, her oyuncu için aynı yöntemle değerlendirilmesinin daha doğru sonuçlar vereceği çeşitli yazarlarca teyit edilmiştir (11, 32). Örneğin, ikamesi kolay, sıradan oyuncular için edinme bedelinden yola çıkarak, kulüpten yetişen oyuncular için (bunlar transfer edilmemiş olduklarından edinim bedelleri bulunmamaktadır) kabiliyet ve saha içi-dışı karakter özelliklerine bakarak, yıldız oyuncular içinse karşılaştırmalı satış ve piyasa verilerinden faydalanarak (örneğin yıldız oyuncu popülerite düzeyinin internet araştırmalarında tıklanma sayısından belirlenebileceği önerisi bulunmaktadır) değer saptanması gerektiği belirtilmektedir.

Her üç yaklaşımda da incelenmesi gereken temel doküman oyuncunun kontratıdır. Kontratlar temel olarak, tarafların hakları, yaptırımlar, ödemeler ve opsiyonlardan oluşur. Kontratlar incelenirken müsabaka tipine göre ve çeşitli koşullarda oyuncuya ödenecek ücretlerin ne şekilde belirlendiği iyi değerlendirilmelidir. Her zaman için yüksek fiyatla oyuncu satmak ve satın almak isteyen kulüplerin olduğu unutulmamalıdır. Kontrat türleri, içeriği ve fiyatlamasına bakmadan önce her tür değerlendirme yaklaşımında kullanılacak veri ve istatistikler hakkında şu bilgileri belirtmekte fayda vardır:

Her oyuncunun; çapraz koşu, düz koşu, kafa vurma, pas verme, şut çekme, top çalma, çalım atma elemanlarından oluşan **teknik**, hırs, yaratıcılık, kararlılık, liderlik, çabukluk, pozisyon alma, takım oyunu elemanlarından oluşan **mental**, kat edilen mesafe, dayanıklılık ve güç elemanlarından oluşan **fiziki**, başlıkları altında 17 adet saha içi ortak özelliği bulunmaktadır. Kaleciler için de normal oyunculardan farklı olarak teknik özellikleri yerine hava hâkimiyeti, atıklık, iletişim becerisi, top tutma, topa vurma, refleks ve degaj yapma gibi kalecilik özellikleri kullanılmaktadır. Bunlarla birlikte her oyuncu için, kondisyon, moral, form, sakatlığa yatkınlık ve sakatlıktan çıkma süresi gibi saha dışı karakteristik özellikler de bulunmaktadır (34).

Frick (Van der Berg'in içinde 2011), transferi olmayan, kulüpten yetişme oyuncular için transfer değerinin belirlenmesinde yukarıda sayılan özelliklerden yola çıkarak aşağıdaki istatistiklerin belirlenmesini, buna göre edinme yaklaşımıyla tespit edilen oyuncu değerliliğinin bu oyuncular için de yüksek tutarlılıkla uygulanabileceğini belirtmektedir. Modelinde kullandığı istatistikler şunlardır:

- Atılan gol sayısı ve oyuncunun kaç dakikada bir gol attığı,
- Uluslararası müsabakalar ağırlıklandırılmış olmak üzere oynadığı maç sayısı,
- Sakatlığa yatkınlık,
- Yaş,
- Yabancı olup olmadığı,
- Pozisyon faktörü,
- Avantaj faktörü (Sol ayaklı olma veya çift ayak kullanabilme özelliği) (11, 32).

Bu verilerden yola çıkarak kulüpten yetişme oyuncular için tespit edilen varsayımsal transfer değeri, edinme yaklaşımında kullanılarak bu oyuncular için de kontrat değerliliği tespit edilebilir. Bu tip oyunculardan bazılarının tahmin ardından gerçekleşen transfer değeri incelendiğinde modelin tutarlı sonuçlar verdiği, fakat küçük kulüpten büyük kulübe doğru yapılan transferlerde pozitif yönlü sapmalar olabildiği sonucuna varılmıştır.

Kontratlar, süre ve finansal anlamda değerlendirilir. Süre anlamında; sabit süreli ve opsiyonu bulunan kontratlar olarak ikiye ayrılmaktadır. Burada sabit süre, oyuncunun kesin hizmet süresini ifade ederken, opsiyon; kiralık oyuncular için kulüpler arasında anlaşılan satınalma veya kira süresini uzatma opsiyonu ya da satın alınmış oyuncular için sporcu ile kulüp arasında anlaşılan belli bir süre sonunda kulübün kontrat süresini önceden anlaşılan koşullarda belli miktar artırma hakkı olarak hüküm bulmaktadır (33).

Finansal anlamda ise kontratlar; sabit ödemeli ve sabit ödeme+bonus ödemesi bulunan kontratlar olarak ikiye ayrılmaktadır. Burada sabit ödeme, oyuncuya kesin ödenecek bonservis bedeli (peşin, vadeli, taksitli veya artan oranlı şekilde ödenebilir) ile maç başına ücret veya maaş gibi düzenli ödemeleri ifade ederken, bonus; kontrat hükmüne göre oyuncunun bireysel başarısı ya da takımın belli kolektif başarısı sonucunda oyuncuya veya eski kulübüne yapılacak ekstra ödeme hükmüdür (33) (Örneğin, Real Madrid, Ajax'dan transfer ettiği oyuncu Huntelaar için sözleşme hükmüne göre takım o sezon Şampiyonlar Ligi'nde çeyrek finale kaldığından ötürü Ajax'a sonradan +1 milyon euro ekstra bonservis ödemesi yapmıştır. Başka bir örnek ise ülkemizde de rastlanan oyuncunun bir sezon içinde oynadığı maç/attığı gol sayısının belli bir düzeyi aşması neticesinde maç başına ödenen ücretin veya sabit transfer ücretinin artırılması uygulamasıdır. Galatasaray oyuncusu Engin Baytar sezon içinde 20 ve üstü resmi müsabakada yer alırsa +200 bin euro ekstra transfer ücreti alacaktır.).

Önceki bölümlerde sportif başarı ile kulüp gelirleri ve kulüp değeri arasında yüksek bir korelasyon bulunduğu bahsedilmişti. Aynı şekilde bu başarının oyuncu değerliliğini de pozitif yönlü etkilediğini belirtmek gerekir. Sezon boyunca yapılacak maç sayısındaki artış sonucunu doğuran sportif başarı, paralel biçimde oyuncuların kazanacakları maç başına ücretlerin, bonus veya prim ödemelerinin de artmasına neden olacaktır.

Tablo 1. Oyuncu kontrat tipleri ve kontratın değer unsurları

Ödemeler	Bonuslu kontrat	Kariyerinin sonuna yaklaşan yıldız oyuncu	Kariyerinin başlangıcında veya ortasındaki yıldız oyuncu	Oyuncu Tipi
		NBD Sabit ödeme ve kontrat senaryosunda yer alan koşullara göre bonus değerli	NBD Sabit ödeme ve kontrat senaryosunda yer alan koşullara göre bonus ve opsiyon değerli	Kontrat değeri
	Sabit kontrat	Yıldız potansiyeli bulunmayan kariyerinin ortasındaki sporcular	Yetenekli gençler, yıldız olma konusunda net karar verilemeyen sporcular	Oyuncu Tipi
		NBD sabit maaşlı	NBD sabit ödeme ve opsiyon değerli	Kontrat değeri
Kontrat tipi	Temel kontrat	Opsiyonlu kontrat		Süreler

Kaynak: Kotab and Shellova (2011)

Tablo 1'de finansal ve süre özelliklerine göre kontrat tipleri ve bu kontratların hangi nitelikteki oyuncularla yapıldığına dair genel şema belirtilmiştir. Buna göre değerlemeye konu dört adet kontrat türüyle karşılaşmak mümkündür. Kotab ve Shellova'ya (2011) göre (10) belirtilen kontrat türleri şunlardır ve değerlilikleri belirtilen formülasyonla hesaplanmalıdır:

1. Sabit süreli-sabit ödemeli kontrat değeri

$$NBD_1 = (\text{Kontrat süresi boyunca beklenen kulüp nakit akışları içinde oyuncunun payı} / (1 + \text{yatırım geri dönüş oranı})^{\text{kontrat süresi}}) - \text{Sporcunun transfer ücreti}$$

2. Sabit süreli-sabit+bonus ödemeli kontrat değeri:

$$NBD_2 = NBD_1 + K$$

3. Opsiyonlu-sabit ödemeli kontrat değeri:

$$NBD_3 = NBD_1 + C$$

4. Opsiyonlu-sabit+bonus ödemeli kontrat değeri:

$$NBD_4 = NBD_1 + K + C$$

Bu formülasyonlar, finansal yatırım teorisinden hareketle geliştirilmiş olup, başarıyla uygulanması gelecek dönemdeki kulübün sportif faaliyet gelirlerinin doğru tahmin edilmesine bağlıdır. Bununla birlikte, bonus ödemeli kontratlardaki K faktörü, kulüp başarısı ve sporcunun bireysel başarısı arasındaki korelasyonu ifade etmekte olup, her ikisinin artması veya azalması ya da birinin artarken birinin düşmesi halinde istatistiksel olarak hesaplanacak etki faktörüdür. Bunu yapabilmek için, takımın maç ve sezon istatistikleri ile oyuncunun bireysel istatistiklerinin kıyaslanması gerekir. Kontrat hükümlerinden bağımsız olarak oyuncular, kulüp yönetimi tarafından kararlaştırılan başarıya bağlı prim ödemelerinden de faydalanabilirler. Oluşacağı tahmin ediliyorsa bu tür ödemeler de bu kapsamda değerlendirilebilir. Opsiyonlu kontratlardaki C faktörü ise finansal yöntemlerde kullanılan (Black-Scholes Modeli) opsiyon fiyatlamasından gelen etki faktörünü ifade etmektedir. (35)

Bir futbol kulübünün, satış, devir veya birleşmeye konu olması halinde veya tek bir oyuncunun satış veya kiralama konu olması halinde yukarıda verilen yöntem kullanılarak takım ya da oyuncu değerliliğini saptamak mümkün olacaktır.

FUTBOL KULÜPLERİNİN DEĞERLEMESİ

Bir işletme olarak futbol kulüplerinin değerinin belirlenmesinde çeşitli yaklaşımlar uygulanabilmektedir. Dünyada düzenli ve sistemli olarak spor kulüplerinin değerlemesini yapan, sonuçlarını açıklayan ve otoritelerce kabul gören en popüler çalışma iş dünyası dergisi Forbes'un yaptığı değerlemelerdir. Ağırlıklı olarak piyasa yaklaşımı ve kısmen gelir yöntemlerini kullanarak oluşturduğu modelinde Forbes, sporun türü, piyasa verileri, stadyum kapasitesi ve marka yönetimine odaklanarak niyetli alıcılar ve risk iştahlarını ölçerek bir değerlendirme yaptığını belirtmektedir. Bu yöntemin uygulama prosedürleri dergi tarafından tam olarak açıklanmasa da sonuçlarını düşük veya yüksek bulan çevreler de bulunmaktadır. Eleştirenler, bu modelin amatör spor kulüplerinde uygulanmasının mümkün olmadığını, piyasa yaklaşımını uygulamak için her ortamda gerekli verinin bulunamayabileceğini belirtmektedir (36).

Kulüp değerlemesi için mevcut işletme değerlemesi yaklaşımlarını değerlendiren Smith'e (2011) göre; spor kulüplerinde aktif bazı yaklaşımları uygulamak, bu şirketlerdeki somut olmayan varlıkların çokluğundan dolayı yerine koyma ve yeniden üretim yaklaşımıyla hesaplanacak maliyetlerin düşük çıkmasına ve nakit akışlarının düşük hesaplanmasına neden olacaktır. Benzer şekilde, piyasa yaklaşımı uygulamasında da piyasanın büyüklüğü, konumu, stadyum sahipliği ile oyuncu kontratları ve yayın hakkı sözleşmelerine bakmak gerekeceğini, bu durumda da karşılaştırılabilir nitelikteki verinin bulunmasının neredeyse imkânsız olduğunu belirtmektedir. (37) (Nitekim Forbes yöntemiyle yapılan değerlemelerde yalnız ABD'de popüler bir spor olan beyzbol kulüplerinin pek çoğunun değerleri dünyanın en değerli futbol kulüplerinden üstün çıkmakta, bu da piyasa yaklaşımının tutarsızlığına örnek olarak gösterilmektedir.)

Smith (2011), kulüp değerlemesinde gelir yaklaşımlarının kısmen piyasa verilerinden faydalanarak kullanılmasının en doğru yaklaşım olacağını belirtmektedir. Böyle bir değerlemede ise en kritik nokta gelecek dönem

nakit akışlarının doğru tahmin edilmesidir. Bunun için de stadyum özellikleri ve gelirleri, bilet fiyat ve satışları ile takımın beklenen performansı gibi değere etkiyen faktörlere yakından bakmak gerekmektedir. (37)

Smith (2011), geliştirdiği ekonometrik modeli Amerikan basketbol, futbol, hokey ve beyzbol liglerinin her biri için denediğinde gerçekleşen satış fiyatlarına göre spor kulüplerinde değeri belirleyen ana girdinin kulüp gelirleri olduğu sonucuna ulaşmıştır. (37)

Forbes yaklaşımına bir başka eleştiri de Brewer ve ark. (2011) tarafından getirilmektedir. Onlara göre Forbes bir piyasa modelidir, amatör spor kulüplerinde ve farklı spor türlerinin karşılaştırmasında kullanılamaz. Ancak, aynı spor dalı ve lig gibi belli bir organizasyon yapısı için uygulandığında anlamlı sonuçlar verebilir. Bu da spor kulüpleri hiç el değiştirmeyen varlıklara sahip olduğundan (isim hakkı/sponsorluk gibi) fiyatlama noktasında gene eleştiriye açıktır. (9,36)

Brewer ve ark. (2011) Forbes yaklaşımı yerine klasik gelir yöntemlerine benzeyen, tüm spor kulüpleri için uygulanabilir tarzda, *Intrinsic Valuation* (İçkin/Asli/Bizatihi Değerleme) adını verdikleri yöntemi önermektedirler. Onlara göre -yatırım teorisinden hareketle- spor kulüpleri, yatırım sermayesi barındıran, somut varlıklar ile entelektüel sermayenin bileşimi olan şirketlerdir. İçkin ya da asli değer; zaman, risk, nakit akışları ve büyüme potansiyelinin bir kombinasyonudur. Modelin formülasyonu aşağıdaki gibidir:

$$\begin{aligned} V_0 &= CF_1/(K-G) \\ CF_1 &= CF*(1+g)^4 \\ K &= (Rfr+ERP+a) \end{aligned}$$

Dolayısıyla;

$$V_0 = ((CF)*(1+g)^4)/((Rfr+ERP+a)-G)$$

V_0 = Intrinsic value / Asli değer

CF_1 = İleride belirli bir yılda gerçekleşmesi beklenen net nakit akışları

K = İskonto oranı (sermaye maliyeti)

G = Uzun dönemli sektörel büyüme oranı beklentisi

CF = Belli bir dönemde gerçekleşmiş net nakit akışları

$(1+g)^4$ = Sektörel büyüme oranına göre nakit akışı gerçekleşme çarpanı

Rfr = Sermayenin risksiz getiri oranı (ABD'de 30 yıllık swap faiz oranı kullanılmaktadır)

ERP = Sermaye risk faktörü

a = Sektörel risk elemanı alfa. (9)

GENEL DEĞERLENDİRME ve SONUÇ

Bilgi çağı şirketlerde entelektüel sermayenin önemini artırmıştır. Firmanın kimliği ve değerini yaratmada bunun büyük önemi vardır. Çalışan ve yöneticilerin bilgi ve becerileri, müşteri ilişkileri, marka sadakati, piyasadaki konum entelektüel sermaye unsurları olarak muhasebe kayıtlarında yer almazlar. Bu çağda spor şirketlerindeki yönetim anlayışı da *hedeflenen sportif başarıyı en düşük harcamalarla sağlamak yerine, düzeyi ne olursa olsun sportif başarıyı karlılığa dönüştürmek* olarak değiştiğinden kulüpler için de entelektüel sermaye çok önemli bir unsur haline gelmiştir. (38,39,40)

Şirket değerlemesi, teorik bilgi gereksinimi olduğu kadar pratik beceri de gerektiren, bu bilgi-beceri düzeyinde değerlemenin kalitesinin belirlenebileceği bir alandır. Değerleme sürecinde değişik metotlar kullanılabilir. Spor kulüplerinin değerlemesinde ise en önemli hususun insan faktörü olduğu yargısına varılmaktadır. Sporcuların finansal değerini onların yetenekleri, deneyim ve kabiliyetleri ile diğer özelliklerini göz önüne alarak belirlemek en önemli ve spor kulübü değerlemesini zorlaştıran konudur.

Tablo 2. BJK, FB, GS ve TS'nin İMKB birim hisse fiyatı üzerinden hesaplanan piyasa değerleri

	Fiyat*	Dolaşımdaki H.Senedi Sayısı	Halka Açıklık Oranı %	P.Değeri (tl)	P.Değeri (usd)
BJK	5.34	15.000.425	37.5	213.606.052	115.462.731
FB	54.75	3.750.000	15	1.368.750.000	739.864.865
GS	216	1.253.456	44.96	602.194.164	325.510.359
TS	11.05	6.250.000	25	276.250.000	149.324.324

Kaynak: Yazar tarafından www.imkb.gov.tr sitesinden edinilen verilerle derlenmiştir (41).

*Birim hisse değerleri 02.05.2012 tarihli imkb seans kapanış fiyatıdır.

Tablo 2.'de İMKB birim hisse fiyatlarından yola çıkarak, ülkemizde halka arzı gerçekleştiren futbol kulüplerinin piyasa değerleri saptanmıştır. Fakat ilgili bölümde de bahsedildiği üzere Fenerbahçe, Galatasaray ve Trabzonspor kulüpleri şirketleşmelerini spor kulübünün tüm varlık ve kaynaklarını devralmadan, önemli harcama kalemlerini kulüp üzerinde bırakarak yaptıklarından bu şirketler için tespit edilen değerlerin gerçekten uzak olduğu görülmektedir. Beşiktaş ise spor kulübünü tüm varlık ve kaynaklarıyla birlikte devraldığından en gerçekçi piyasa değerinin bu kulübün değeri olduğu sonucuna varılmaktadır.

KIZILTEPE, M., "Futbol Kulüpleri İçin Değerleme Çerçevesi"

Çeşitli kaynaklar ülkemizin en büyük üç kulübü olan Beşiktaş, Fenerbahçe ve Galatasaray'ın toplam gerçek piyasa değerinin diğer lig ve piyasalarla kıyaslandığında yaklaşık 500 milyon euro civarında olduğunu belirtmektedir. 2005 ve 2006 yıllarında yabancı bir yatırım danışmanlık şirketi tarafından Fenerbahçe ve Galatasaray kulüplerinin (halka arz oranının artırılması amacıyla sermaye artırımına esas olmak üzere) piyasa değerinin saptanması amacıyla yapılan çalışmada ise kulüplere sırasıyla 264 ve 236 milyon euro piyasa değeri takdir edilmiştir (42). Firma çalışmalarında *Kar Paylarının İndirgenmesi* yaklaşımını kullanmıştır.

Ülkemizde şirketleşen futbol kulüplerinin adil piyasa değerini belirlemek üzere sağlıklı nakit akışı tahminleri yapılarak, değerlemede klasik *Gelir Yaklaşımı* ve *Nakit Akışlarının İndirgenmesi* yönteminin kullanılması, en makul çözüm olarak görünmektedir. Türkiye'de tüm kulüpler şirketleşmediğinden ve halka arzı gerçekleştirmediğinden, etkin bir piyasa verisinin bulunması mümkün değildir. Aktif bazlı yaklaşımların kullanılması ise muhasebesel anlamda 'canlı varlıklar' ve bunların amortismanına yönelik uygulamalar gelişmiş, tatmin edici biçimde yapılamadığından ötürü uygun görünmemektedir.

KAYNAKLAR

1. Pawlak, Z. and Smolen, A., "Valuation Methods of Sports Companies", Physical Culture and Sports Studies and Research, Volume XLVI, pp.243-253, 2008.
2. Chambers, N., Firma Değerlemesi, Beta Yayınları, s.437, İstanbul, 2009.
3. Gürbüz, O. ve Erginçan, Y., Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar, Literatür Yayıncılık, s.348, İstanbul, 2004.
4. İvgen, H., Şirket Değerleme, Finnet Yayınları, s.216, İstanbul, 2003.
5. Hernandez, P., A working paper for IESE Business School, University of Navarra "Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations", p.33, 2002.
6. Ataman, Ü. ve Kibar, H., Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması, Türkmen Kitabevi, s.172, İstanbul, 1999.
7. http://www.davidpenz.com/assets/documents/Class_Projs/DavidPenzIMAudit.pdf
8. Gomez, S., Marti, C. and Opazo, M., A working paper for IESE Business School, University of Navarra "The Structural Characteristics of Sport Organizations: Differentiation within Elite Spanish Professional Football Clubs", p.16, 2008.
9. Brewer, R.M., Pedersen, P.M., Lim C.H. and Clerkin, T.A., "Examining the Value of Sport Clubs: A Cross-sectional Intrinsic Valuation of NCAA Football Bowl Subdivision (FBS) Football Programs", International Journal of Applied Sports Sciences, Vol.23, No:2, pp.351-370, 2011.
10. Kotab, J. and Scholleva, H., A paper for XIII IASE and III ESEA Conferences on Sports Economics "Evaluations in football player's contracts" being held in Prague, p.11, 17-18 May 2011.
11. Van Den Berg, E., Master Thesis. The Valuation of Human Capital in the Football Player Transfer Market, An Investigation of Transfer Fees Paid and Received in the English Premier League, Erasmus School of Economics, p.64, 2011.
12. Kocaoğlu, N.K., "Futbol Şirketlerinin Halka Açılması", Ankara Barosu Dergisi, 2011/4, s.69-108. 2011.
13. Garcia-del-Barro, P. and Szymanski, S., A working paper for International Association of Sports Economists "Goal! Profit Maximization and Win Maximization in Football Leagues", p.29, 2006.
14. <http://www.srr.com/article/latest-valuation-viability-trends-sports-teams>
15. Crossan, W. and Jezdik, M., A paper for XIII IASE and III ESEA Conferences on Sports Economics "Import or buy local: Comparative analysis of the use of foreign import players versus developing homegrown players in the Czech basketball league" being held in Prague, p.14, 17-18 May 2011.
16. http://www.deloitte.com/view/en_GB/uk/industries/sportsbusinessgroup/sports/football/annual-review-offootballfinance2011/index.htm
17. http://www.deloitte.com/view/en_GB/uk/industries/sportsbusinessgroup/sports/football/0a4be867d38f8210VgnVCM200000bb42f00aRCRD.htm
18. http://www.deloitte.com/view/en_GB/uk/industries/sportsbusinessgroup/sports/football/annual-review-of-football-finance/index.htm
19. McDermott, J., "Direct v. Indirect Discrimination in European Football: The Legal Differences Between UEFA's Homegrown Player Rule and FIFA's "6+5" Proposal", Texas Review of Entertainment & Sports Law, Vol:11, Issue:2, pp.267-295, 2010.
20. Dejonghe, T. and Van Opstal, W., A working paper for International Association of Sports Economists "The Consequences of an Open Labor Market in a Closed Product Market in the Economic Environment of European Professional Football", p.16, 2008.
21. Goddard, J. and Wilson J.O.S., A paper for Social Science Research Network "Free Agency and Employment Transitions in Professional Football", p.33, 2008.
22. Verbon, H.A.A., A paper for Social Science Research Network "Migrating Football Players, Transfer Fees and Migration Controls", p.33, 2007.
23. Gürel, S.P. and Ekmekçi, Y.A., A paper for XIII IASE and III ESEA Conferences on Sports Economics "Measuring Intellectual Capital for Football Clubs: Evidence from Turkish First Division Football League" being held in Prague, p.10, 17-18 May 2011.
24. Savucu, Y., Devicioğlu S. and Coşkun, Z., A paper for XIII IASE and III ESEA Conferences on Sports Economics "Economic Dimension of Football in Turkey" being held in Prague, p.4, 17-18 May 2011.
25. Ekmekçi, R., A paper for XIII IASE and III ESEA Conferences on Sports Economics "New Era Sport Sponsorship in Turkey" being held in Prague, p.6, 17-18 May 2011.

26. Baş, M., "Spor Sponsorluğu ve Spor Federasyonlarının Sponsorluğa Bakışı Üzerine Bir Araştırma", Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı:10-3, s.111-124, 2008.
27. Bauer, H.H., Sauer, N.E. and Schmitt, P., "Customerbased brand equity in the team sport industry: Operationalization and impact on the economic success of sport teams", European Journal of Marketing, Vol:39, Issue:5-6, pp.496-515, 2005.
28. Kayalı, C.A. ve Yereli, A., İTÜ İşletme Fakültesi ve Finans Bilim Platformu tarafından düzenlenen, VII. Ulusal Finans Sempozyumu'nda sunulan bildiri "Marka Değerinin Firmaların Piyasa Değeri ve Finansal Performansları Üzerindeki Etkileri", 2004.
29. Villarejo-Ramos, A.F. and Martin-Velicia F.A., "A Proposed Model for Measuring the Brand Equity in Sports Organizations", Esic Business and Marketing School Review, No:123, pp.63-83, 2007.
30. Birgili, E. ve Sakarya, Ş., "Kaynak Sağlamada Bir Zorunluluk: Halka Açılma ve 1986-2000 Eğilimleri", Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı:38, s.61-83, 2001.
31. Dikmen, B., "Satılan, Birleşen, Halka Açılan veya Özelleştirilen Firmanın Değeri Nasıl Tespit Edilir?", Vergi Dünyası Dergisi, Sayı:267, s.50-61, 2003.
32. Frick, B., "The Football Players' Labor Market: Empirical Evidence from the Major European Leagues", Scottish Journal of Political Economy, Vol:54, Issue:3, pp.422-446, 2007.
33. Brewer, R. and Reynolds, C., A paper for The University of North Caroline College Sport Research Institute Scholarly Conference on Sport "Analyzing College Football Coaches' Contracts: Content and Value ", 2009.
34. Anonymous, Video Game, Football Manager 2011, SEGA Games.
35. Tunaru, R., Clark, E. and Viney, H., "An option pricing framework for valuation of football players", Review of Financial Economics, Vol:14, Issue:3-4, pp.281-295, 2005.
36. Brewer, R., A paper for The University of North Caroline College Sport Research Institute Scholarly Conference on Sport "Determining the Value of Sport Franchises", 2009.
37. economics.about.com/library/weekly/aa043004g.htm
38. Sonntag, A., "Evaluation of Sports Organization Worth", Sport Science Review, Volume XX, No:3-4, pp.173-182, 2011.
39. Ercan, M., Öztürk, M.B. ve Demirgüneş, K., Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye, Gazi Kitabevi, s.202, Ankara, 2005.
40. Taner, B., Küçükbay, F. ve Demirhan D., İTÜ İşletme Fakültesi ve Finans Bilim Platformu tarafından düzenlenen, VII. Ulusal Finans Sempozyumu'nda sunulan bildiri "Entelektüel Sermaye Kavramı ve Firma Piyasa Değeri Üzerine Etkisinin İncelenmesi: İMKB'de İşlem Gören Firmalar Üzerine Bir Uygulama", 2004.
41. www.imkb.gov.tr
42. www.galatasaray.org/sportif