

T.C.
ABANT İZZET BAYSAL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ŞENDOĞAN ÖZÇELİK

Ağustos-2007

T.C.
ABANT İZZET BAYSAL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

DERBİ MAÇ SONUÇLARININ HİSSE SENEDİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Yüksek Lisans Tezi

Hazırlayan
Şendoğan ÖZÇELİK

Danışman:
Yrd. Doç. Dr. Sadık ÇUKUR

BOLU-2007

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ'NE

Şendoğan ÖZÇELİK'e ait, **“DERBİ MAÇ SONUÇLARININ HİSSE SENEDİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ”** adlı çalışma, jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir. 05.10.2007

Üye : Yrd. Doç. Dr. Erdoğan KOTİL

Üye (Tez Danışmanı) : Yrd. Doç. Dr. Sadık ÇUKUR

Üye : Yrd. Doç. Dr. Mehmet ERYİĞİT

Prof. Dr. Uğur ESER
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

ÖZET

DERBİ MAÇ SONUÇLARININ HİSSE SENEDİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Şendoğan ÖZÇELİK

Yüksek Lisans Tezi

İşletme Anabilim Dalı

Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Sadık ÇUKUR

Ağustos 2007, 78 Sayfa

Firmaların faaliyetlerini yürütebilmesi için kaynaklara ihtiyacı vardır. Bu kaynaklar; özkaynak ya da yabancı kaynak olabilir. Özkaynak yoluyla fonlama diğer bir ifadeyle senet ihraç ederek toplanacak fonların maliyeti daha ucuz ise, şirketler halka açılmayı tercih edebilir. Firma ortakları halka açılmayı bir tanıtım ve reklam aracı olarak görebilir ve halka açılmaya karar verebilir. Yabancı kaynaklar ise, borçlanma yoluyla elde edilen kaynaklardan oluşmaktadır. Özkaynak ve yabancı kaynak artışından faydalanmak isteyen futbol kulüpleri de halka arz yoluyla finansal açıdan önemli başarılar elde etme yolunda önemli adımlar atmaktadırlar. Kulüpler kurmuş oldukları değişik firmalarla, farklı sektörlerde ticari faaliyetlerde bulunabilirken ve ticari kazanç sağlarken finansal kaynaklarını çeşitlendirmektedirler. Bu çalışmada, İMKB’de işlem gören spor endüstrisine ait futbol kulüpleri BJK Futbol A.Ş., FB Sportif A.Ş., GS Sportif A.Ş. ve TS Sportif A.Ş.’nin hisse senedi fiyatları ile derbi maçların sonuçlarının hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisi araştırılmaktadır. Bu kulüplerin kendi aralarında yapmış oldukları müsabakaların sonuçlarının analiz edilmeye çalışıldığı bu çalışmada olay çalışması metodu kullanılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Halka Arz, Futbol, Şirketleşme, Hisse Senedi, Olay Çalışması

ABSTRACT**THE EFFECT OF DERBY MATCHES ON THE VALUE OF THE CLUB'S
SHARES****Şendoğan ÖZÇELİK****Master Thesis****Department of Business Administration****Thesis Advisor: Associate Prof. Sadık ÇUKUR****August, 2007, 78 pages**

Companies may raise funds by several different sources in order to continue their activities efficiently. Funds sometimes may be obtained from internal sources , sometimes may be obtained by borrowing. The management should decide the cost of capital and choose the cheaper one. Companies may sell their shares in capital markets and open to public. Football clubs recently floated their shares and this brings a big success for clubs since the have a substantial amount of Money that may be used freely. On the other hand, the value of shares for soccer teams mainly depend on the results of the games as it increases the number of fans and increases income collected during games and other incomes. This study investigates the effect of soccer game results on the value of the soccer clubs that quoted on the İstanbul Stock Exchange Market (ISEM). We use an event-study approach to test the effect and only examine the results of the derby games.

Key Words: Floating, Football, Equity, Event-Study.

TEŞEKKÜR

Tez süresi boyunca bana büyük emeği geçen, bana rehberlik eden ve beni sabırla dinleyen, yönlendiren tez danışmanım sayın hocam Yrd. Doç. Dr. Sadık ÇUKUR'a, özellikle uygulama aşamasında değerli zamanını bana ayıran sayın hocam Yrd. Doç. Dr. Mehmet ERYİĞİT'e, ayrıca yüksek lisans dönemi boyunca bilgi birikimlerini ve yardımlarını hiç esirgemeyen A.İ.B.Ü. - İ.İ.B.F. İşletme Bölümü hocalarıma ve bana her zaman destek olan sevgili aileme sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER DİZİNİ

ÖZET.....	iii
ABSTRACT	iv
TEŞEKKÜR	v
İÇİNDEKİLER DİZİNİ	vi
TABLolar LİSTESİ.....	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	viii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	ix
Giriş	1

BÖLÜM I

HALKA AÇILMA (ARZ)

1. Halka Açılma (Halka Arz).....	4
1.1. Halka Açılma Yöntemleri	7
1.2. Halka Arzda Satış Yöntemleri	10
1.2.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yönteminin Kullanılması Durumunda Talebin Toplanması.....	11
1.2.2. Dağıtım Kuralları	11
1.2.2.1. Genel Yöntem	11
1.2.2.2. Oransal Dağıtım Yöntemi	12
1.2.2.3 Bedel İadesi ve Teslim	13
1.2.2.4. Ek Satış Hakkı.....	14
1.2.2.4.1. Ödünç Alımlı Ek Satış	15
1.3. Halka Açılmanın Yaklaşık Maliyeti	17
1.4. Halka Açık Şirketlerin Yükümlülükleri.....	17
1.5. İzinsiz Halka Arz.....	20

BÖLÜM II

FUTBOL KULÜPLERİNİN ŞİRKETLEŞMESİ VE HALKA AÇILMASI

1. Futbol Kulüplerinin Şirketlemesi ve Halka Açılması	23
2. Dünyada ve Avrupa’da Futbol Kulüplerinin Şirketleşmesi ve Halka Arzları	24
3. Ülkemizde Futbol Kulüplerinin Şirketleşmesi ve Halka Arzları.....	26
3.1. Beşiktaş Kulübünün Şirketleşmesi ve Halka Arzı	31
3.2. Galatasaray Kulübünün Şirketleşmesi ve Halka Arzı	32
3.3. Fenerbahçe Kulübünün Şirketleşmesi ve Halka Arzı	35
3.4. Trabzonspor Kulübünün Şirketleşmesi ve Halka Arzı.....	39

BÖLÜM III

LİTERATÜR VE MODEL

1. Literatür	41
2. Veri ve Model.....	44
2.1. Veri.....	464
2.2. Model ve Hipotezler.....	466
2.2.1. Yöntem	46
2.2.2. Hipotezler	50

BÖLÜM IV

AMPİRİK BULGULAR VE SONUÇLAR

1. Ampirik Bulgular	51
2. Sonuçlar	59
KAYNAKÇA	64
ÖZGEÇMİŞ.....	68

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1. Türkiye’de SPK Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları (Hisse Senetleri ve Toplam İçindeki Payı)	7
Tablo 2 . Sportif A.Ş.’lerin Gelir ve Gider Karşılaştırmaları (Benzerlik ve Farklılıklar)	28
Tablo 3. Sportif A.Ş.’lerin Gelir Yapıları (YTL) (2004-2005).....	29
Tablo 4. Sportif A.Ş.’lerin Gider Yapıları (Benzerlik ve Farklılıklar)	30
Tablo 5. Galatasaray Sportif A.Ş.’nin Sezonlar İtibariyle Gelirleri (Milyon \$)	34
Tablo 6. Fenerbahçe Sportif A.Ş.’nin Sezonlar İtibariyle Gelirleri (Milyon \$).....	38
Tablo 7. Derbi Müsabakalarının Tarihleri ve Sonuçları	44
Tablo 8. Kendi Sahalarında Yendikleri Gün.....	53
Tablo 9. Kendi Sahalarında Yenildikleri Gün.....	53
Tablo 10. Kendi Sahalarında Berabere Kaldıkları Gün	53
Tablo 11. Deplasmanda Yendikleri Gün.....	54
Tablo 12. Deplasmanda Yenildikleri Gün	54
Tablo 13. Deplasmanda Berabere Kaldıkları Gün	54
Tablo 14. İlk Yarı Yendikleri Gün.....	56
Tablo 15. İlk Yarı Yenildikleri Gün.....	56
Tablo 16. İlk Yarı Berabere Kaldıkları Gün	56
Tablo 17. İkinci Yarı Yendikleri Gün	57
Tablo 18. İkinci Yarı Yenildikleri Gün.....	57
Tablo 19. İkinci Yarı Berabere Kaldıkları Gün	57

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. BJK Futbol A.Ş. ve İMKB-100 Endeksi	32
Şekil 2. GS Sportif A.Ş. ve İMKB-100 Endeksi.....	35
Şekil 3. FB Sportif A.Ş. ve İMKB-100 Endeksi	38
Şekil 4. TS Sportif A.Ş. ve İMKB-100 Endeksi	40

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
AG	: Anormal Getiri
AŞ	: Anonim Şirket
BJK	: Beşiktaş
FB	: Fenerbahçe
GS	: Galatasaray
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAG	: Kümülatif Anormal Getiri
KDV	: Katma Değer Vergisi
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TS	: Trabzonspor
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
UEFA	: The Union des Associations Européennes de Football

Giriş

Günümüzde her sektörden çeşitli firmalar belirli bir oranda çeşitli amaçlarla halka arz edilmekte ve halka arz sonucunda sağlanan gelirlerle kaynak ihtiyaçlarını karşılamaktadırlar. Firmaların faaliyetlerini yürütebilmesi için kaynak ihtiyacı vardır. Bu kaynaklar borçlanma yoluyla elde edilen kaynaklar (yabancı kaynak) olabileceği gibi, ortaklardan sermaye yoluyla ya da çeşitli faaliyetler sonucu kâr yoluyla sağlanan kaynaklar (Özkaynak) olabilir. İki kaynak türünün de firmaya bir maliyeti söz konusudur. Bu maliyet yabancı kaynaklarda faiz maliyeti, özkaynakta ise ödenmesi gereken ve ortaklar tarafından belli bir taban limitte beklenen temettü gelirinden kaynaklanmaktadır. Şirket yönetimi hangi kaynağı ucuza sağlayabiliyorsa, o kaynaktan faydalanmayı tercih edecektir. Eğer özkaynak yoluyla fonlama yani senet ihraç ederek toplanacak fonların maliyeti daha ucuz ise, şirketler halka açılmayı (arz) tercih edebilir.

Firma ortakları halka açılmayı bir tanıtım ve reklam aracı olarak görebilir ve halka açılmaya karar verebilir. Sonuçta, borsa yoluyla firmanın değeri de oluşabileceği için, bu bir performans ölçüsü olarak da görülebilir.

Dünyada finans piyasalarındaki gelişmelere paralel olarak; Türkiye’de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), hisse senetlerinin ticaretinin düzenlenmesi ve standartlaştırılması amacıyla 1986 yılında Karaköy-Tophane’de faaliyete geçmiştir. Kurulduğu yıllarda az sayıda firma, düşük işlem hacmi ve Türk ekonomisine endeksli hareket eden İMKB, günümüzde dünya ekonomileriyle entegre bir şekilde faaliyetini sürdürmektedir.

Ülkemizde, özkaynak ve yabancı kaynak artışından faydalanmak isteyen futbol kulüpleri de halka arz yoluyla finansal açıdan önemli başarılar elde etme yolunda önemli adımlar atmaktadırlar. Ülkemizde derneklerin ticari faaliyetlerde bulunmalarının sınırlandırılmış olmasının yanı sıra, ticari ürün satışlarından doğan kazançların vergi kapsamına alınması nedeniyle, futbol kulüpleri bu tür kazanç kaynakları yaratabilmek için farklı ticari şirket kurma yoluna yönelmişlerdir. Bu

yapılanma içerisinde kulüpler kurmuş oldukları değişik firmalarla, farklı sektörlerde ticari faaliyetlerde bulunabilmekte ve ticari kazanç sağlamaktadırlar.

Şu anda İMKB’de işlem gören spor endüstrisine ait futbol kulüpleri BJK Futbol A.Ş., FB Sportif A.Ş., GS Sportif A.Ş. ve TS Sportif A.Ş.’dir.

Bu çalışmanın amacı şu anda İMKB’de işlem gören dört büyük kulübün hisse senedi fiyatları ile kendi aralarında oynadıkları derbi maçların sonuçlarının hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini araştırmak ve ortaya koymaktır.

Çalışmanın birinci bölümünde şirketlerin halka açılmalarının nedenleri üzerinde durulmuş ve halka arz yöntemleri ele alınmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde futbol kulüplerinin şirketleşmesi ve halka açılması ele alınmaktadır. Dünyadan ve Türkiye’den çeşitli kulüp örnekleriyle halka arzları incelenmektedir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde konuya ilişkin literatür taraması yapılmaya çalışılmıştır. Ancak bu konu ile ilgili yeteri kadar çalışmanın mevcut olmamasından dolayı okuyucuyu bilgilendirme açısından olay çalışmasının bazı örnekleri sunulmaya çalışılmıştır. Bu yaklaşım incelenen konunun daha net bir şekilde anlaşılmasına katkıda bulunacaktır. Yine bu bölümde veriler tanımlanmış olup metod ve test hakkında genel bilgi verilmiştir. Literatürde olay çalışması yaklaşımı çok net ifade edilip testler konusunda herhangi bir farklı yaklaşım söz konusu değildir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde ise modelle ilgili bulgular yorumlanmış ve sonuçlar tartışılmıştır. Sonuçlar bazı farklılıklar olmakla beraber piyasanın futbol kulüplerini değerlerken derbi maç sonuçlarını dikkate almadıkları doğrultusundadır. Bu sonucu olumlu veya olumsuz yorumlamak yerine net bir olayın borsadaki etkisi olarak yorumlamak daha doğru olacaktır. Zira futbol kulüplerinin gelirlerinin artması elbetteki fiyatları yukarı yöne taşımasına katkıda bulunacaktır ancak gelirlerin artması tek başına derbi maç sonuçlarına bağlı değildir. Bu bağlamda

düşünüldüğünde gelecekteki çalışmaların çok daha spesifik olaylar üzerinde yoğunlaşmasında fayda vardır. Örneğin, şampiyonluk düğümünün çözüleceği maçlar, Avrupa Kupası maçlarında bir üst tura çıkılması gibi futbol kulüplerinin gelirini ve itibarını doğrudan artıracak olaylar seçilirse bulunacak sonuçlar daha net olabilecektir.

BÖLÜM I

HALKA AÇILMA

1. Halka Açılma (Halka Arz)

Halka açılma (Halka arz), “doğrudan finansman” yöntemini kullanılarak bir anonim ortaklığın kaynak ihtiyacını karşılamada başvurduğu bir yöntemdir.¹ Halka arz; hisse senetlerinin çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara çağrı ve ilan yoluyla satışı olarak da tanımlanabilir. Şirketler halka açılmak ve hisse senetlerinin organize bir pazarda işlem görmesini sağlamak suretiyle her şeyden önce önemli bir finansman kaynağından yararlanmaktadırlar.²

Halka açılma; sermaye piyasası araçlarının satın alınması için halka çağrıda bulunulması, halkın bir anonim ortaklığa katılmaya davet edilmesi, hisse senetlerinin borsalar veya diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi, halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışı gibi ögelere sahiptir.³

Halka arzın temel amacı firmaların faaliyetleri için finansman kaynağı sağlamalarıdır. Firmalar hisse senetlerini primli fiyatla halka arz ederek, diğer finansman yöntemlerine göre daha düşük maliyetle ve uzun vadeli bir kaynağı kullanmaktadırlar. Diğer taraftan şirketler, halka açıldıktan ve borsada hisse senetleri işlem görmeye başladıktan sonra da hisse senetlerini teminat göstererek kredi kullanabilmektedir.⁴ Ayrıca, halka arz edilen hisse senetlerinin organize bir pazarda istenilen zamanda, gerçek arz ve talebe göre oluşan fiyatlardan, şeffaflık içerisinde alınıp satılmasını yoluyla hisse senetlerine likidite kazandırılmakta, mevcut ortaklara önemli bir fayda sağlanmaktadır.

¹ **Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)**, Halka Açılma, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları – 10, Ankara, Mart 2007, s.5.

² **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Web Sayfası**, <http://imkb.gov.tr/yayinlar/halkaarz.htm>, 22.02.2007 tarihi itibarıyla.

³ **SPK**, a.g.e., s.5.

⁴ **İMKB**, a.g.s., 22.02.2007 tarihi itibarıyla.

Halka açılma ile firmalar yurtiçi ve yurtdışında yaygın tanıtım imkanını da kullanabilmektedir. Hisse senetleri borsada işlem gören firmalar hakkındaki çeşitli bilgiler, borsanın şeffaflık ve kamuyu aydınlatma işlevi çerçevesinde yurtiçi ve yurtdışı yatırımcılara medya kuruluşları ile sürekli olarak ulaştırılmaktadır. Bu bilgi dağıtımı şirketlerin ve şirket ürünlerinin hem yurtiçinde hem de yurtdışında tanınmalarını sağlamaktadır. Yaygın tanınmanın sağladığı fayda hem yurtiçinde hem de yurtdışında yerleşik bulunan ve aynı sektörde faaliyette bulunan firmalarla işbirliğine gidilebilmesine yardımcı olmaktadır. Ayrıca diğer firmalarla ortak girişim oluşturma ve benzeri konularda çalışmaların yapılabilmesi imkanı doğabilmektedir.

Halka açılmak ve hisse senetlerinin menkul kıymet borsasında işlem görmesini sağlamak ile firmalar, sermaye piyasasının denetim mekanizmaları sayesinde kurumsallaşma süreçlerini hızlandırmaktadır. Böylece modern yönetim tekniklerine daha kısa sürede kavuşabilmektedirler.⁵

Firmaların halka açılmalarının faydalarının yanında bazı maliyetleri de bulunmaktadır. Bu maliyetler şu şekilde sıralanabilir:⁶

- Yeni bir otoritenin (SPK) denetimi ve gözetimi altına girilmesi,
- Hisse senetlerine yeterli talep olmaması durumunda, yaratacağı kötü imaj ve prestij kaybı korkusu,
- Halka açılmanın maliyetinin yüksek olması ile formalitesinin çok ve prosedürünün uzun olması,
- Halka açılmanın kamuyu aydınlatma, kar dağıtım zorunluluğu, mali tablo ve raporların bağımsız denetimi ve periyodik olarak ilanı, izahname ve sirküler düzenleme zorunluluğu, daha ağır genel Kurul merasimi, belli koşullarda mevcut ortaklara halka çağrıda bulunma yükümlülüğü

⁵ İMKB, a.g.s., 22.02.2007 tarihi itibarıyla.

⁶ SPK, a.g.e., s.6-7.

getirmesi ve uyulması gereken diğer yasal yükümlülükleri ve masrafları artırması,

- İlk defa hisse senedi ihraç edecek şirketlere karşı yatırımcıların kararsız ve çekingen olması nedeniyle hisse senetlerine istenilen düzeyde talep olmama endişesi ve düşük fiyatlama sorununun ortaya çıkabilmesi,
- Şirket ortaklarının yönetim ve denetim haklarının kısıtlanmasını istememeleri veya şirketin hisse senetlerinin başka gruplarca ele geçirilmesi sonucu yönetimde kontrolü kaybetme konusundaki endişeleri,
- Vergi düzenlemelerinin halka açılmayı yeterince cazip kılmaması,
- Şirket hisseleri borsada işlem görmekteyken borsada oluşacak fiyatın gerçekçi olmayabileceği düşüncesi,
- Halka açılmanın şirket başarısına olumlu etkisinin olmayacağı düşüncesi,
- Şirketle ilgili kamuya açıklanmak zorunda olan bilgilerle ilgili olarak ticari sır, rekabet vb. nedenlerle endişe duyulması,
- Şirket yöneticilerinin görev ve sorumluluklarının artacağı düşüncesi ile şeffaf yönetim gerekliliği.

Günümüzde Gelişmiş ekonomilerde, örneğin; ABD’de, şirketler büyük ölçüde sermaye piyasaları sayesinde büyüme fırsatı bulmaktadırlar. Türkiye’de ise yakın zamana kadar ekonomik istikrarsızlıklar nedeniyle halka arz taleplerinde ertelenmeler gözlenmiştir. Öncelikle ekonomik istikrarın sağlanmasıyla yeterli derinliğe sahip sermaye piyasalarının oluşması hedeflenmektedir. Güçlü bir sermaye piyasası ile halka arz başarı ile gerçekleştirilebilir.⁷

Halka açılma oranı yurtdışında % 70 seviyelerinde, Türkiye’de ise % 30 seviyelerinde gerçekleşmektedir. Tablo 1’de 1986-2007 yılları arasında Türkiye’de SPK Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları içinde hisse senetlerinin toplam içindeki payı yüzde olarak görülmektedir. 1993 yılında hisse senedi ihraçlarının

⁷ **Ersin ÖZİNCE**, *Halka Açılmanın Teşviki ve Yatırım Ortamının Geliştirilmesi*, Türkiye’de Halka Açılmanın Teşviki ve Yatırım Ortamının Geliştirilmesi konulu Panel, KOTEDER, 9.12.2003, s.6.

toplam içindeki payı yüzde 13,30 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılından sonra hisse senetlerinin toplam menkul kıymet ihraçları içindeki payı ise artış göstermeye başlamış ve 2007 yılının Ocak-Haziran döneminde yüzde 86,73 ile en yüksek paya ulaşmıştır.

Tablo 1. Türkiye’de SPK Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları (Hisse Senetleri ve Toplam İçindeki Payı) 1986-2007/06*

YILLAR	HİSSE SENEDİ**	TOPLAM İÇİNDEKİ PAYI %	TOPLAM***
1986	101,98	37,21	274,06
1987	187,20	27,43	682,53
1988	364,48	32,04	1.137,54
1989	971,54	42,19	2.302,91
1990	4.106,64	65,46	6.273,08
1991	4.443,52	66,02	6.730,23
1992	5.322,83	23,63	22.528,94
1993	9.573,37	13,30	71.992,96
1994	37.553,00	44,32	84.727,56
1995	51.332,65	29,41	174.526,20
1996	102.202,39	63,10	161.961,10
1997	305.732,07	80,79	378.449,23
1998	696.821,77	82,78	841.777,83
1999	678.870,67	79,35	855.544,62
2000	3.007.974,04	51,93	5.792.295,75
2001	1.684.497,76	29,40	5.730.393,72
2002	1.597.316,83	38,09	4.193.317,20
2003	1.749.596,62	22,20	7.881.726,32
2004	3.826.540,24	35,77	10.696.891,24
(*) 2005	3.991.869,65	54,06	7.384.712,01
2006	10.880.574,35	53,60	20.298.076,40
2007	4.782.777,09	86,73	5.514.247,59

Kaynak: SPK, Aylık İstatistik Bülteni, Haziran 2007,

<http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/index.html?tur=aylikbulten>, 12.07.2007

** Nakit sermaye artırımlarını içermektedir. Nominal değer

*** Kâr Zarar Ortaklığı Belgesi, Banka Bonosu Ve Banka Garantili Bono, Mkyf Katılma Belgesi, Emeklilik Yatırım Fonu Katılma Belgesi, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Yabancı Yatırım Fonu Katılma Belgeleri, Gayrimenkul Sertifikası değerlerinin toplamını ifade etmektedir.

1.1. Halka Açılma Yöntemleri

Halka açılma (arz) yöntemleri;

* 2004 yılı ve öncesi rakamlar Milyar TL, 2005 yılı Ocak ayından itibaren rakamlar Bin YTL olarak verilmektedir.

- Mevcut hissedarların sahip olduğu hisse senetlerinden bir kısmını borsada veya borsa dışında halka arz etmeleri,
- Sermaye artırımını yoluyla hisse senetlerinin halka arzı,
- Sermaye artırımını yoluyla hisse senetlerinin halka arzı ile mevcut hissedarların sahip olduğu hisse senetlerinden bir kısmını halka arz etmesinin birlikte yapılması olarak üç şekilde gerçekleşmektedir.

Mevcut hissedarların sahip olduğu hisse senetlerinden bir kısmını borsada veya borsa dışında halka arz etmeleri: Bu yöntemde, ortaklıklardaki mevcut hissedar veya hissedarlar sahip oldukları hisse senetlerinden bir kısmını doğrudan borsada veya borsa dışında halka arz edebilirler.

Bu tür halka arzlar, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:I, No:26 sayılı "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına ilişkin Esaslar Tebliği " ile düzenlenmiştir. Özelleştirme kapsamında olanlar dahil ve hisse senetleri daha önce halka arzedilmemiş ortaklıklarda, hissedarların sahip oldukları hisse senetlerini halka arz edebilmeleri için hisse senetlerinin,

- a) Beli bir tertip ve guruba dahil olmaları halinde o tertip ve gruptaki tüm hisse senedi bedellerinin; aksi takdirde ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması,
- b) Rehin veya teminata verilmek suretiyle devir veya tedavülünü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması zorunludur.

Aynı Tebliğ'in 5'inci Maddesine göre halka açıklık oranının aşağıda belirtilen oranlarda olması gerekmektedir.

- Sermayesi 12.209.760 YTL'ye kadar olan şirketler için %25,
- Sermayesi 12.209.760 YTL ie 61.048.800 YTL arasında olan şirketler için %15,
- Sermayesi 61.048.800 YTL üzerinde olan şirketler için %5,

Yukarıda belirtilen tutarlar her yıl Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılır.⁸

Sermaye artırımı yoluyla hisse senetlerinin halka arzı: Bu şekildeki halka açılmada ortaklık;

- a) Sermaye artırımı yaparak yeni ihraç edeceği hisse senetlerinden bir kısmını ya da tümünü rüçhan haklarını (mevcut hissedarların yeni pay alma haklarını) kısıtlayarak Borsa'da veya Borsa dışında halka satabilir.
- b) Sermaye artırımında ortaklarca rüçhan hakları kullanıldıktan sonra kalan hisse senetlerini Borsa'da veya Borsa dışında halka arz edebilir.

Bu tür halka arzlar, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:I, No:26 sayılı "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına ilişkin Esaslar Tebliği " ile düzenlenmiştir. Önşartlar;

Halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımlarında, ortakların yeni pay ama haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak hisse senetlerini halka arz edebilirler. SPK'ya başvuru öncesinde aşağıdaki işlemler yapılır.

- a) Yönetim kurulu esas sözleşmenin sermaye maddesinin değişikliğini içeren madde tadil tasarısını hazırlayarak, madde değişikliği için SPK onayını alır.
- b) TTK hükümleri dahilinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay ama haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır.

Aynı Tebliğ'in 6'ncı Maddesine göre halka açıklık oranının aşağıda belirtilen oranlarda olması gerekmektedir.

- Sermayesi 12.209.760 YTL'ye kadar olan şirketler için %25

⁸Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), Hisse Senedi Piyasaları, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisans Eğitimi, Ankara, Mart 2007, s.40-41.

- Sermayesi 12.209.760 YTL ie 61.048.800 YTL arasında olan şirketler için %15
- Sermayesi 61.048.800 YTL üzerinde olan şirketler için %5

Yukarıda belirtilen tutarlar her yıl Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme katsayısı oranında artırılır.⁹

1.2. Halka Arzda Satış Yöntemleri

Halka açılmak veya halka açık olup da borsada sürekli işlem görmek üzere hisse senedi satışı yapacak ortaklıkların hissedarları “Talep Toplama” veya “Borsada Satış” yöntemlerinden birini tercih edebilir.

“Talep Toplama” yöntemi ise; Sabit Fiyatla Talep Toplama (Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplanması) ve Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama, olarak ikiye ayrılır. “Sabit Fiyatla Talep Toplama” da talepler belirlenmiş tek bir fiyat üzerinden toplanır. “Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama” yönteminde hisse senetlerinin taban fiyatı ile tavan fiyatı arasındaki marj %20’yi geçmemek şartıyla hisse senetleri bir aralık olarak belirlenip, talep tavan fiyatından toplanır.

“Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama” yönteminde asgari bir satış fiyatı tespit edilip, üzerindeki fiyat teklifleri toplanır. Ön talep toplama yönteminin kullanılması halinde, talep toplama yöntemlerinden birinin kullanılması zorunludur.

“Borsa’da Satış” yöntemi Kurul’un onayı üzerine İMKB Yönetmeliği’ndeki kurallar çerçevesinde yapılır. İlk defa halka arzedilecek hisse senetlerinin borsada satılması, satıştan en az 20 iş günü önce Borsa tarafından gerekli belgelerle birlikte Borsa’ya yapılacak başvurunun, Borsa yönetim kurulunca kabulü ve ilan edilmesi ile mümkündür.¹⁰

⁹ TSPAKB, a.g.e, s.41.

¹⁰ SPK, Mevcut Hisse Senetlerinin Halka Arzı, <http://www.spk.gov.tr/ofd/mevcuthissehalkaarz.htm>, 7.03.2007 tarihi itibarıyla.

1.2.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama Yönteminin Kullanılması Durumunda Talebin Toplanması

Halka arz edilen sermaye piyasası aracından almak isteyen yatırımcılar almak istedikleri miktara ilişkin bedelleri sirkülerde belirtilen banka hesabına yatırırlar. Halka arzı yürüten aracı kurumlara başvuruda bulunarak talep formunu doldururlar. Talep formu aracı kuruluşlarca kabul edilmeden önce yatırımcıların kimlik bilgileri tespit edilir ve bir örneği talep formuna eklenir. Yatırımcılar istedikleri takdirde talep formunda almak istedikleri miktara ilişkin bir alt sınır belirleyebilirler. Talep toplama süresi sonunda, varsa konsorsiyum üyelerinden toplanan talepler, konsorsiyum lideri tarafından konsolide edilir.¹¹

1.2.2. Dağıtım Kuralları

Başvuru talepleri satışa sunulan hisse senedi tutarını geçmediği takdirde bütün talepler karşılanır. Taleplerin satışa sunulan hisse senedi tutarından fazla olması durumunda ise dağıtımı aşağıda şekilde yapılır;

1.2.2.1. Genel Yöntem

Daha önce belirli bir yatırımcı kitlesi için ayrılan kısım var ise; bu kısım hariç olmak üzere satışa sunulan toplam tutar, talep eden yatırımcı sayısına bölünerek, hesaplanan tutar ve altındaki alım talepleri karşılanır.

Kalan tutar, talebi tamamen karşılanamayan yatırımcı sayısına bölünerek aynı şekilde dağıtılır. Bu şekildeki dağıtım işlemine satışa sunulan sermaye piyasası araçlarının tamamı dağıtılincaya kadar devam olunur. Dağıtım sonucunda ortaya çıkan miktarlar, miktar konusunda bir alt sınır koyan yatırımcılar açısından gözden geçirilir, ortaya çıkan miktarın bu alt sınırın altında kalması halinde yatırımcı

¹¹ **İktisadi Dayanışma**, http://www.iktisadidayanisma.com/portal/pratik_bilgiler/sermayearttirimi-halkaarz.htm, 09.03.2007 tarihi itibarıyla.

isteğine uygun olarak listeden çıkarılır ve bu miktarlar tekrar dağıtımına tabi tutulur. Dağıtım hesaplamalarında küsurat ortaya çıkması durumunda küsurat tama iblağ edilerek talebi tamamen karşılanamayan yatırımcılar arasında yönetim kurulunun veya hissedarın uygun gördüğü şekilde dağıtım yapılır.

Talep toplama sonucunda sermaye piyasası araçlarının dağıtımı sırasında bir defadan fazla talepte bulunan yatırımcıların en yüksek miktarlı talep tutarları hesaplamada dikkate alınır ve diğer talepleri iptal edilir.

Kendileri için belirli bir miktar hisse senedi ayrılmış yatırımcılar arasında dağıtım, varsa ön talep toplama duyurusu ile izahname ve sirkülerde açıklanan esaslar çerçevesinde yapılır.¹²

1.2.2.2. Oransal Dağıtım Yöntemi

Sabit fiyatla veya fiyat aralığı yoluyla talep toplama yönteminin uygulandığı halka arzlarda istenmesi halinde oransal dağıtım yönteminin de kullanılması mümkündür.

Herhangi bir yatırımcı grubuna tahsis edilmiş bulunan toplam sermaye piyasası aracı miktarının bu gruba gelen toplam talep miktarına bölünmesi ile arzın talebi karşılama oranı bulunur. Söz konusu oran yatırımcıların talep ettikleri tutar ile çarpılarak, her bir yatırımcının talebi arzın talebi karşılama oranında sermaye piyasası aracı tahsis edilmesi suretiyle karşılanır.

Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama Yönteminin Kullanılması Durumunda;

¹² Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği, 27.10.1993 tarih ve 21741 sayılı Resmi Gazete, s.5.

Bu tür halka arzlarda sabit fiyatla talep toplama yönteminden farklı olarak ihraççı veya hissedar tarafından; asgari bir satış fiyatı belirlenir ve üzerindeki fiyat teklifleri toplanır(Bu yöntemde kullanılabilecek Talep Formu örneği EK/3'de verilmektedir. Fiyat teklifi alma yoluyla hisse senedi satışında, fiyat teklifleri en yüksek fiyat teklifinden en düşük fiyat teklifine doğru olmak üzere her fiyat düzeyinde talep edilen miktarlar ile birikimli miktarları gösteren bir tabloya dönüştürülür. Birikimli olarak en çok hisse senedinin satılabileceği fiyat satış fiyatı olarak belirlenir. Belirlenen fiyat düzeyinde talep edilen toplam hisse senedi miktarının satışa sunulundan fazla olması durumunda, en yüksek fiyatlı talepten başlamak suretiyle dağıtım işlemi yapılır.¹³

1.2.2.3 Bedel İadesi ve Teslim

Talep toplama süresinin bitimini izleyen 2 iş günü içerisinde aracı kuruluş, bedelini bankaya ödeyerek sermaye piyasası aracı almak isteyen yatırımcıların adı-soyadını, TC Kimlik numarasını, adresini, yatırım fonlarının adlarını, yatırım ortaklıklarının ve diğer tüzel kişilerin ticaret unvanlarını, talep ettikleri sermaye piyasası aracı miktarını, miktar alt sınırlarını, hesaba para yatırdıkları tarih ve zamanı ve sermaye piyasası araçlarının yatırımcılar arasındaki dağıtımını gösterir bir liste düzenleyerek hissedara verir.

Paylarını satan hissedar, dağıtım listesinin teslimini izleyen 2 işgünü içinde listeyi onaylayarak aracı kuruluşa teslim eder. Ayrıca karşılanamayan taleplere ve bedel iadelerine ilişkin bir listede aynı sürede bankaya iletir. Banka, bu listeyi ilgili şubelerde ilan ederek, karşılanamayan taleplere ilişkin bedel iadelerini ihraçcının/ hissedarın bildirim tarihinden itibaren hemen yapar.

Halka arz nedeniyle toplanan tutarların nemalandırılıp nemalandırılmayacağı hususuna ilişkin esaslar izahname ve sirkülerde yer alır.

¹³ **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)**, Halka Arz ve Satış Yöntemleri, <http://www.imkb.gov.tr/halkaarz/bolum4.htm>, 09.03.2007 tarihi itibarıyla.

Hisse senetleri satış anında teslim edileceğinden, satıştan önce bastırılmış olmaları gerekmektedir. Onaylanan dağıtım listesini alan aracı kuruluş ise karşılanan taleplere ilişkin sermaye piyasası araçlarının teslimini yerine getirir.

Fiyat aralığı ile talep toplanması durumunda gerçekleşen fiyat ile tavan fiyatı arasındaki farkın talepte bulunanlara iadesine ilişkin esaslar izahname ve halka arz sirkülerinde belirtilir.¹⁴

1.2.2.4. Ek Satış Hakkı

Halka arzda talep toplama yönteminin kullanılması durumunda toplanan kesin talebin satışa sunulan hisse senedi miktarından fazla olması halinde fazla talebin karşılanması amacıyla azami miktarı daha önce belirlenen ve izahname de kamuya duyurulan payların dağıtımına tabi tutulacak toplam hisse senedi miktarına ilave edilmesine ek satış denilmektedir.

Ek satışa konu toplam hisse senetleri, ek satış öncesi halka arz edilen hisse senedi miktarının yüzde 15'ini aşamaz. Ek satış hakkının kullanılmak istenmesi halinde talep toplama süresinin bitimini izleyen iki iş günü içerisinde ek satışa konu hisse senetlerinin ayda alınması talebiyle Kurula başvurulması ve söz konusu hisse senetlerinin halka arz edilecek hisse senetleri ile aynı hakları taşıması zorunludur.

Ek satışa konu hisse senetleri, ortaklar tarafından satılabileceği gibi, halka arza aracılık eden aracı kurumlardan biri tarafından ortaklardan ödünç alınarak ödünç alımlı satış yoluyla da satılabilir.¹⁵

¹⁴ **İktisadi Dayanışma**, http://www.iktisadidayanisma.com/portal/pratik_bilgiler/sermayearttirimi-halkaarz.htm, 09.03.2007 tarihi itibarıyla.

¹⁵ **SPK**, Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz, <http://www.spk.gov.tr/ofd/sermayeartimihalkaarz.htm>, 10.03.2007 tarihi itibarıyla.

1.2.2.4.1. Ödünç Alımlı Ek Satış

Ek satışa konu hisse senetlerinin halka arza aracılık edecek aracı kurumlardan biri tarafından ödünç alımla satılacak olması halinde, aracı kurumla ortaklar arasında imzalanacak ödünç sözleşmesi çerçevesinde, hisse senetleri satışı gerçekleştiren aracı kurum tarafından mevcut ortaklardan ödünç alınarak tasarruf sahiplerine teslim edilir.

Bu durumda anılan aracı kurumun ödünç işleminden kaynaklanan yükümlülüğünü hisse senetlerinin Borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren otuz gün içerisinde kapatması zorunludur.

Bu işlem için yapılacak ödünç sözleşmesinin ödünç alınan hisse senetlerinin aracı kurum tarafından hisse senetlerini ödünç veren ortaklardan halka arz fiyatından satın alınmasını kapsayan bir alım hakkını içermesi zorunludur. Alım hakkını kullanma süresi en çok otuz gün olarak belirlenebilir ve başlangıcı hisse senetlerinin Borsada işlem görmeye başladığı tarihtir.¹⁶

Sözleşmeyi imzalayan aracı kurum, ödünç aldığı hisse senetlerine ilişkin ödünç verene olan taahhüdünü;

- Borsada işlem görmeye başladıktan sonra alım hakkı kullanım süresi içinde hisse senetlerini Borsadan satın alarak,
- Sözleşme çerçevesinde alım hakkını kullanmak suretiyle ortaklara ilgili hisse senetlerinin bedellerini ödeyerek, kapatabilir.

Aracı kurumun ödünç sözleşmesinden kaynaklanan taahhüdünü kapatmak için Borsada gerçekleştirebileceği alımlarda fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde uygulanan emir ve fiyat kurallarına uyması zorunludur. Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler hakkında aşağıda ilgili bölümde ayrıntılı bilgi sunulmaktadır.

¹⁶ **SPK**, a.g.e. <http://www.spk.gov.tr/ofd/sermayeartimihalkaarz.htm>, 10.03.2007 tarihi itibariyle.

Ek satışın tamamlanmasını takip eden iş günü, Seri:I, No:26 Tebliği Ek-7/A ‘da yer alan bilgiler aracı kurum tarafından Borsaya bildirilir. Borsa, belirleyeceği yöntemle söz konusu bilgileri kamuya duyurur.¹⁷

Ödünç sözleşmesinden kaynaklanan yükümlülüğün kapatıldığı gün, Seri:I, No:26 Tebliğ Ek-7/B’de yer alan bilgiler, işlemi gerçekleştiren aracı kurum tarafından kamuya açıklanmak üzere Borsaya bildirilir. Ödünç sözleşmesinin şartlarında veya uygulamasındaki her türlü değişikliğin, aynı gün içinde Kurula ve Borsaya bildirilmesi zorunludur. Borsa, belirleyeceği yöntemle söz konusu bilgileri kamuya duyurur.

Yukarıda belirtilen ödünç alımlı satış işlemlerinde “Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkındaki Tebliğ” hükümleri uygulanmaz.

Ödünç alımlı satış işlemini gerçekleştirebilecek aracı kurumlara ilişkin şartlar Kurul tarafından belirlenmiş olup, fiyat istikrarına ilişkin bölümde ayrıntısı verilmektedir.

Ödünç alımlı satış işlemine ilişkin kayıtlar, işlemi gerçekleştiren aracı kurum tarafından tutulur ve işlemlerin sona ermesinden itibaren en az beş yıl süreyle hisse senetlerini halka arz eden ortağın incelemesine açık tutulur.

Ödünç alımlı satış işlemlerinin Kurul Tebliğinde belirtilen esaslar çerçevesinde yürütülmesinden işlemi gerçekleştiren aracı kurum sorumludur.¹⁸

¹⁷ **SPK**, a.g.e. <http://www.spk.gov.tr/ofd/sermayeartimihalkaarz.htm>, 10.03.2007 tarihi itibariyle.

¹⁸ **SPK**, a.g.e. <http://www.spk.gov.tr/ofd/sermayeartimihalkaarz.htm>, 10.03.2007 tarihi itibariyle.

1.3. Halka Açılmanın Yaklaşık Maliyeti

Bir anonim ortaklığın halka açılmak için katlanması gereken maliyetlere aracılık komisyonu, aracılık yüklenim komisyonu, SPK kayıt ücreti, reklam ve ilan giderleri, İMKB kotasyon ücretleri ve diğer giderler vb. örnek olarak verilebilir. Kaydi sisteme geçilmesi nedeniyle hisse senedi basım giderleri artık bir maliyet unsuru olmaktan çıkmış bulunmaktadır.¹⁹

1.4. Halka Açık Şirketlerin Yükümlülükleri

a) Temettü Dağıtım Yükümlülüğü:

Halka açık anonim ortaklıkların dağıtacakları temettü oranının Kurul tarafından belirlenecek ve tebliğlerle ilan edilecek miktardan aşağı olamayacağı Sermaye Piyasası Kanununda belirtilmiştir. Halka açık anonim ortaklıkların 2006 yılı karlarından dağıtacağı birinci temettü tutar ı, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kârın en az %20'si olarak belirlenmiştir. Hisseleri borsada işlem gören anonim ortaklıklar, genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak temettü;²⁰

- Tamamen nakden dağıtma,
- Tamamen hisse senedi olarak dağıtma,
- Belli oranda nakit belli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma,
- Birinci temettü tutarının mevcut ödenmiş sermayenin %5'inin altında olması durumunda nakit ya da hisse senedi olarak

¹⁹ **SPK**, Halka Açılma, s.21.

²⁰ **SPK**, Halka Açılma, s.22-23.

dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakma konularında serbesttir.

Ancak ayrılması gereken yedek akçeler ayrılmadıkça ve esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen birinci temettü dağıtılmadıkça; başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve temettü dağıtımında imtiyazlı pay sahiplerine, katılma, kurucu ve adi intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyeleri ile diğer kişilere kâr payı dağıtılmasına karar verilemez.

Diğer taraftan, Kurul düzenlemeleri uyarınca nakit temettü dağıtımı, ortaklıklarca hesap dönemini izleyen 5 inci ayın (Mayıs), bedelsiz hisse biçiminde temettü dağıtımı ise 6 ncı ayın (Haziran) sonuna kadar tamamlanmak zorunda olup, ortaklar tarafından tahsil edilmeyen temettü bedelleri, 2308 sayılı Şirketlerin Müruruzamana Uğrayan Kupon Kupon, Tahvilat ve Hisse Senedi Bedellerinin Hazineye İntikali Hakkında Kanun uyarınca dağıtım tarihinden itibaren 5 yıl sonra zamanaşımına uğramaktadır.²¹

b) Özel Durumların Kamuya Açıklanması Yükümlülüğü

Halka açık anonim ortaklıklar, Kurul'un Seri:VIII No:39 sayılı "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği" ile belirlenen özel durumların gerçekleşmesi durumunda söz konusu Tebliğ'in ekinde yer alan formata uygun olarak hazırlayacakları özel durum açıklamasını Kurul'a ve paylar ı Borsa'da işlem gören anonim ortaklıklar ise Borsa'ya göndermek zorundadırlar. Tasarruf sahipleri söz konusu özel durum açıklamalarını Sermaye Piyasası Kurulu'nun

²¹ **SPK**, Halka Açılma, s.23.

Haftalık Bülteni ile İMKB'nin Günlük Bültenlerinden takip edebilirler. Düzenlemenin amacı; ortaklıkta, pay sahiplerinin yatırım kararlarını etkileyebilecek gelişmeler olması durumunda bu gelişmeler hakkında yatırımcıların en kısa sürede bilgilendirilmesidir.²²

Tebliğ'de düzenlenen özel durumlar:

- Ortaklığın sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler,
- Duran varlık alımı, satımı, kiralanması, kiraya verilmesi
- Ortaklığın faaliyetlerine ilişkin değişiklikler,
- Ortaklığın yatırımlarına ilişkin değişiklikler,
- Ortaklığın mali yapısına ilişkin değişiklikler,
- İştirakler ve iş ortaklıklarına ilişkin değişiklikler,
- İdari konulara ilişkin değişiklikler
- Diğer değişiklikler şeklindedir.

c) Mali Tablo ve Raporların Düzenlenmesi, Kurula ve Borsa'ya Gönderilmesi ve İlan Yükümlülüğü

Payları Borsa' da işlem gören ortaklıklar uluslararası finansal raporlama standartlarına (UFRS) veya Sermaye Piyasası Kurulu'nun uluslararası finansal raporlama standartları ile tam uyumlu Seri:XI No:25 sayılı "Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ" ine göre hazırladıkları yıllık ve ara mali tabloları ile bağımsız denetim raporlarını, belirlenen süreler içinde, Kurul'a ve Borsa

²² SPK, Halka Açılma, s.23-24.

bülteninde yayımlanmak üzere Borsaya göndermekle yükümlüdürler. Söz konusu mali tablolara Borsa'nın ve ortaklıkların kendi internet sitelerinden ulaşmak mümkün bulunmaktadır.²³

d) Bağımsız Denetim Yükümlülüğü

Payları Borsada işlem gören anonim ortaklıklar; yıllık mali tabloları için sürekli, altışar aylık ara bilanço ve gelir tabloları için ise bağımsız sınırlı denetim yaptırmak zorundadırlar. Denetim raporu mali tablolarla birlikte kamuya açıklanır.

Hisse senetleri halka arz edilmiş olan ve arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar menkul kıymetlerinin halka arzında (Hesap döneminin ilk üç ayından sonraki dönemde Kurula başvurulması halinde) düzenlenecek ara mali tabloları için de sınırlı bağımsız denetim yaptırmakla yükümlüdürler.²⁴

1.5. İzinsiz Halka Arz

Sermaye Piyasası Kuruluna kayıt yükümlülüğü yerine getirilmeksizin yapılan halka arz işlemi, izinsiz halka arz fiilini teşkil etmektedir. Bu fiilin sonuçlarını şu şekilde saymak mümkündür:

- Sermaye Piyasası Kanunu'na göre suç olup, Kurul tarafından yetkili Cumhuriyet Başsavcılığına suç duyurusu yapılacaktır.
- Satılan hisse senetleri Kurul kaydına alınmadığı için, Kurul'un

²³ **SPK**, Halka Açılma, s.24.

²⁴ **SPK**, Halka Açılma, s.24.

denetim ve gözetimi altında değildir.

- İzinsiz halka arzlardan hisse senedi satın aldığını düşünen yatırımcıların hak kaybına uğramaları söz konusudur. Bu mağduriyetin kapsamını ise şöyle belirlemek mümkündür:

İzinsiz halka arzdan hisse senedi alan kişilerin zarara uğramaları halinde bu zararı karşılamak amacıyla oluşturulmuş bir fon vs. bulunmadığından mağdur olmaları kaçınılmazdır. İzinsiz halka arzdan hisse senedi alan yatırımcıların, çoğu kez sadece bir makbuz verilmesi nedeniyle, ortak olduklarını belgeleyecekleri yasal bir belgeleri olmamaktadır. Bu nedenle ortaklık haklarını kullanmaları engellenmektedir.²⁵

Ayrıca izinsiz halka arz yapan ortaklıkların çoğu kez ortak sayısını 250'nin üzerine çıkarmamak (Sermaye Piyasası Kanununda tanımlanan, hisse senetleri halka arz edilmiş Anonim Ortaklık kapsamına girmemek ve dolayısıyla SPK kaydında olmamak) amacıyla yeni ortaklarını pay defterine kaydetmedikleri ve mevcut ortakların özel kayıtlarında izledikleri görülmektedir. Bunun bir sonucu olarak herhangi bir uyuşmazlıkta ortak olunduğunun ispatında zorluklar yaşanmaktadır.

Diğer taraftan Kurul kaydındaki ortaklıkların belli oranda temettü dağıtımını zorunlu olmakla birlikte, yatırımcılara daha fazla temettü vereceklerini vaad ederek halka arzda hisse senedi satan ortaklıkları zorlayıcı bir hüküm

²⁵ **SPK**, Halka Açılma, s.25.

bulunmamaktadır. Bu nedenle yüksek orandaki kar vaadine inanarak hisse senedi alan yatırımcıların hiç kar alamadığı durumlar ortaya çıkmaktadır.

İzinsiz halka arz olarak tanımlanan bu fiili işleyenler için Kurul tarafından alınabilecek tedbirler ve yapılacak suç duyurusu üzerine açılacak ceza davası sonucunda sanıklara verilebilecek cezalar Sermaye Piyasası Kanunu'nda düzenlenmiştir.²⁶

²⁶ **SPK**, Halka Açılma, s.25.

BÖLÜM II

FUTBOL KULÜPLERİNİN ŞİRKETLEŞMESİ VE HALKA AÇILMASI

1. Futbol Kulüplerinin Şirketlemesi ve Halka Açılması

Spor bütün dünyada büyümeye devam eden bir ekonomik faaliyete dönüşmektedir. Birleşmiş Milletler raporlarına göre sporun küresel ekonomi içindeki payının % 3 seviyesindedir. Avrupa Komisyonu raporlarına göre, Avrupa Birliği ülkelerinin milli gelirlerinin %1'i sportif faaliyetlerden kaynaklanmaktadır.

Futbolun öneminin artması ile yayın haklarını topluca satan federasyonların geliri artarken, bu gelirin bir kısmı, futbolun altyapısına harcanmıştır. Bu harcamalarla statlar iyileştirilmiş, genç futbolcuların yetiştirilmesi için imkanlar sağlanmıştır. Futbol maçlarının naklen yayın haklarıyla ilgili olarak gerek Avrupa'da gerek Türkiye'de düzenleyici otoriteler, hak sahibi federasyon veya kulüpler ile yayın kuruluşları arasında oluşmuş olan uzlaşma, günümüzde teknolojinin de etkisiyle değişmektedir. Ayrıca, yabancı oyuncu kısıtlaması, transfer bonservisleri, futbolcu, kulüp, menejer ilişkilerini yönlendiren yönetim alanlarında da önemli değişimler görülmektedir.²⁷

Futbolun geride bıraktığımız yüzyılın son dönemlerinde daha çok ilgi çekmeye başlamasıyla birlikte, futbol kulüpleri de hızla şirketleşmeye başlamışlardır. Futbol kulüplerinin şirketleşmeyi tercih etmesi futbolun geçirdiği yapısal değişimi de ortaya koymaktadır. Bu değişimin temel nedeni futbola ilişkin tüm öğelerin nitelik ve niceliksel değişim ve gelişim göstermesidir. Futbol pazarında önemli bir paya sahip olmak isteyen kulüpler şirketleşmeyi tercih etmektedir. Şirketleşmenin kulüplere sağlayacağı faydaların en önemlilerinden biri, kurumsallaşma ve profesyonelleşme, diğeri ise gelir kaynaklarının çeşitlendirilmesidir.²⁸

²⁷ Deloitte Türkiye, Avrupa Birliği sürecinde Türk Futbolu, Mart 2007, s.3.

²⁸ Tuğrul AKŞAR, Endüstriyel Futbol, İstanbul: Literatür Yayınları, Ocak 2005, s.219.

Futbol kulüplerinin gelir kaynaklarını çeşitlendirebilecekleri ortamlardan birisi de sermaye piyasalarıdır. Sermaye piyasalarına girmek için futbol kulüpleri gerekli hazırlıkları yaparak, uygun bir kurumsal yapıyı oluşturmak zorundadırlar. Günümüzde kulüpler gerekli finansal desteğe kavuşmanın yanında, aynı zamanda hem kurumsallaşma hem de profesyonelleşme yolunda önemli adımlar atmaya başlamışlardır.

2. Dünyada ve Avrupa’da Futbol Kulüplerinin Şirketleşmesi ve Halka Arzları

Dünyada 2003 yılına kadar 37 adet futbol kulübü halka açılmıştır. Bu kulüplerin halka açılmalarının en başarılı örnekleri İngiltere’de görülmektedir. 2002 yılı itibariyle 37 kulübün piyasa değerleri toplamı 2.3 milyar dolardır. Futbol şirketlerinin hisseleri, takımın performansının yanında naklen yayın hakları, internet ve abonelik gelirleri, forma ve saha reklamları, kupa gelirleri ve hediyelik eşya gelirleriyle ölçülmektedir. İngiltere liginde 1990’lı yıllarda başarılı olan Manchester United halka açılarak dünyanın en zengin kulübü olmuştur. Halka açıldığında piyasa değeri 65 milyon dolar olan kulübün değeri, 4 Ocak 2002’de 520 milyon dolara ulaşmıştır. Manchester United’ın 1991 yılında 17 milyon dolar olan gelirleri ise 2002 yılında 172 milyon dolar civarında olmuştur.²⁹

İngiltere’de yıllık yaratılan futbol gelirlerinin toplamı Deloitte’un araştırmasına göre yaklaşık 3 milyar dolar civarındadır. Premier lig kulüpleri bu gelir üzerinden yıllık 1 milyar dolar vergi ödemektedirler.³⁰ İngiltere Premier liginde kulüplerin şirketleşmelerine rağmen maddi sıkıntılar yaşamaktadırlar. Manchester United kulübü 2005-2006 sezonu sonunda 243 milyon Euro’luk gelir elde etmiştir. Bu gelirlerin toplam gelirler içindeki payı sırasıyla; maç günü gelirleri yüzde 43, ticari gelirler yüzde 30 ve yayın gelirleri yüzde 27’dir.³¹ Chelsea ve Leeds United kulüpleri ciddi sorunlarla karşılaşmışlardır. Roman Abramovich’in, Haziran 2003’te yönetimi devralışı ile Chelsea gelirlerinde hızlı ve etkileyici bir değişim

²⁹ **Açıl SEZEN**, “Her halka açılan kulüp başarılı olamıyor”, <http://www.ntv.com.tr/news/135257.asp>, 04.03.2007 tarihi itibariyle.

³⁰ **Deloitte**, Annual Review of Football Finance, June 2005, p.2.

³¹ **Deloitte Türkiye**, Football Money League 2007, Şubat 2007, s.7.

görülmüştür. Chelsea'nin 2003 yılı toplam geliri 134 milyon Euro iken, 2004 yılında 217 milyon Euro'ya yükselmiştir. 2005-2006 sezonu sonunda kulübün geliri 221 milyon Euro olmuştur. 2005-2006 sezonunda kulübün gelir kaynaklarının dağılımı; ticari gelirler yüzde 28, yayın gelirleri yüzde 38, maç günü gelirleri yüzde 38 olarak gerçekleşmiştir.³² Premier ligde bir zamanların marka kulüplerinden olan Leeds United girdiği 120 milyon dolarlık borç batağından kendisini kurtaramamış ve iflas ederek bir alt lige düşmüştür.

İtalyan Serie A liginde kulüplerin şirketleşme zorunlulukları yoktur. Dernek statüsünde faaliyetlerine devam eden kulüpler yanında şirketleşerek, halka açılan kulüpler de bulunmaktadır. 2004-2005 sezonunda İtalya Serie A ligi Avrupa'daki futbol gelirlerinin yaklaşık yüzde 12'sini kazanmıştır. Roma, Juventus ve Lazio kulüpleri borsada işlem gören kulüplerdir.³³ Juventus'un 2005-2006 sezonu gelir profili yayın gelirlerine aşırı bağlıdır. 2005-2006 sezonunda kulübün gelir kaynaklarının dağılımı; ticari gelirler yüzde 25, yayın gelirleri yüzde 68, maç günü gelirleri yüzde 7 olarak gerçekleşmiştir. Juventus, 2005-2006 sezonunda 251 milyon Euro'luk gelir elde ederek geçmiş yıllara oranla gelirlerini artırmıştır. Fakat, şike skandalı yüzünden kulübün küme düşmesi ile gelirleri önemli derecede azalabilir.³⁴ İngiltere örneğinde gördüğümüz gibi İtalyan futbol liglerinde de şirketleşmelerine rağmen iflas eden ve küme düşen kulüplere Fierontina ve Parma örnek verilebilir.

Alman Bundesliga'da mücadele eden kulüplerin büyük bir kısmı bir yandan faaliyetlerini dernek statüsünde sürdürürlerken, diğer yandan da şirketleşme ve halka açılma çalışmalarını devam ettirmektedirler. Ana kulübe bağlı birer iktisadi işletme olarak varlıklarını devam ettiren bu kulüplerin bütçeleri oldukça büyüktür. Almanya'da bugün borsada işlem gören sadece Borussia Dortmund kulübü bulunmaktadır. Borussia Dortmund kulübü 2003-2004 sezonunda yıllık 81.8 milyon

³² Deloitte Türkiye, a.g.e., s.9.

³³ Tuğrul AKŞAR, Futbol Kulüplerinin Şirketleşmesi ve Halka Arz, http://www.fesam.org/sur_makale.php?kod=2&url=uzman/ta031.htm, 08.03.2007 tarihi itibarıyla.

³⁴ Deloitte Türkiye, a.g.e., s.6.

Euro gelir elde etmesine karşın; 20,7 milyon Euro operasyonel zararla karşılaşmıştır.³⁵

Fransa Ligi'nde oynayan kulüplerin büyük bir kısmı şirketleşmeler de borsaya kote olmamışlardır. League 1'de genellikle kâr amacı gütmeyen şirketsel bir yapılanma vardır. Fransız ligi 1995/96 sezonundan bu yana faaliyet kârı üretememektedir.

İspanya'da La Liga da ise; Real Madrid, Barcelona gibi başarılı kulüplerin ve diğer kulüplerin iyi bir performansa sahip olmalarına rağmen şirketleşmeksizin dernek statüsünde faaliyetlerini devam ettirdikleri görülmektedir. Bunun en önemli nedeni ise; diğer liglerde olmayan milliyetçi kültür ve geleneksel yapının hakim olmasıdır.³⁶ Real Madrid, 2005-2006 sezonunda 292.2 milyon Euro'luk gelir elde ederek geçmiş yıllara oranla gelirlerini yüzde 6 oranında artırmıştır. Bu büyümenin temel nedeni ise; büyüyen loca kapasiteleri ve Santiago Bernabeu stadındaki fiyat artışları sayesinde kulübün maç günü gelirlerinin artmasıdır. 2005-2006 sezonunda kulübün gelir kaynaklarının dağılımı; ticari gelirler yüzde 43, yayın gelirleri yüzde 26, maç günü gelirleri yüzde 31 olarak gerçekleşmiştir. Barcelona kulübünün 2004-2005 sezonu geliri ise 259 milyon Euro olmuştur. 1992 yılında ulaştıkları UEFA Şampiyonlar Ligi şampiyonluğunu tekrarlamaları ile bir önceki döneme göre gelirleri yüzde 25 oranında artış göstermiştir (2004 geliri: 207.9 milyon Euro) 2005-2006 sezonunda kulübün gelir kaynaklarının dağılımı; ticari gelirler yüzde 34, yayın gelirleri yüzde 36, maç günü gelirleri yüzde 30 olarak gerçekleşmiştir.³⁷

3. Ülkemizde Futbol Kulüplerinin Şirketleşmesi ve Halka Arzları

Ülkemizde futbol kulüplerinin şirketleşme çalışmaları 1980'li yıllarda kulüplerin profesyonel futbol şubelerinin, kurulan veya kurulmuş bulunan anonim şirketlere devredilmesi ile başlamıştır. Kulüplere gelir sağlanması amacıyla gayrimenkul yatırım ortaklığı, ürünleştirme ve yatırım şirketi gibi şirketler

³⁵ AKŞAR, a.g.m., 08.03.2007 tarihi itibarıyla.

³⁶ AKŞAR, a.g.m., 08.03.2007 tarihi itibarıyla.

³⁷ Deloitte Türkiye, a.g.e, s.4-5.

kurulmaya başlanmış ya da benzer amaçlarla faaliyet gösteren bu şirketlere ortak olma yolu izlenmiştir.³⁸

Kulüplerin sermaye piyasalarına girme isteğiyle bir yandan şirketleşirken, diğer yandan da dernek statüsünü terk etmektedirler. Batı ülkelerinin büyük bir kısmında olduğu gibi, Türkiye’de de futbol kulüpleri genellikle dernek statüsünde faaliyetlerine devam etmektedirler. Dernek statüsünde faaliyet gösteren kulüplerin sağladığı bazı faydalar aşağıdaki şekilde özetlenebilir:³⁹

- Emlak vergisi ve gümrük vergisi istisnasına tabi olmaları,
- KDV, damga vergisi ve harç istisnasından yararlanabilmeleri,
- Kulüplere yapılan bağış ve yardımları, gelir ve kazançtan düşebilmeleri,
- Veraset ve intikal vergisi muafiyetinden yararlanabilmeleri,
- Devlete ait kuruluşlardan yardım alabilme,
- Taşınmaz edinebilme,
- İzin almaksızın yardım ve bağış toplayabilme.

Türkiye’de şirketleşme başarısı gösteren kulüpler; Beşiktaş, Fenerbahçe, Galatasaray, Malatyaspor, Vanspor, Adanaspor, İstanbulspor, Çanakkalespor, Karşıyaka, Antalya ve Siirtspor olarak sayılabilir. Fakat bu kulüplerden sadece Beşiktaş, Fenerbahçe, Galatasaray ve Trabzonspor halka arz çalışmasını tamamlamıştır. İlk halka açılan spor kulüpleri 14–15 Şubat 2002 tarihlerinde Beşiktaş ve Galatasaray’dır. Fenerbahçe 12–13 Şubat 2004 ve Trabzonspor 6-7-8 Nisan 2005 tarihlerinde halka arz edilmiştir. Beşiktaş’ın dışındaki Fenerbahçe, Galatasaray ve Trabzonspor kulüplerinin biçimsel farklılıkları olsa da, halka açılma ve şirketleşme biçimleri bakımından benzer özellikler taşımaktadırlar.

³⁸ Şakir DORUKKAYA, Aydın FIRATLI ve F.Kemal EBLİÇLİOĞLU, Türkiye’de Futbol Kulüplerinin Şirketleşmesi, Halka Açılması, Finansmanı ve Vergileme, Başvuru Kitapları Dizisi, İstanbul: Dünya Yayıncılık, Haziran 1998, s.,19.

³⁹ Murat Başaran, Tezcan Atay, Spor ve Sporcunun Vergilendirilmesi ve Vergi Avantajları, Ankara: Yaklaşım Yayınları, 2003, ss.223-228.; Futbol Ekonomisi Stratejik Araştırma Merkezi İnternet Sayfası, http://www.fesam.org/sur_makale.php?kod=2&url=uzman/ta024.htm, 13.02.2007 tarihi itibarıyla.

Türkiye’de dört büyük kulüp borsaya açılmak için şu yolu takip etmiştir. Elde ettikleri gelirleri, kulübe bağlı olan şirketlerin ticari kazançlarını ve borsaya açılan Futbol A.Ş. veya Sportif A.Ş.’lere devir ve temlik etmişlerdir. Giderleri ise kulüp bünyesinde bırakan bir yapı ile borsaya açılmışlardır. Tablo 2’de dört büyüklerin gelir yapıları arasındaki benzerlik ve farklılıklar görülmektedir.

Tablo 2 . Sportif A.Ş.’lerin Gelir ve Gider Karşılaştırmaları (Benzerlik ve Farklılıklar)

Şirket Gelirleri	BJK Sportif	GS Sportif	FB Sportif	TS Sportif
Yayın Hakkı Gelirleri	+	+	+	+
Reklam Gelirleri	+	+	+	+
Sponsorluk Gelirleri	+	+	+	+
Lisans vet Tic.Ürün isim hakkı gelirleri	(%100 İştiraki BJK Sportif Ürünler aracılığıyla temettü geliri vet diğer)	+	+	300.000\$+Ticari Ürünler yıllık cirosunun 1 milyon \$’ı geçmesi halinde, cirodan %10 pay
UEFA Kupası Yayın Havuzu Gelirleri	+	+	+	+
Transfer vet Bonservis gelirleri	+	-	-	-
Maç Hasılatı gelirleri	+	-	Sözleşmeye bağlı olarak yıllık 8.5 milyon \$ stadyum geliri elde edecektir.	Net satış hasılatının %80’i TS Sportif’e kalmaktadır.
Şampiyonlar Ligi Performans geliri	+	Başlangıç vet 1.Grup maç primleri üzerinden %60, çeyrek, yarı final performans primlerinden net gelirin %50’si GS Sportif’e kalmaktadır	Şampiyonlar Ligi brüt gelirlerin %20’si FB Sportif’e aittir.	Şampiyonlar ligi brüt gelirlerinin %20’si TS Sportif’e aittir
TV kanalı gelirleri	-	-	FB TV’nin vergi öncesi jarının %50’sine(RTÜK’e bildirilen, yayımlanan brüt reklam gelirlerinin %10’undan az olamaz.)	-

Kaynak: http://www.fesam.org/sur_makale.php?kod=2&url=uzman/ta024.htm, 13.02.2007 tarihi itibarıyla.

Tablo 2 . Sportif A.Ş.'lerin Gelir ve Gider Karşılaştırmaları (Benzerlik ve Farklılıklar) (Devamı)

Şirket Gelirleri	BJK Sportif	GS Sportif	FB Sportif	TS Sportif
Kültür vet Ticaret merkezi gelirleri	+	-	Devreye alındığında Kulübün elde edeceği gelirler FB sportif'e aktarılacaktır.	+
Bahis Gelirleri	+	-	+	+

Kaynak: http://www.fesam.org/sur_makale.php?kod=2&url=uzman/ta024.htm, 13.02.2007 tarihi itibarıyla.

Borsada işlem gören dört büyük futbol kulübünün Sportif A.Ş.'lerin 2004-2005 dönemine ait bazı gelir kalemleri, tutarları ve toplam gelirler içindeki payları tablo 3'de gösterilmektedir.

Tablo 3. Sportif A.Ş.'lerin Gelir Yapıları (YTL) (2004-2005)

	Trabzonspor Sportif A.Ş		Fenerbahçe Sportif A.Ş		Galatasaray Sportif A.Ş		Beşiktaş Sportif A.Ş	
	YTL	Toplam İçindeki Payı %	YTL	Toplam İçindeki Payı %	YTL	Toplam İçindeki Payı %	YTL	Toplam İçindeki Payı %
Yayın Gelirleri	6.307.309	69	18.397.771	37	20.006.126	52	18.691.127	37
Sponsorluk ve Reklam Gelirleri	1.398.990	15	11.450.273	23	13.224.795	34	9.372.096	18
İsim Hakkı Gelirleri	911.661	9	3.467.713	7	4.912.545	10	2.180.515	4
Stad Hasılatları	383.427	4	12.449.514	25	-	-	8.893.899	17
Şampiyonlar Ligi Gelirleri	-	-	3.111.377	6	-	-	-	-
Lisanslı Ürün Satışı	-	-	-	-	-	-	5.666.361	11
Seyahat Satışı	-	-	-	-	-	-	3.539.894	7
Toplam	9.117.162	-	49.041.748	-	38.143.466	-	50.121.406	-

Kaynak: Mehmet Emin AKYÜZ, Futbol Kulüplerinin Şirketleşmesi ve Halka açılması; Avrupa Futbol Piyasasındaki Gelişmeler Çerçevesinde Beşiktaş, Fenerbahçe, Galatasaray ve Trabzonspor Örneğinin Değerlendirilmesi, İstanbul: T.C.Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Yeterlilik Etüdü, Kasım 2005, s.36.

Tablo 3'teki kulüplerin gelir kaynakları içinde en önemli kalemi yayın gelirlerinin oluşturduğu açıkça görülmektedir. Trabzonspor Sportif A.Ş.'nin yayın gelirlerinin toplam gelir içindeki yüzde 69'dur. Kulübün en önemli gelir kaynağını oluşturmaktadır. Fenerbahçe ve Beşiktaş'ın yayın gelirlerinin toplam gelirleri içindeki payı yüzde 37, Galatasaray'ın ise yüzde 52'dir.

Galatasaray'ın sponsorluk ve reklam gelirlerinden en çok faydalanan kulüp olduğu açıkça görülmektedir. Bu kulübün reklam gelirlerinin toplam içindeki payı yüzde 34 olarak gerçekleşmiştir. Bu kulübü sırasıyla Fenerbahçe, Beşiktaş ve Trabzonspor takip etmektedir. Tablo 3'de dikkati çeken bir diğer önemli nokta ise; Fenerbahçe'nin toplam gelirleri içerisinde diğer kulüplere göre önemli bir avantajı söz konusudur.

Tablo 4. Sportif A.Ş.'lerin Gider Yapıları (Benzerlik ve Farklılıklar)

Şirket Giderleri	BJK Sportif	GS Sportif	FB Sportif	TS Sportif
Genel Yönetim Giderleri	+	+	+	+
Antrenör ve Futbolcu Giderleri	+	-	-	-
Bonservis Giderleri	+	+	-	-
Stadyum Giderleri	Kullanma vet işletme hakkı bedeli olarak Aralık 2003'te 11.5 milyon \$ ödenmiştir.	-	2004/05 sezonundan itibaren yıllık 500.000\$	-
Kamp ve Tesis Giderleri	+	-	-	-
Pazarlama Şirketi giderleri	+	+	-	-
Futbol Takımı Kirası	-	Kulübe Ş.Ligi başlangıç vet 1.tur maç rimleri üzerinden %30 pay, ayrıca 2005/06 sezonundan itibaren GS Sportif gelirlerinin %1.5'i(min. 300.000\$) verilecektir.	2004/05 sezonundan itibaren FB Sportif yıllık gelirlerin %2'sini (min.500.000\$)FB Spor Kulübüne ödeyecektir.	2004/05 sezonundan itibaren bir önceki sezon brüt toplam gelirlerin %1'ini Futbol A.Ş.'ye ödeyecektir.
Lisans bedeli	BJK Futbol yatırımları yaklaşık 18 milyon \$ karşılığında Aralık 2003'te lisans hakkını satın almıştır.	GS Sportif Haziran 2005'ten başlamak üzere yıllık gelirlerin KDV hariç brüt %1'ini (min. 200 bin \$) ödeyecektir.	-	-
Transfer Giderleri	+	-	-	-

Kaynak: Gedik Yatırım, Halka Arz Ön Değerlendirme Raporu, 2004, ss.14-15.

Tablo 4’te ise dört büyüklerin gider yapılarındaki benzerlik ve farklılıklar belirtilmektedir. Tabloda kulüpler arasındaki benzerlikler + , farklılıklar ise – ile gösterilmiştir. Genel yönetim giderlerinin tüm kulüplerde benzer olduğu görülmektedir.

3.1. Beşiktaş Kulübünün Şirketleşmesi ve Halka Arzı

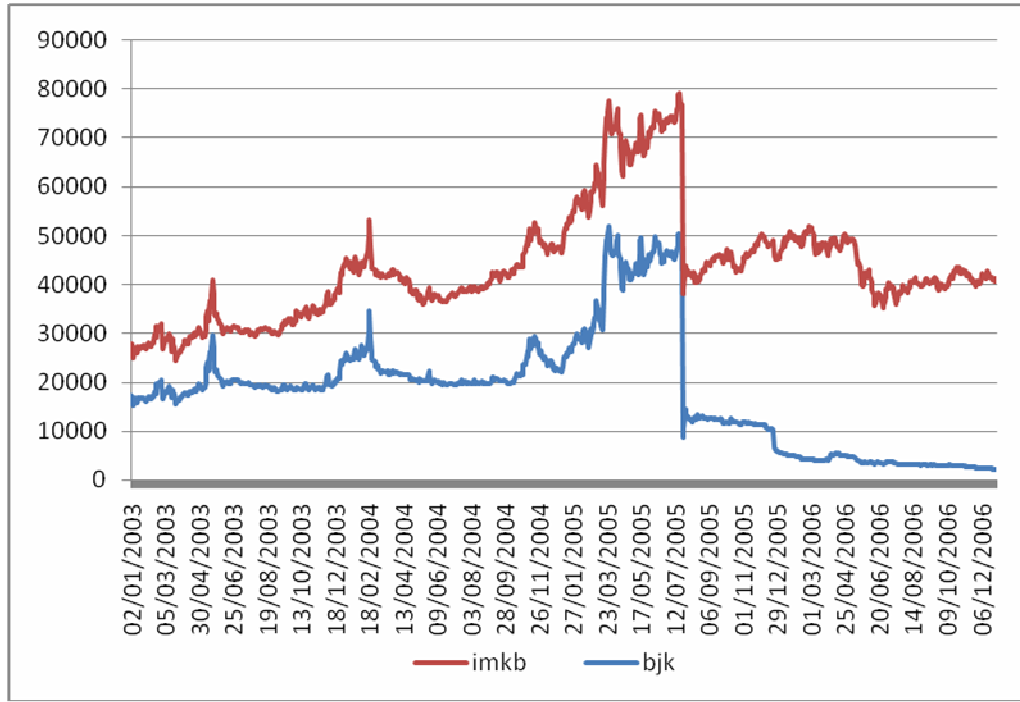
1903 yılında “Bereket Jimnastik Kulübü” adıyla kurulan ilk yerli kulüptür. Beşiktaş Jimnastik Kulübü Spor Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş., 1995 yılında merchandising faaliyetlerinin ayrı yürütülmesi amacıyla yüzde 100 BJK iştiraki olarak kurulmuştur. Şirketin ismi, 2000 yılı sonunda, Beşiktaş Futbol Yatırımları San. ve Tic. A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

BJK’nin şirketleşme modeli olarak İngiliz Modeli olan ve kulübün gelirle giderlerinin tamamının Futbol A.Ş.’ye devredilmesini içeren modeli tercih etmiştir. Beşiktaş Futbol Yatırımları, 2002 yılında şirketin halka arzını takiben BJK’nin bünyesinde bulunan futbol şubesinin blok olarak bütün gelir ve giderlerinin kontrolüne sahip olmuştur. Şirket ile BJK arasında 2001 yılında imzalanmış olan ön anlaşma uyarınca Şirket, “Beşiktaş” markası ve haklarının tek başına sahibi olmuştur. Bunun karşılığında Şirket, BJK’ye her yıl için, 1 milyon \$’dan az ve 2 milyon \$’dan fazla olmamak kaydıyla yıllık gelirinin yüzde 5’ini lisans hakkı bedeli olarak ödemektedir.

Şirketin kurumlar vergisinden muaf tutulması için yalnızca spor faaliyeti ile ilgilenmesi gerektiğinden ticari faaliyette bulunmama kararı alınmış ve bu konuda faaliyet göstermesi için Beşiktaş Sportif Ürünler San. ve Tic. A.Ş. (Beşiktaş Sportif) kurulmuştur. Beşiktaş Sportif, ticari faaliyet gelirlerinden elde ettiği kârın tamamını Şirket’e temettü olarak ödemektedir.⁴⁰

⁴⁰ **Mete İKİZ**, Türk Spor Kulüplerinin Şirketleşme Modellerinin Analizi, Futbol Ekonomisi Stratejik Araştırma Merkezi İnternet Sayfası, http://www.fesam.org/sur_makale.php?kod=99&url=uzman/mi001.htm, 11.01.2007 tarihi itibarıyla.

Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş. 14-15 Şubat 2002 tarihinde 1,85 trilyon TL olan sermayesini 326,5 milyar TL artırmış ve hisselerin yüzde 15'ini halka arz etmiştir. Şirket bu halka arzdan 13,781 milyon \$ gelir elde etmiştir.⁴¹



Şekil 1. BJK Futbol A.Ş. ve İMKB-100 Endeksi

Şekil 1’de BJK Futbol A.Ş.’nin hisse senedi fiyatları ve İMKB – 100 Endeksi’nin 2003-2007 yılları arasındaki değişimleri görülmektedir. BJK Futbol A.Ş.’nin İMKB’deki değer değişimleri ulusal 100 endeksiyle paralellik göstermektedir.

3.2. Galatasaray Kulübünün Şirketleşmesi ve Halka Arzı

1905 yılında Galatasaray Lisesi’nde okuyan öğrenciler tarafından kurulan Galatasaray Spor Kulübü, günümüzde profesyonel ve amatör olarak çeşitli spor

⁴¹ AKŞAR, a.g.e., s.221.

dallarında faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu spor dallarından bazıları; futbol, atletizm, basketbol, voleybol, yelken, yüzme ve masa tenisidir.⁴²

Galatasaray Sportif A.Ş., Galatasaray markasının pazarlama faaliyetlerini yürütmek amacıyla Kasım 1997 tarihinde ihtisaslaşmış bir pazarlama yönetim şirketi olarak kurulmuştur ve faaliyetlerine 1 Ocak 1998 tarihi itibarıyla başlamıştır. Sportif başarılarla Avrupa’da en çok tanınan Türk kulübü ve markası olan Galatasaray’daki bu profesyonel yapılanmanın en önemli nedenlerinden biri, dünyada sporun gittikçe endüstrileşmesi ve bu endüstri içinde Galatasaray’ın maddi çıkarlarını en doğru değerlendirebilecek bir yapı arayışı gelmektedir. Şirketin temel hedefi, hızla gelişen medya ve eğlence sektörlerinden önemli paylar elde edebilmektir. Kulübün 1996-2000 yılları arasındaki başarılarını ticari gelirlere yeteri kadar yansıtamaması, bu dönüşümü gerçekleştirebilecek profesyonel bir marka pazarlama şirketinin kurulmasını zorunlu kılmıştır. Galatasaray Sportif adı altında şirketleşen ve şeffaf bir yönetim anlayışına sahip olan bu girişim:

- Galatasaray markasının yönetiminin profesyonel bir yapı altında sürdürülmesini,
- Uzun vadeli stratejilerin daha etkin biçimde uygulanmasını,
- Belirsizliklere ve dalgalanmalara karşı korunmuş istikrarlı finansman kaynaklarının yaratılmasını hedefleyen bir gelir modeli oluşturulmasını sağlamıştır.⁴³

Galatasaray Spor Kulübü, Galatasaray Futbol Takımına ilişkin tüm medya, reklâm, imaj ve pazarlama haklarını Kasım 2000’de Galatasaray Sportif’e devretmiştir. Bu tarihten itibaren şirket ticari mal satış faaliyetlerini sona erdirmiştir. Galatasaray Spor Kulübü Derneği 2004–2005 sezonundan itibaren geçerli olacak UEFA Lisans Kriterlerine uyum amacıyla, kendi bünyesinde bulunan stat, gişe

⁴² Galatasaray Spor Kulübü Resmi Web Sitesi,

<http://www.galatasaray.org/kurumsal/tarihce/kurulus.asp>, 12.04. 2007 tarihi itibarıyla.

⁴³ GS SPORTİF A.Ş., http://www.galatasaray.org/galatasaray_AS/kurulus_amaci.asp, 13.04. 2007 tarihi itibarıyla.

gelirleri ve Sportif A.Ş.'nin bünyesinde bulunan Profesyonel Futbol Takımının medya, sponsorluk, reklâm, isim hakkı ve UEFA performans gelirleri hariç geriye kalan tüm profesyonel futbol gelir ve giderlerini Galatasaray Futbol A.Ş.'ye devretme kararı almıştır. Ancak bu devrin Galatasaray Sportif A.Ş.'nin faaliyetleri ve gelirleri üzerinde hiçbir etkisi yoktur.⁴⁴

Galatasaray Sportif A.Ş. 14–15 Şubat 2002 tarihinde 2,035 trilyon TL olan toplam ödenmiş sermayesinin %16'sını mevcut pay satışı olarak hisse başına 87,000 liradan halka arz etmiştir. Şirket bu halka arzdan 20,799 milyon ABD Doları gelir elde etmiştir.⁴⁵

2006-2007 sezonunda dokuz aylık mali tablolarını açıklayan Galatasaray Sportif A.Ş.'nin cirosu bir önceki yılın aynı dönemine göre %58 artışla 31.9 milyon USD olmuştur. Şampiyonlar ligine katılımdan sağlanan 4.5 milyon USD'lik UEFA performans geliri elde edilmiştir.⁴⁶

Tablo 5'de Galatasaray Sportif A.Ş.'nin Sezonlar İtibariyle Gelirleri görülmektedir. Medya yayın hakları yüzde 51 ile kulübün en önemli gelir kaynağını oluşturmaktadır. Sponsorluk gelirleri ise ikinci önemli gelir kaynağıdır.

Tablo 5. Galatasaray Sportif A.Ş.'nin Sezonlar İtibariyle Gelirleri (Milyon \$)

Toplam Gelirler	Bütçe	Gerçekleşen			07/06 % Artış
	12 ay-07	9ay-07	9ay-06	9ay-05	
Medya Yayın Hakları	18,4	16,1	10,6	10	51
Sponsorluk	6,3	5,2	4,4	4,6	20
İsim Hakkı	5,3	3,6	2,9	1,4	22
Reklam	3,9	2,5	2,3	1,7	8
UEFA Performans	4	4,5	-	-	100
Toplam	37,8	31,9	20,2	17,7	58

Kaynak: **Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.**, Galatasaray Sportif, Şirket Raporu, 2007, s.1.

⁴⁴ **Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.**, Galatasaray Sportif, Şirket Raporu, 2004, s.1.

⁴⁵ **AKŞAR**, a.g.e., s.222.

⁴⁶ **Güven AKAT**, Galatasaray Sportif, Şirket Raporu, Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.,2007, s.1.



Şekil 2. GS Sportif A.Ş. ve İMKB-100 Endeksi

Şekil 2’de GS Sportif A.Ş.’nin hisse senedi fiyatları ve İMKB – 100 Endeksi’nin 2003-2007 yılları arasındaki değişimleri görülmektedir. GS Sportif A.Ş.’nin İMKB’deki değer değişimlerinin ulusal 100 endeksinden büyük olduğu görülmektedir.

3.3. Fenerbahçe Kulübünün Şirketleşmesi ve Halka Arzı

1907 yılında Kadıköy’de oturan Türk Gençleri tarafından Moda’da kurulan Fenerbahçe spor kulübü günümüzde profesyonel ve amatör olarak çeşitli spor dallarında faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu spor dallarından bazıları; futbol, atletizm, basketbol, voleybol, yelken, yüzme ve masa tenisi’dir.

Şu anda borsada işlem görmekte olan şirket, 10 Haziran 1998 tarihinde “1907 Fenerbahçe Sportif Hizmetler Sanayi ve Ticaret A.Ş.” adıyla kurulmuştur. 2000

yılında şirketin unvanı Fenerbahçe Sportif Hizmetler Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir (Fenerbahçe Sportif A.Ş.).⁴⁷

Şirket, Fenerbahçe Spor Kulübü'ne ait Profesyonel Futbol Takımı'nın faaliyetlerinin sürdürülmesi amacıyla kurulmuştur. Fenerbahçe Sportif Hizmetler San. ve Tic. A.Ş.'nin faaliyet konusu Fenerbahçe Spor Kulübü'nün Profesyonel Futbol Takımı'nın sportif, ekonomik, eğitsel ve kültürel faaliyetlerini yönetmektir. Fenerbahçe Sportif'in temel stratejisi, medya, reklam ve imaj pazarlama haklarının parasal değerini en üst düzeye çıkarmaktadır. Gelir kaynakları; Fenerbahçe Futbol Takımı forma reklamlarından, maç hasılatlarından, maç yayınlarından, forma reklamlarından, Fenerbahçe logo ve isim hakkının kullanılması gibi alanlardan oluşmaktadır.⁴⁸

Fenerbahçe Sportif A.Ş., mevcut yapısıyla reklam, sponsorluk, isim hakkı gibi gelirlerin çoğaltılması, yaygınlaştırılması ve yeni gelir kaynaklarının yaratılması konusunda yoğunlaşmıştır. Fenerbahçe Spor Kulübü, kendi markasına ilişkin lisans haklarını Fenerbahçe Sportif A.Ş.'ye 01.01.2004 tarihinde imzalanan "Lisans Kiralama Sözleşmesi" ile 30 yıllığına 27 milyon YTL (19.4 milyon \$) bedelle kiralamıştır. Şirket, bu sözleşme ile, gelirlerin büyük bir kısmını kapsayan, TV yayın hakkı, stadyum gelirlerinin bir kısmı, reklam, sponsorluk ve isim hakkı gibi gelir kaynaklarına 30 yıllığına sahip olmuştur.⁴⁹

Fenerbahçe Sportif A.Ş. ticari faaliyetleri, Türkiye Spor Kulüpler Kurumlar Vergisi düzenlemesi kapsamında vergi muafiyetinden yararlanılmak amacıyla Fenerbahçe Spor Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye devredilmiştir. Fenerbahçe Spor Ürünleri A.Ş. "Fenerium" mağazalarını işletmekte olup, Fenerbahçe spor giysileri ve

⁴⁷ **FB SPORTİF HİZMETLER SAN. VE TİC. A.Ş.**, Fenerbahçe Sportif Halka Arz İzahnamesi, <http://www.fenerbahce.org/resimler/sportif/FBSPORTIFIZAHNAME.pdf>, 13.0.42007 tarihi itibarıyla.

⁴⁸ **Selma SAVAS**, Fenerbahçe Sportif, Şirket Raporu, Deniz Portföy Yönetimi A.Ş., 8 Mart 2005, s.1.

⁴⁹ **SAVAS**, a.g.e., s.1.

malzemeleri, taraftar ürünleri, reklam ve eşantiyon ürünlerinin satış ve pazarlamasını yürütmektedir.⁵⁰

Fenerbahçe Sportif A.Ş., Fenerbahçe marka ve isim haklarını etkin bir şekilde yöneterek, gelirini artırmayı hedeflemektedir. Şirketin gelirlerinin büyük bir bölümü 30 yıllık sözleşmelerden oluşmaktadır. Profesyonel futbol takımına ilişkin harcamaların Şirketin giderleri arasında yer almaması ve Fenerbahçe Sportif A.Ş.'nin esas sözleşmesine koyduğu yüzde 10'luk gider kısıtı karlılık oranını artıran önemli etkenlerdir.⁵¹

Şirket esas sözleşmesine göre, "her yıl dağıtılabilir karın, en az yüzde 80'i temettü olarak dağıtılacaktır."⁵² Dağıtılacak temettünün önümüzdeki yıldan itibaren SPK düzenlemeleri çerçevesinde yılda bir kere yerine, 3 ayda bir olmak üzere, yılda dört kez dağıtılması yine ana sözleşme içinde yer alan en önemli maddelerden birisidir. Buna göre şirketin yayınladığı tahmini temettü tablosuna göre, önümüzdeki 4 yıl içinde toplam 139 milyon dolar temettü dağıtılması tahmin edilmektedir. Bu hesaba göre Fenerbahçe Sportif A.Ş.'nin hissesini elinde bulunduran yatırımcı, sermayenin %15'lik kısmına karşılık gelen kısım üzerinden, 4 yılda toplam 21 milyon dolar temettü geliri elde edecektir.⁵³

Şirket, mevcut ödenmiş sermayesi olan 25 trilyon TL'nin %15'ini hisse bedeli 10 bin 500 Liradan, mevcut pay satışı şeklinde 12-13 Şubat 2004 tarihinde halka arz ederek 20 Şubat 2004 tarihinde borsada işlem görmeye başlamıştır. Şirket bu halka arzdan 30,030 milyon ABD Doları gelir elde etmiştir.⁵⁴

⁵⁰ SAVAS, a.g.e., s.2.

⁵¹ SAVAS, a.g.e., s.3.

⁵² Sabah Gazetesi, <http://arsiv.sabah.com.tr/2004/02/08/eko106.html>, 13.03.2007 itibariyle.

⁵³ AKŞAR, a.g.m., 08.03.2007 tarihi itibariyle.

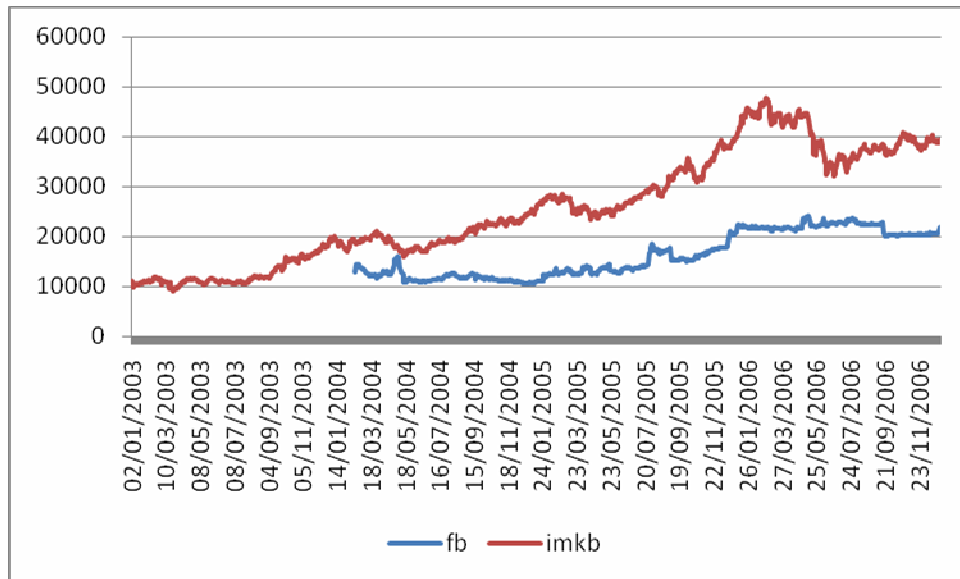
⁵⁴ AKŞAR, a.g.e., s.226.

Tablo 6. Fenerbahçe Sportif A.Ş.’nin Sezonlar İtibariyle Gelirleri (Milyon \$)

GELİRLER (Milyon \$)	2004-2005	2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009
Yayın Gelirleri	12.70	12.70	12.70	13.97	14.67
KAS Management Gelirleri	-	-	1.50	1.55	1.59
Saha İçi ve Dışı Reklam Gelirleri	4.25	4.70	5.19	5.76	6.34
Sponsorluk Gelirleri	3	3	3	3	3.60
Ticari Ürün İsim Hakkı Gelirleri	1.10	1.30	1.35	1.41	1.46
Alışveriş ve Otopark İsim Hakkı Gel.	-	-	-	1.6	2.56
Şampiyonlar Ligi Katılım ve Performans	1.21	1.25	1.16	1.21	1.29
Şampiyonlar Ligi Pazarlama (UEFA)	0.62	0.59	0.58	0.59	0.60
Garanti Edilen Stadyum Gelirleri	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50
TV İsim Hakkı Gelirleri	0.10	0.10	0.11	0.11	0.11
Toplam Gelirler	31.47	32.14	34.09	37.68	40.73

Kaynak: **Selma SAVAŞ**, Fenerbahçe Sportif, Şirket Raporu, Deniz Portföy Yönetimi A.Ş., 8 Mart 2005, s.10.

Tablo 6’da Fenerbahçe Sportif A.Ş.’nin Sezonlar İtibariyle Gelirleri görülmektedir. Türkiye Süper Ligi yayın Gelirleri, UEFA Yayın Havuzu Gelirleri ve Diğer (Özel Turnuvalar) Yayın Gelirleri kulübün yayın gelirlerini oluşturmaktadır. Yayın gelirleri tüm gelirler içinde büyük ve önemli bir paya sahiptir. Stadyum gelirleri ikinci önemli gelir kalemini oluşturmaktadır. Reklam gelirleri ise kulübün üçüncü sırada yer alan gelir kalemidir.

**Şekil 3.** FB Sportif A.Ş. ve İMKB-100 Endeksi

Şekil 3’de FB Sportif A.Ş.’nin hisse senedi fiyatları ve İMKB – 100 Endeksi’nin 2003-2007 yılları arasındaki değişimleri görülmektedir. FB Sportif

A.Ş.'nin borsada işlem görmeye başladığı 2004 yılından 2007 yılına kadar İMKB'deki değer değişimleri ulusal 100 endeksiyle paralellik göstermektedir.

3.4. Trabzonspor Kulübünün Şirketleşmesi ve Halka Arzı

2 Ağustos 1967 yılında kurulan Trabzonspor Kulübü, günümüzde profesyonel ve amatör olarak çeşitli spor dallarında faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu spor dallarından bazıları; futbol, basketbol, voleybol, yüzme ve hentboldür.

Trabzon Sportif Yatırım ve Ticaret A.Ş 28.03.1994 tarihinde Trabzon'da Trabzonspor Gıda Yatırım Ticaret A.Ş. unvanıyla kurulmuştur. Şirketin ticaret ünvanı 24 Nisan 2003 tarihinde Trabzonspor Sportif Yatırım ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir. 2004 yılı sonunda da Trabzonspor lisanslı ürünleri alım-satım, pazarlama ve mağazacılık faaliyetlerini Trabzonspor Ticari Ürünler A.Ş.'ne devretmiştir. Trabzonspor markalı ürünler ile ilgili ticari faaliyetler Trabzonspor Ticari Ürünler A.Ş. tarafından sürdürülmektedir. 21 mağaza ve internet üzerinden kulüp ürünleri satışı yapılmaktadır.

'Trabzonspor Sportif, Trabzonspor Kulübü Derneği'nin yüzde 100'üne sahip olduğu Trabzonspor Futbol İşletmeciliği Ticaret A.Ş.'nin bir iştiraki konumunda bulunmaktadır. Nisan 2005'te yüzde 25'i halka arz edilen şirket, 15.04.2005 tarihinden itibaren borsada işlem görmeye başlamıştır.

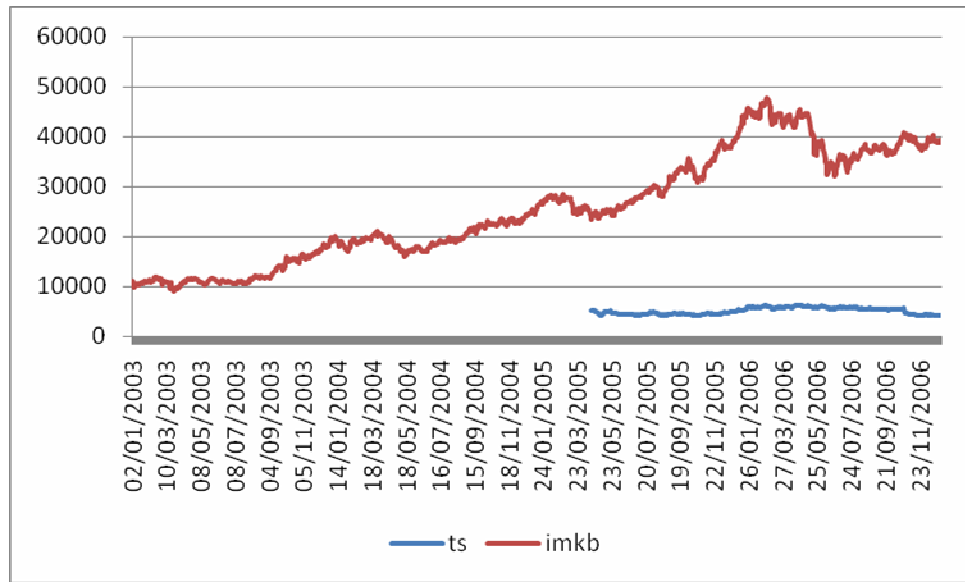
Trabzonspor Sportif'in gelirleri arasında yayın gelirleri, reklam gelirleri, sponsorluk gelirleri, isim hakkı gelirleri, stadyum gelirleri ve performans gelirleri, bahis oyunları isim hakkı gelirleri ve diğer gelirler bulunmaktadır.⁵⁵

Şirket, 13 Ocak 2005 tarihinde 'Trabzonspor Futbol İşletmeciliği A.Ş. ile yapılan Lisans Kiralama Sözleşmesi ile Trabzonspor markalarının lisans hakkını 30 yıllığına kiralamıştır. Aynı tarihte imzalanan alt lisans sözleşmesi ile Trabzonspor

⁵⁵ **Gedik Yatırım**, Trabzonspor Sportif, Şirket Raporu, 2007, s.1.

markaları ve hakları ile ilgili lisans hakkını 31 Mayıs 2006 tarihine kadar Trabzonspor Ticari Ürünler Ticaret A.Ş.'ye kiralamıştır. Şirketin giderleri minimum düzeyde olduğundan işletme sermayesi ihtiyacı yoktur ve kurumlar vergisinden muaftır.

Medya yayın gelirleri şirketin en önemli gelir kaynağı konumundadır. Kulübün gelirlerinin yüzde 59'u naklen yayın gelirlerinden oluşmaktadır. 2006 yılının ilk dokuz ay itibariyle gelirlerinin yüzde 15'i reklam ve sponsorluk gelirlerinden, yüzde 8.5'i bahis oyunu isim hakkından, yüzde 7.9'u maç hasılatlarından oluşmaktadır.⁵⁶



Şekil 4. TS Sportif A.Ş. ve İMKB-100 Endeksi

Şekil 4’de TS Sportif A.Ş.’nin hisse senedi fiyatları ve İMKB – 100 Endeksi’nin 2003-2007 yılları arasındaki değişimleri görülmektedir. TS Sportif A.Ş.’nin borsada işlem görmeye başladığı 2005 yılından 2007 yılına kadar İMKB’deki değer değişimleri ulusal 100 endeksiyle paralellik göstermektedir.

⁵⁶ Gedik Yatırım, a.g.e., s.1.

BÖLÜM III

LİTERATÜR VE MODEL

1. Literatür

Futbol maçlarının sonuçlarının hisse fiyatları üzerine etkisi konusunda literatürde fazla sayıda çalışma mevcut değildir. Bu konudaki çalışmalardan bir tanesi Berument, Ceylan ve Gözpınar (2006) tarafından gerçekleştirilmiştir. Yazarlar Beşiktaş, Fenerbahçe ve Galatasaray takımlarının Avrupa liglerindeki aldıkları sonuçların hisse fiyatları üzerine etkisini analiz etmek istemişlerdir. Yazarların argümanları eğer taraftarların kendi takımları kazanırsa gururlu ve mutlu olacakları kaybederlerse mutsuz hissedecekleri ve buna bağlı olarak yatırım kararlarının farklı olabileceğidir. Çalışma sonuçlarına göre Beşiktaş'ın yabancı takımlara karşı galibiyetlerinin hisse fiyatlarına olumlu yansıdığı tespit edilmiştir. Fenerbahçe ve Galatasaray için herhangi bir anlamlı etki tespit edilememiştir.

Olay çalışmasının geçmişi 1930'lu yıllara dayanmakla beraber, günümüzde kullanılan şeklini 1960'lı yılların sonunda almıştır. Bu konuda temel olabilecek çalışmalardan biri Fama, Fisher, Jensen ve Roll (1969) tarafından yapılmıştır. Yazarlar, 1927–1957 döneminde New York borsasında ortaya çıkan 622 hisseye ait 940 bölünmenin etkilerini olay çalışması ile analiz etmişlerdir. Aylık verilerle yapılan çalışmada yazarlar bölünmenin gerçekleştiği ayı olay anı olarak değerlendirmişler ve bölünmeyi -29, +30 dönemlerinde incelemişlerdir. Sonuçlara göre, bölünmeden önceki 3–4 aylık periyotta ortalama olarak pozitif etki gözükmektedir. Bölünmeden sonra ise ortalama kalanlar sıfır (0) ortalama rassal olarak dağılmaktadırlar.

Lau, Diltz ve Apilado (1994) 346 Amerikan firmasının 10 farklı borsada kote edilmesinin etkilerini analiz etmişlerdir. Yazarlar, 3 farklı olay zamanı kullanmışlardır. Bunlar, başvuru, kabul ve ilk işlem günü. Başvuru tarihinde normalin dışında bir getiri tespit edilememiştir. Ancak 3 gün öncesindeki negatif

getiri anlamlıdır. Kümülatif Anormal Getiri (KAG) ise anlamlı değildir. Kabul tarihinde, -5,+5 penceresinde, anormal bir getiri tespit edilememekle beraber, olaydan 3 gün öncesinde başlayan ve 5 gün sonrasına kadar devam eden istatistiksel olarak anlamlı KAG tespit edilmiştir. İlk işlem gününde ise negatif anlamlı getiri saptanmıştır.

Ebnet ve Theuvsen (2005) dünya biracılık endüstrisinde meydana gelen birleşme veya devralma aktivitelerini olay çalışmasıyla analiz etmiştir. 170 günlük zaman periyodu ve -10,+10 penceresinde yapılan değerlendirmede net sonuçlardan bahsetmek mümkün değildir. Devralınan firmaların hisse senetlerinin bazıları pozitif anormal getiri sağlarken; bazıları negatif anormal getiri sağlamıştır. Yazarların beklentileri ise devralınan firmaların hisse senetlerinin pozitif bir getiri ve devralanların ise daha önceki ampirik çalışmalar sonucunda negatif bir getiri elde etmesidir. Toplaştırılmış sonuçlar ise ne devralan ne de devredilen firmalar için istatistiksel olarak anlamlı bir getirinin olmadığı yönündedir.

Chehab (2002) Kanada'daki iki büyük birleşme olayının etkisini araştırmıştır. Eşit ortaklık şeklinde ortaya çıkan bu birleşmede devralan olmadığı için devralınan firmalara herhangi bir kaynak transferi olmayacaktır. Birleşme sonrasında sinerji ve/veya ölçek ekonomisinden dolayı ortaya çıkabilecek refah artışı, iki firmanın hissedarları arasında eşit olarak dağıtılacaktır. Çalışmanın sonuçları ilginçtir. Yatırımcılar birleşme niyetlerini olumlu olarak değerlendirmiş ve bunu fiyatlara yansıtmışlardır ve ilan edilen gün pozitif anormal getiri saptanmıştır. Birleşme niyetlerinin ilanından bir süre sonra ortaya çıkan olumsuz rapor ise fiyatlara negatif olarak yansımıştır. Yazar birleşme haricinde kalan diğer bankaların durumunu incelemiş ve aynı pozitif etkinin ortaya çıktığını gözlemlemiştir.

Yook ve McCabe (1996) Amerikan firmalarının 1979 ve 1989 yılları arasında yapmış oldukları uluslararası devralmaların etkilerini analiz etmeye çalışmışlardır. 262 devralmayı çeşitli kriterlere göre sınıflandırıp 4 farklı örneklem oluşturmuşlardır. Anormal getiriler Z istatistiğine göre incelenmiş ve getirilerin -10,+10 olay süresince bazı istisnalar hariç bütün örneklem için normal olduğu,

devralmaların olumlu veya olumsuz bir etki yaratmadığı saptanmıştır. Ancak bazı düzeltmeler sonrası yeniden uygulanan testler sonucunda, Amerikan firmalarının uluslararası devralmaların ilan edildiği gün pozitif bir getiri elde ettikleri saptanmıştır.

İMKB’de yapılan olay çalışmaları fazla değildir. Mandacı (2003) 1991 ve 2002 yılları arasında yapılan seçimlerin öncesinde ve sonrasında ortaya çıkan etkiyi analiz etmiştir. Bazı seçimlerden sonra anormal getiri tespit edilmiştir. Ancak, genel anlamda istatistiksel anlamlılığa sahip olan anormal bir getirinin varlığından bahsetmek güçtür. Teker ve Ekit (2003) halka ilk arzın etkisini ölçmeye çalışmıştır. 34 halka ilk arzın etkisinin incelendiği çalışmada halka ilk arzı izleyen 2 günde pozitif bir etki gözlemlenmiştir. Ancak 30 günlük KAG negatiftir ve istatistiki olarak anlamlı değildir. Odabaşı (1998) ise kazanç rakamlarının ilan edilmesinden sonra hisse senetlerinin fiyat değişimlerini incelemiştir. Haziran 1992 ve Haziran 1995 zaman diliminde ilan edilen kazanç rakamları ortalama, iyi haber ve kötü haber olarak sınıflandırılıp -15,+15 olay süresince olay çalışması ile analiz edilmiştir. Bütün örneklem sonuçlarına bakıldığında ilan günü ve takip eden günde negatif etkinin varlığı saptanmıştır. İyi haber alt grubunda ise ilan edilen günde pozitif ve anlamlı getiri mevcuttur. Kötü haberdeki etki negatif ve anlamlı olup, iyi habere göre etkisi daha fazladır. KAG ise kötü haberin etkisi ile tüm örneklemde anlamlı gözükmemektedir. Kötü haber örneklemine ise açıklamanın olduğu gün ve 4 gün sonrasına kadar devam eden negatif ve anlamlı bir KAG mevcuttur.

Literatürü genişletmek mümkün olmakla beraber gerekli değildir. Zira her olayın her piyasada objektif olarak aynı tepkiyi vermesini beklemek olanaksızdır. Rapor edilen çalışmaların hepsinde içerden öğrenenlerin ticareti (insider trading) mümkün olabilir. Doğal olarak bu durumun varlığında, etkinin kamuya açıklanmasından önce etkinin fiyatlara yansımaları mümkün olabilir. Ancak literatürde hiç beklenmeyen olayların etkisini inceleyen çalışmalar da mevcuttur. Carter ve Simkins (2004) 11 Eylül 2001 saldırılarından sonra havayolu şirketlerinin hisse fiyatlarını incelemiş ve net olarak negatif ve anlamlı etki gözlemişlerdir. Barrett, Heuson, Kolb ve Schropp (1987) ise Ocak 1962-Aralık 1985 tarihleri arasında

meydana gelen uçak kazalarının etkilerini incelemiş ve kazayı takip eden ilk günde negatif bir etkinin varlığını saptamışlardır.

2. Veri ve Model

2.1. Veri

Bu çalışmada İMKB’de hisseleri işlem gören futbol sektöründe faaliyet gösteren 4 futbol kulübünün tamamı örneklem olarak seçilmiştir. Bu kulüplerin kendi aralarında yapmış oldukları müsabakaların sonuçlarının analiz edilmeye çalışıldığı bu çalışmada olay çalışması metodu kullanılacaktır. Buna göre kendi aralarındaki karşılaşmalardan önceki 1 gün ve karşılaşma sonrası 5 gün olmak üzere toplam 6 günlük fiyat hareketlerinin AG ve/veya KAG üretilip üretilmediği tespit edilecektir. Bu işlemleri yapabilmek için gerekli olan günlük kapanış fiyatları İMKB Eğitim ve Araştırma Müdürlüğünden temin edilmiş olup fiyatlar sermaye artırımlarına göre düzeltilmiştir. AG tespitinde piyasa endeksi olarak İMKB-100 endeksi kullanılacaktır. Bu takımların kendi aralarında yapmış oldukları müsabakaların tarihleri ve müsabaka sonuçları aşağıdaki gibidir.

Tablo 7. Derbi Müsabakalarının Tarihleri ve Sonuçları

Tarih	Veri No	Maç	Sonuç
12 Aralık 2004	480	GS-FB	1-0
28 Eylül 2003	186	BJK-TS	5-0
31 Ekim 2003	209	BJK-GS	0-0
14 Aralık 2003	232	GS-TS	1-2
9 Mayıs 2004	331	TS-GS	2-4
23 Ekim 2004	449	TS-GS	0-1
10 Nisan 2005	560	GS-TS	0-2
2 Ekim 2005	683	GS-TS	4-1
12 Mart 2006	789	TS-GS	1-1
23 Eylül 2006	927	TS-GS	3-1
26 Kasım 2006	969	TS-FB	2-1
3 Aralık 2006	974	FB-GS	2-1
17 Eylül 2006	922	GS-BJK	1-0

Tablo 7. Derbi Müsabakalarının Tarihleri ve Sonuçları (Devamı)

Tarih	Veri No	Maç	Sonuç
17 Nisan 2005	565	FB-BJK	3-4
18 Eylül 2005	673	BJK-FB	1-2
19 Eylül 2004	424	BJK-GS	0-0
2 Aralık 2005	724	FB-TS	2-2
21 Eylül 2003	181	GS-FB	2-2
22 Mayıs 2005	589	FB-GS	1-0
25 Nisan 2004	321	BJK-FB	1-3
26 Şubat 2006	779	FB-BJK	2-2
27 Kasım 2005	719	GS-FB	0-1
1 Şubat 2004	265	FB-TS	3-1
10 Aralık 2005	729	GS-BJK	3-2
10 Eylül 2006	917	BJK-TS	2-3
14 Mayıs 2006	834	TS-BJK	1-2
18 Aralık 2005	734	BJK-TS	0-1
19 Kasım 2006	964	FB-BJK	0-0
19 Mart 2005	545	BJK-TS	1-0
20 Kasım 2003	222	FB-BJK	2-2
20 Kasım 2004	465	TS-FB	0-2
22 Nisan 2006	819	FB-GS	4-0
29 Nisan 2006	824	TS-FB	2-3
29 Şubat 2004	282	FB-GS	2-1
3 Ekim 2004	434	TS-BJK	1-0
30 Ekim 2004	452	BJK-FB	2-1
30 Nisan 2005	575	FB-TS	2-1
4 Nisan 2004	307	GS-BJK	1-2
5 Mart 2005	535	GS-BJK	1-0
7 Mart 2004	287	TS-BJK	3-0
7 Mayıs 2006	829	BJK-GS	1-2

Elde edilen sonuçların genel eğilimi göstermesi için bu sonuçları aşağıdaki kriterlere göre toplulaştırılması yapılmıştır.

- Kendi sahasında galip gelenler
- Kendi sahasında mağlup olanlar
- Kendi sahasında berabere kalanlar
- Deplasmanda galip gelenler
- Deplasmanda mağlup olanlar

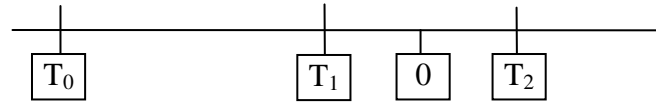
- Deplasmanda berabere kalanlar
- İlk yarı galip gelenler
- İlk yarı mağlup olanlar
- İlk yarı berabere kalanlar
- İkinci yarı galip gelenler
- İkinci yarı mağlup olanlar
- İkinci yarı berabere kalanlar

Bu gruplandırmalarla beklenenlerle gerçekleşenler arasındaki farkı görebilmek mümkün olabilecektir. Örneğin galibiyet durumunda normal beklenti hisse fiyatlarının artmasıdır. Zira galibiyet gelirlerin artması yönünde bir sinyal olmalıdır. Bu beklentiler doğal olarak bu tür firmaların hisse fiyatlarının tamamen bu tür olaylardan etkilenmesi gerektiği varsayımına dayanmaktadır. Gerçekte bu durumun olup olmadığı sonuçlardan tespit edilecektir.

2.2. Model ve Hipotezler

2.2.1. Yöntem

Olay çalışmasında kullanılan yöntemler bazı değişkenlikler gösterebilir de genelde birbirinin benzeridir. Birinci aşamada olay penceresinin belirlenmesi gerekir.



T_0-T_1 zaman aralığı, anormal getirinin hesaplanması için parametrelerin tahmin edildiği dönemdir. Peterson (1989) günlük veriler için bu aralığın 100-300 gün arası olarak genelleştğini ifade etmektedir. Bizim çalışmamızda bu süre 100 gün olarak belirlenmiştir. T_1-0 arasındaki dönem ise olaydan önceki dönemi ifade etmektedir. Olayın kısmen de olsa fiyatlara yansıma ihtimali olabileceğinden, bu dönemin tahmin döneminden çıkarılması ve olay dönemine katılması gerekmektedir. Bu süre bundan önceki birçok çalışmada olduğu gibi -5 gün olarak belirlenmiştir.

Sıfır (0) noktası ise olayın olduğu noktayı ifade etmektedir. 0-T₂ arasındaki dönem ise olay sonrası dönem olarak değerlendirilmiştir ve bu sürede +1 gün olarak tespit edilmiştir.

MacKinlay (1997) normal getirinin ölçülmesinde istatistiki ve ekonomik modellerin olduğunu ifade etmektedir. İstatistiki modeller her hangi bir ekonomik teoriye dayanmayan ve fiyat davranışları konusundaki istatistiki varsayımlardan ortaya çıkan modellerdir. Bu modeller sabit ortalama getiri modeli, piyasa modeli ve faktör modelleridir. Ekonomik modeller ise sermaye varlıkları fiyatlama modeli ve arbitraj fiyatlama modelleridir. Bu çalışmada tercih edilen model piyasa modelidir⁵⁷ ve buna göre herhangi bir hisse senedinin parametreleri aşağıdaki eşitlikten hesaplanabilir.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$E(\varepsilon_{it}) = 0 \quad \text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2 \quad (2)$$

Bu eşitlikte R_{it} i hissesinin t dönemindeki getirisini, R_{mt} ise t dönemindeki piyasa portföyününün (İMKB-100) getirisini göstermektedir. ε_{it} ise sıfır (0) ortalamalı hata terimini göstermektedir. α_i , β_i , $\sigma_{\varepsilon_i}^2$ ise market modelinin parametreleridir ve bu parametreler en küçük kareler yöntemiyle aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i\tau} - \bar{\mu}_i)(R_{m\tau} - \bar{\mu}_m)}{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{m\tau} - \bar{\mu}_m)^2} \quad (3)$$

$$\hat{\alpha}_i = \bar{\mu}_i - \hat{\beta}_i \bar{\mu}_m \quad (4)$$

⁵⁷ Park (2004) piyasa modelinin anormal getirilerin ölçülmesinde neredeyse tek yaklaşım olduğunu ifade etmektedir.

Varyans ise aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

$$\hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau})^2 \quad (5)$$

Olay öncesi dönemdeki ortalama getiri (i hissesi ve piyasa endeksi için) aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\bar{\mu}_i = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} R_{i\tau} \quad \bar{\mu}_m = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} R_{m\tau} \quad (6)$$

Bu parametrelerden hareketle -5, +1 olay dönemindeki (τ sembolü ile gösterilmiştir.) fazlalık getiri aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

$$AG_{i\tau} = R_{i\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau} \quad (7)$$

AG, gerçekleşen getiri ile piyasa modeline göre beklenen getiri arasındaki farktır. Beklenen ve gerçekleşen getiriler arasındaki farkın istatistiki olarak anlamlı olup olmadığının tespiti için, AG'nin varyansının hesaplanması gereklidir. Anormal getirinin varyansı aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$\sigma^2(AG_{i\tau}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2 + \frac{1}{L_1} \left[1 + \frac{(R_{m\tau} - \bar{\mu}_m)^2}{\hat{\sigma}_m^2} \right] \quad (8)$$

Bu eşitlikteki L_1 ($T_1 - T_0$) tahmin periyodunun uzunluğunu göstermektedir. Bu durumda AG aşağıdaki özelliklere sahip olacaktır.

$$AG_{i\tau} \sim N(0, \sigma^2(AG_{i\tau})). \quad (9)$$

MacKinlay (1997) ilgi konusu olan olayın genel etkilerinin görülebilmesi için AG'lerin toplulaştırılması gerektiğini ifade etmektedir. Toplulaştırma zamana ve hisselerine göre yapılabilmektedir. Zamana göre toplulaştırma olay zamanında ortaya çıkan anormal getirinin toplanmasını ifade etmektedir ve aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$KAG_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} AG_{i\tau} \quad (10)$$

KAG varyansı ise aşağıdaki gibi olacaktır.

$$\sigma_i^2(\tau_2, \tau_1) = (\tau_2 - \tau_1 + 1)\sigma_{\varepsilon_i}^2 \quad (11)$$

Böylece KAG aşağıdaki özelliklere sahip olacaktır.

$$KAG_i(\tau_1, \tau_2) \sim N(0, \sigma_i^2(\tau_1, \tau_2)) \quad (12)$$

N adet olayda oluşacak olan KAG'nin hesaplanması için öncelikle ortalama AG ve bu AG'lerin varyansının hesaplanması gerekmektedir.

$$\overline{AG}_\tau = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AG_{i\tau} \quad (13)$$

L_I büyüdükçe varyans aşağıdaki gibi olacaktır.

$$\sigma^2(\overline{AG}_\tau) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_{\varepsilon_i}^2 \quad (14)$$

Ortalaması ve varyansı yukarıda ifade edilen AG aşağıdaki işlemle toplulaştırılır.

$$\overline{KAG}(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \overline{AG}_{\tau} \quad (15)$$

Varyansı ise;

$$\sigma^2(\overline{KAG}(\tau_1, \tau_2)) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \text{var}(\overline{AG}_{\tau}) \quad (16)$$

Bu durumda KAG aşağıdaki gibi özelliklere sahip olacaktır.

$$\overline{KAG}(\tau_1, \tau_2) \sim N[0, \text{var}(\overline{KAG}(\tau_1, \tau_2))] \quad (17)$$

2.2.2. Hipotezler

Yukarıdaki denklemler aracılığıyla hesaplanan AG ve KAG aşağıdaki gibi test edilmektedir.

$$\mathbf{H}_0: AG = 0$$

$$t = \frac{AG}{\sqrt{\sigma^2(AG_{i\tau})}} \quad (18)$$

$$\mathbf{H}_0: KAG = 0$$

$$t = \frac{KAG}{\sqrt{(2k+1)\sigma^2}} \quad (19)$$

Bu eşitliklerde bulunan t değerlerinin standart normal dağılıma sahip olduğu kabul edilerek hipotezlerde belirtilen AG ve KAG'lerin sıfırdan farklı olup olmadığı t değerlerine bağlı olarak kontrol edilir.

BÖLÜM IV

AMPİRİK BULGULAR VE SONUÇLAR

1. Ampirik Bulgular

Belirtilen metodla yapılan analiz sonuçları Tablo 8 ile Tablo 9'da özetlenmiştir. Maç bazında yapılan analizler ise burada rapor edilmemiştir. Tablo 8 kendi sahasında kazanılan maçların toplulaştırılmış sonuçlarını özetlemektedir. Sonuçlar istatistiki olarak anlamlı değildir. Bunun anlamı kendi sahalarında kazanılan maçların hisse fiyatları üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığıdır. Takım bazında baktığımız zaman bütün takımların olay gününde anlamlı olmasa bile pozitif bir getiri ürettiklerini görebilmekteyiz. Örneğin Beşiktaş olay günü %0.44 AG üretirken olaydan sonraki günde %1.23 AG üretmiştir. KAG yönünden baktığımız zaman Beşiktaş dışındaki takımların 6 günlük KAG'leri anlamlı olmadığı ve sıfıra yakın olduğunu görebilmekteyiz. Beşiktaşta ise olay günü ve sonrasındaki pozitif AG'ye rağmen 6 günlük KAG'nin %-5 seviyelerinde olduğunu görebilmekteyiz. İstatistiki olarak anlamlı olmasa bile bu sonuç diğer takımlara göre farklılığı ifade etmektedir.

Tablo 9 ise takımların kendi sahasında yenildikleri müsabakaların toplulaştırılmış özet sonuçlarını vermektedir. Sonuçlar Galatasaray ve Fenerbahçenin olay günlerinde istatistiki olarak anlamlı olmasa bile negatif AG ürettiği Beşiktaş ve Trabzonsporun ise yine istatistiki olarak anlamlı olmasa bile pozitif AG ürettiği görülmüştür. Bu sonuçlar rasyonel olarak açıklanmasında bir takım güçlükleri beraberinde getirmektedir. Kendi sahasında kaybeden bir takımın hisse fiyatlarının artışı beklenen bir durum değildir. Özellikle Beşiktaşın 6 günlük sürede üretmiş olduğu %15 dolaylarındaki KAG'yi izah etmek son derece güçtür. Bu durum ancak müsabaka sonuçları dışındaki faktörlerle açıklanabilecek bir durumdur. Diğer takımların üretmiş olduğu KAG'ler ise son derece düşüktür. Bu durum futbol takımlarının hisse fiyatlarının sadece müsabaka sonuçlarıyla değil başka faktörlerden etkilendiği sonucunu göstermektedir.

Tablo 10 ise kendi sahalarında berabere kalan takımların toplulaştırılmış özet sonuçlarını rapor etmektedir. Sonuçlar anlamlı AG ve/veya KAG olmadığı yönündedir. Yukarıda rapor edilenin aksine 6 günlük KAG’de takımlar arasında fark olmadığı yönündedir. Bütün takımların KAG’leri istatistiki olarak anlamlı olmasa bile %4 dolaylarında pozitif KAG’ye sahip oldukları gözlemlenmiştir.

Tablo 11 deplasmanda maç kazanan takımların özet sonuçlarını vermektedir. Galatasaray ve Fenerbahçe beklentilere uygun olarak olay gününde anlamlı olmasa bile %1’in üzerinde AG üretmişlerdir. Beşiktaş ise %1’in üzerinde negatif AG üretmiştir. KAG yönünde ise Beşiktaş ve Galatasaray takımlarının %3’ün üzerinde pozitif KAG üretirken Trabzonspor ve Fenerbahçe takımlarının KAG’leri sıfır seviyesindedir.

Tablo 12 ise deplasmanda kaybedilen maçların hisse fiyatlarına etkisini toplulaştırılmış olarak özetlemektedir. Burada beklentilere uygun olan sonuçlar Galatasaray ve Fenerbahçe takımlarına aittir. Bu iki takımın olay gününde negatif AG ürettiği, 6 günlük olay penceresinde %2’nin üzerinde negatif KAG’ye sahip olduğu görülmektedir. Geri kalan takımlar Beşiktaş ve Trabzonspor olay gününde pozitif AG ve 6 günlük olay penceresinde pozitif KAG ürettiği belirlenmiştir. Daha önce belirtildiği gibi bu tür bir sonuç beklenen bir sonuç değildir. Ancak analiz dönemlerinde şampiyonluk mücadelesi veren takımların Galatasaray ve Fenerbahçe olduğu düşünülürse bu sonuçların normal kabul edilebilmesi olasıdır. Şampiyonluk şansı olmayan takımların maç sonuçları hisse fiyatları üzerinde fazla etkili olmaması normal bir durumdur.

Tablo 13 ise deplasmanda berabere kalan takımların toplulaştırılmış özet sonuçlarını vermektedir. Fenerbahçe takımının deplasmanda bu tür bir sonucu olmadığı için analiz dışı bırakılmıştır. Galatasaray’ın beraberliğinin olay gününde negatif algılandığı Beşiktaş ve Trabzonsporda ise pozitif bir etki görüldüğü ortaya çıkmaktadır. 6 günlük KAG’de ise Trabzonspor ve Galatasaray’ın pozitif olduğu Beşiktaşın ise negatif olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 8. Kendi Sahalarında Yendikleri Gün

	BJK				GS				FB				TS			
	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st
-5	-1.6294	-0.5392	-1.6294	-0.2038	1.4991	0.4974	1.4991	0.1880	0.6844	0.2537	0.6844	0.0959	-2.1060	-0.6222	-2.1060	-0.2352
-4	-1.9081	-0.6314	-3.5375	-0.6257	0.2675	0.0888	1.7666	0.3133	0.4900	0.1817	1.1744	0.2327	-0.5778	-0.1707	-2.6838	-0.4239
-3	-3.3559	-1.1106	-6.8934	-1.4934	-0.5564	-0.1846	1.2102	0.2629	-1.4012	-0.5195	-0.2269	-0.0551	-0.0874	-0.0258	-2.7712	-0.5360
-2	-0.7967	-0.2637	-7.6901	-1.9237	0.0642	0.0213	1.2744	0.3197	0.5425	0.2011	0.3157	0.0885	0.9123	0.2696	-1.8589	-0.4152
-1	1.1287	0.3735	-6.5614	-1.8351	-1.9696	-0.6535	-0.6952	-0.1950	-2.5724	-0.9537	-2.2567	-0.7071	-0.0790	-0.0233	-1.9379	-0.4839
0	0.4452	0.1473	-6.1162	-1.8739	0.8424	0.2795	0.1472	0.0452	0.2017	0.0748	-2.0550	-0.7054	0.9116	0.2693	-1.0263	-0.2807
1	1.2334	0.4082	-4.8827	-1.6158	-0.4129	-0.1370	-0.2657	-0.0882	0.2832	0.1050	-1.7718	-0.6569	0.9114	0.2693	-0.1149	-0.0339

Tablo 9. Kendi Sahalarında Yenildikleri Gün

	BJK				GS				FB				TS			
	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st
-5	1.6170	0.0513	1.6170	0.0194	0.9979	0.3223	0.9979	0.1218	-2.0641	-0.4019	-2.0641	-0.1519	-0.2117	-0.0832	-0.2117	-0.0314
-4	1.4409	0.0457	3.0579	0.0519	-0.9705	-0.3135	0.0274	0.0047	-0.6468	-0.1260	-2.7109	-0.2822	-0.3734	-0.1467	-0.5852	-0.1229
-3	1.9419	0.0616	4.9998	0.1039	-0.0364	-0.0118	-0.0090	-0.0019	1.5404	0.3000	-1.1706	-0.1492	-0.1991	-0.0782	-0.7843	-0.2017
-2	2.0650	0.0655	7.0647	0.1695	-0.4830	-0.1560	-0.4920	-0.1201	-2.4210	-0.4714	-3.5916	-0.5287	-0.7135	-0.2803	-1.4978	-0.4447
-1	2.7523	0.0874	9.8171	0.2633	0.3732	0.1205	-0.1189	-0.0324	2.4938	0.4856	-1.0978	-0.1807	-1.3628	-0.5353	-2.8606	-0.9496
0	2.3407	0.0743	12.1578	0.3572	-0.3003	-0.0970	-0.4192	-0.1253	-0.3647	-0.0710	-1.4624	-0.2637	0.2879	0.1131	-2.5727	-0.9356
1	1.9458	0.0618	14.1036	0.4476	0.9979	0.3223	0.5787	0.1869	-1.4743	-0.2871	-2.9367	-0.5719	0.8746	0.3435	-1.6981	-0.6670

Tablo 10. Kendi Sahalarında Berabere Kaldıkları Gün

	BJK				GS				FB				TS			
	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st
-5	0.1215	0.0353	0.1215	0.0133	0.9791	0.1403	0.9791	0.0530	0.2303	0.0786	0.2303	0.0297	4.8656	0.8969	4.8656	0.3390
-4	0.5814	0.1687	0.7029	0.1090	0.9788	0.1403	1.9579	0.1500	0.5637	0.1923	0.7940	0.1448	0.8701	0.1604	5.7356	0.5652
-3	1.0777	0.3128	1.7806	0.3383	-0.0273	-0.0039	1.9307	0.1811	0.8332	0.2842	1.6272	0.3633	-0.3815	-0.0703	5.3542	0.6461
-2	1.3091	0.3799	3.0897	0.6779	0.9725	0.1394	2.9031	0.3145	0.2868	0.0978	1.9140	0.4935	-0.1707	-0.0315	5.1835	0.7223
-1	0.3609	0.1048	3.4506	0.8464	-2.0319	-0.2912	0.8712	0.1055	0.9853	0.3361	2.8993	0.8358	0.8083	0.1490	5.9918	0.9335
0	0.6246	0.1813	4.0752	1.0950	0.9601	0.1376	1.8313	0.2430	-0.4239	-0.1446	2.4754	0.7817	-0.8157	-0.1504	5.1762	0.8834
1	-0.0500	-0.0145	4.0253	1.1682	0.4658	0.0668	2.2971	0.3292	-0.0715	-0.0244	2.4038	0.8199	-2.2026	-0.4060	2.9735	0.5481

Tablo 11. Deplasmanda Yendikleri Gün

	BJK				GS				FB				TS			
	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st
-5	0.6222	0.1640	0.6222	0.0620	-0.2804	-0.0883	-0.2804	-0.0334	-0.2136	-0.1039	-0.2136	-0.0393	0.5177	0.1332	0.5177	0.0504
-4	0.5320	0.1402	1.1542	0.1626	-0.6425	-0.2022	-0.9229	-0.1553	-0.1096	-0.0533	-0.3233	-0.0840	0.0081	0.0021	0.5258	0.0723
-3	2.4720	0.6516	3.6262	0.6258	-1.5053	-0.4738	-2.4282	-0.5004	0.3860	0.1878	0.0627	0.0200	0.2640	0.0679	0.7898	0.1331
-2	-0.2896	-0.0763	3.3366	0.6648	0.2084	0.0656	-2.2198	-0.5282	-1.0134	-0.4929	-0.9507	-0.3495	-1.9994	-0.5146	-1.2096	-0.2353
-1	1.6222	0.4276	4.9588	1.1047	1.9656	0.6187	-0.2542	-0.0676	0.1351	0.0657	-0.8156	-0.3353	1.3165	0.3388	0.1069	0.0233
0	-1.2286	-0.3238	3.7302	0.9103	1.0111	0.3182	0.7569	0.2206	1.3364	0.6500	0.5209	0.2345	-0.5813	-0.1496	-0.4744	-0.1130
1	-0.0357	-0.0094	3.6945	0.9738	2.3705	0.7461	3.1273	0.9844	0.1731	0.0842	0.6940	0.3375	0.5142	0.1323	0.0398	0.0102

Tablo 12. Deplasmanda Yenildikleri Gün

	BJK				GS				FB				TS			
	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st
-5	0.7375	0.0330	0.7375	0.0125	-0.5874	-0.1923	-0.5874	-0.0727	-0.2229	-0.0966	-0.2229	-0.0365	0.4477	0.0719	0.4477	0.0272
-4	1.2834	0.0575	2.0209	0.0484	-0.2158	-0.0706	-0.8032	-0.1406	-1.2221	-0.5293	-1.4451	-0.3345	2.1196	0.3403	2.5673	0.2203
-3	0.6777	0.0304	2.6986	0.0791	0.6808	0.2229	-0.1224	-0.0262	-1.2193	-0.5281	-2.6644	-0.7554	-0.8978	-0.1441	1.6694	0.1755
-2	0.7249	0.0325	3.4234	0.1159	0.1120	0.0367	-0.0105	-0.0026	-0.7153	-0.3098	-3.3797	-1.1065	-1.3746	-0.2207	0.2948	0.0358
-1	4.0014	0.1793	7.4248	0.2811	-1.1365	-0.3721	-1.1470	-0.3174	1.3265	0.5745	-2.0533	-0.7516	-0.0886	-0.0142	0.2062	0.0280
0	0.8201	0.0367	8.2449	0.3420	-0.6966	-0.2280	-1.8435	-0.5588	0.2566	0.1112	-1.7966	-0.7204	0.4603	0.0739	0.6665	0.0991
1	1.1327	0.0507	9.3776	0.4201	-0.8814	-0.2886	-2.7249	-0.8921	-0.2395	-0.1037	-2.0361	-0.8818	1.9959	0.3204	2.6624	0.4274

Tablo 13. Deplasmanda Berabere Kaldıkları Gün

	BJK				GS				FB				TS			
	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st
-5	-0.1695	-0.0547	-0.1695	-0.0207	2.8189	0.9154	2.8189	0.3460	-	-	-	-	0.1617	0.0258	0.1617	0.0097
-4	-1.7565	-0.5671	-1.9261	-0.3324	-0.3370	-0.1094	2.4820	0.4308	-	-	-	-	1.1624	0.1853	1.3241	0.1128
-3	-0.2992	-0.0966	-2.2253	-0.4703	-1.0210	-0.3315	1.4610	0.3106	-	-	-	-	3.7063	0.5907	5.0304	0.5249
-2	-2.2263	-0.7188	-4.4516	-1.0865	0.1977	0.0642	1.6587	0.4072	-	-	-	-	-0.9753	-0.1554	4.0551	0.4886
-1	-0.2162	-0.0698	-4.6679	-1.2737	2.9719	0.9651	4.6306	1.2709	-	-	-	-	-1.1138	-0.1775	2.9413	0.3962
0	0.5564	0.1797	-4.1114	-1.2289	-1.2907	-0.4191	3.3399	1.0041	-	-	-	-	9.0326	1.4396	11.9739	1.7669
1	0.4081	0.1318	-3.7033	-1.1957	1.4697	0.4773	4.8096	1.5618	-	-	-	-	-0.0166	-0.0026	11.9573	1.9058

Tablo 14 ise sezonun ilk yarısındaki sonuçların özetini vermektedir. Takımların ilk yarı galibiyetlerinde Trabzonspor dışındaki takımların olay gününde pozitif AG ürettikleri görülmektedir. KAG yönünde ise Beşiktaşın olaydan önceki 2 günden başlayarak olay gününe kadar devam eden negatif ve anlamlı KAG gözükmektedir. Bu sonuçlar maç öncesi beklentilerin olumsuz olduğu ve maçtan önce fiyatlara yansıdığı şeklinde yorumlanabilir. Ancak maç sonucuna göre oluşan pozitif AG'ler anlamlı olan negatif KAG'yi istatistiki olarak anlamsız hale getirmiştir. Bu durumu yatırımcıların beklentilerine göre oluşmayan bir durumun düzeltilmesi olarak düşünebiliriz. Zira olay günü ve olaydan sonraki günde toplam %2lik bir artış gözükmektedir. Galatasarayda ise olaydan önceki günlerde başlayan artış olay günü sonrasına kadar devam etmiş ve 6 günlük sürenin sonunda pozitif ve anlamlı bir KAG ortaya çıkmıştır. Fenerbahçe ve Trabzonspordaki KAG'ler ise anlamlı olmadığı gibi sıfır düzeyindedirler.

Tablo 15'de takımların ilk yarıda kaybettikleri maçların toplulaştırılmış bir şekilde özeti verilmektedir. Hiçbir sonuç anlamlı olmayıp sadece Beşiktaş takımının olay penceresindeki %16'lık pozitif ama istatistiki olarak anlamlı olmayan KAG göze çarpmaktadır. Bu durum beklenen bir durum değildir ve muhtemelen başka bir faktörden dolayı ortaya çıkmaktadır.

Tablo 16'da ise takımların ilk yarıda berabere kaldıkları maçlar toplu bir şekilde özetlenmiştir. Galatasaray takımı olay gününde negatif bir AG'ye sahip olurken diğer takımlarda pozitif AG gözlemlenmektedir. Özellikle Trabzonsporda istatistiki olarak anlamlı olmasa bile %9'un üstünde pozitif bir AG dikkat çekmektedir. Galatasaray ve Beşiktaşta 6 günlük süredeki KAGler sıfır düzeyindeyken Fenerbahçe ve Trabzonsporda ise pozitif KAG gözlemlenmektedir. Bu durumda bu iki takımın beraberliklerinin piyasada pozitif algılandığını göstergesi olabilir.

Tablo 14. İlk Yarı Yendikleri Gün

	BJK				GS				FB				TS			
	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st
-5	-2.5652	-0.8090	-2.5652	-0.3058	1.4016	0.4864	1.4016	0.1839	-0.3607	-0.1522	-0.3607	-0.0575	-0.3568	-0.1263	-0.3568	-0.0477
-4	-4.3263	-1.3644	-6.8915	-1.1617	0.6266	0.2175	2.0282	0.3762	0.0090	0.0038	-0.3516	-0.0793	-0.1872	-0.0663	-0.5440	-0.1029
-3	-0.3780	-0.1192	-7.2694	-1.5009	-0.9500	-0.3297	1.0782	0.2450	0.3037	0.1281	-0.0479	-0.0132	0.1468	0.0520	-0.3972	-0.0920
-2	-1.2719	-0.4011	-8.5414	-2.0363	0.4515	0.1567	1.5297	0.4013	-0.2877	-0.1214	-0.3357	-0.1071	-1.0288	-0.3641	-1.4260	-0.3815
-1	0.2372	0.0748	-8.3041	-2.2134	1.5930	0.5529	3.1228	0.9159	-0.4910	-0.2072	-0.8266	-0.2948	0.8513	0.3013	-0.5747	-0.1719
0	0.5099	0.1608	-7.7942	-2.2758	0.9677	0.3358	4.0905	1.3143	0.3314	0.1398	-0.4953	-0.1935	-0.0837	-0.0296	-0.6584	-0.2157
1	1.7331	0.5466	-6.0611	-1.9115	1.7382	0.6033	5.8287	2.0228	-0.0039	-0.0016	-0.4992	-0.2106	0.6466	0.2289	-0.0117	-0.0042

Tablo 15. İlk Yarı Yenildikleri Gün

	BJK				GS				FB				TS			
	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st
-5	2.3178	0.0722	2.3178	0.0273	0.6761	0.1917	0.6761	0.0725	-0.2229	-0.0966	-0.2229	-0.0365	0.5653	0.1551	0.5653	0.0586
-4	1.9424	0.0605	4.2602	0.0709	-0.5757	-0.1632	0.1003	0.0152	-1.2221	-0.5293	-1.4451	-0.3345	1.4012	0.3844	1.9664	0.2883
-3	2.3653	0.0736	6.6255	0.1350	1.1812	0.3349	1.2816	0.2379	-1.2193	-0.5281	-2.6644	-0.7554	-0.1076	-0.0295	1.8588	0.3338
-2	2.1565	0.0671	8.7820	0.2067	-0.6258	-0.1774	0.6558	0.1406	-0.7153	-0.3098	-3.3797	-1.1065	-0.8461	-0.2321	1.0127	0.2100
-1	2.2654	0.0705	11.0474	0.2907	1.7337	0.4916	2.3895	0.5726	1.3265	0.5745	-2.0533	-0.7516	0.2998	0.0822	1.3125	0.3043
0	2.3370	0.0728	13.3844	0.3858	-0.8043	-0.2281	1.5851	0.4161	0.2566	0.1112	-1.7966	-0.7204	0.0711	0.0195	1.3836	0.3514
1	2.6249	0.0817	16.0093	0.4984	0.0666	0.0189	1.6517	0.4683	-0.2395	-0.1037	-2.0361	-0.8818	1.3389	0.3673	2.7225	0.7469

Tablo 16. İlk Yarı Berabere Kaldıkları Gün

	BJK				GS				FB				TS			
	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st
-5	0.2106	0.0930	0.2106	0.0352	0.5411	0.1520	0.5411	0.0574	0.4970	0.1251	0.4970	0.0473	0.1617	0.0258	0.1617	0.0097
-4	-0.9854	-0.4352	-0.7747	-0.1829	-0.1439	-0.0404	0.3972	0.0596	0.4969	0.1251	0.9938	0.1337	1.1624	0.1853	1.3241	0.1128
-3	0.6868	0.3033	-0.0880	-0.0254	-0.6569	-0.1845	-0.2596	-0.0477	0.8988	0.2262	1.8926	0.3119	3.7063	0.5907	5.0304	0.5249
-2	-0.3893	-0.1719	-0.4772	-0.1593	0.5386	0.1513	0.2790	0.0592	0.5814	0.1463	2.4740	0.4707	-0.9753	-0.1554	4.0551	0.4886
-1	0.1403	0.0620	-0.3369	-0.1258	-0.2925	-0.0821	-0.0135	-0.0032	1.1323	0.2850	3.6063	0.7672	-1.1138	-0.1775	2.9413	0.3962
0	0.6033	0.2665	0.2664	0.1089	-0.9050	-0.2542	-0.9185	-0.2388	0.0128	0.0032	3.6191	0.8434	9.0326	1.4396	11.9739	1.7669
1	0.5493	0.2426	0.8157	0.3603	0.0779	0.0219	-0.8406	-0.2361	1.0097	0.2541	4.6287	1.1651	-0.0166	-0.0026	11.9573	1.9058

Tablo 17. İkinci Yarı Yendikleri Gün

	BJK				GS				FB				TS			
	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st
-5	0.5272	0.1610	0.5272	0.0609	-0.1180	-0.0337	-0.1180	-0.0127	0.8682	0.3842	0.8682	0.1452	-	-	-	-
-4	1.1311	0.3455	1.6583	0.2707	-1.2410	-0.3544	-1.3590	-0.2075	0.3416	0.1512	1.2098	0.2862	-	-	-	-
-3	-0.4739	-0.1447	1.1844	0.2368	-0.8492	-0.2425	-2.2082	-0.4129	-1.2983	-0.5745	-0.0885	-0.0256	-	-	-	-
-2	-0.1788	-0.0546	1.0056	0.2322	-0.4372	-0.1249	-2.6454	-0.5711	-0.3646	-0.1614	-0.4531	-0.1516	-	-	-	-
-1	1.9445	0.5939	2.9501	0.7616	-3.9721	-1.1344	-6.6174	-1.5973	-1.7898	-0.7920	-2.2429	-0.8389	-	-	-	-
0	-0.8425	-0.2573	2.1076	0.5960	0.8023	0.2291	-5.8152	-1.5376	1.4581	0.6453	-0.7848	-0.3215	-	-	-	-
1	0.0318	0.0097	2.1394	0.6535	-1.2148	-0.3469	-7.0300	-2.0078	0.5045	0.2232	-0.2804	-0.1241	-	-	-	-

Tablo 18. İkinci Yarı Yenildikleri Gün

	BJK				GS				FB				TS			
	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st
-5	-0.5336	-0.1821	-0.5336	-0.0688	-0.3300	-0.1205	-0.3300	-0.0455	-2.0641	-0.4019	-2.0641	-0.1519	-0.6590	-0.1987	-0.6590	-0.0751
-4	0.4918	0.1678	-0.0418	-0.0076	-0.5316	-0.1941	-0.8616	-0.1681	-0.6468	-0.1260	-2.7109	-0.2822	-0.9015	-0.2719	-1.5606	-0.2516
-3	-0.2735	-0.0933	-0.3153	-0.0704	-0.2934	-0.1071	-1.1549	-0.2760	1.5404	0.3000	-1.1706	-0.1492	-0.6400	-0.1930	-2.2005	-0.4344
-2	0.2526	0.0862	-0.0627	-0.0162	0.2262	0.0826	-0.9287	-0.2563	-2.4210	-0.4714	-3.5916	-0.5287	-0.9115	-0.2749	-3.1120	-0.7094
-1	5.0440	1.7209	4.9813	1.4364	-2.2249	-0.8122	-3.1536	-0.9730	2.4938	0.4856	-1.0978	-0.1807	-2.3883	-0.7202	-5.5003	-1.4019
0	0.4456	0.1520	5.4268	1.7142	-0.2933	-0.1071	-3.4469	-1.1650	-0.3647	-0.0710	-1.4624	-0.2637	0.5909	0.1782	-4.9094	-1.3707
1	-0.0892	-0.0304	5.3376	1.8211	-0.1364	-0.0498	-3.5833	-1.3082	-1.4743	-0.2871	-2.9367	-0.5719	0.9709	0.2928	-3.9385	-1.1877

Tablo 19. İkinci Yarı Berabere Kaldıkları Gün

	BJK				GS				FB				TS			
	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st
-5	-1.1082	-0.1540	-1.1082	-0.0582	7.8125	1.7498	7.8125	0.6614	-0.3029	-0.0803	-0.3029	-0.0304	4.8656	0.8969	4.8656	0.3390
-4	-0.1653	-0.0230	-1.2736	-0.0946	0.3997	0.0895	8.2123	0.9832	0.6973	0.1849	0.3944	0.0559	0.8701	0.1604	5.7356	0.5652
-3	-1.4893	-0.2069	-2.7628	-0.2513	-1.1197	-0.2508	7.0925	1.0400	0.7020	0.1862	1.0964	0.1903	-0.3815	-0.0703	5.3542	0.6461
-2	-2.5037	-0.3478	-5.2665	-0.5531	-0.0502	-0.0112	7.0423	1.1923	-0.3024	-0.0802	0.7940	0.1592	-0.1707	-0.0315	5.1835	0.7223
-1	-0.4882	-0.0678	-5.7547	-0.6757	7.7613	1.7384	14.8036	2.8023	0.6913	0.1833	1.4853	0.3329	0.8083	0.1490	5.9918	0.9335
0	0.5054	0.0702	-5.2493	-0.6752	-0.1970	-0.0441	14.6066	3.0289	-1.2973	-0.3440	0.1880	0.0462	-0.8157	-0.1504	5.1762	0.8834
1	-1.0728	-0.1490	-6.3221	-0.8783	4.6411	1.0395	19.2477	4.3111	-2.2339	-0.5924	-2.0459	-0.5425	-2.2026	-0.4060	2.9735	0.5481

Takımlar için ikinci yarıdaki sonuçların daha belirleyici olması beklenmelidir. İkinci yarı sonuçları şampiyonluğu belirleyebilecek özelliklere sahiptir. Tablo 17 takımların ikinci yarıdaki kazandıkları maçların sonundaki fiyat hareketlerini özetlemektedir. Sonuçlara göre olay gününde Galatasaray ve Fenerbahçe'nin beklentilere uygun olarak pozitif AG ürettikleri Beşiktaşın ise olay gününde negatif AG' ye sahip olduğu görülmektedir. Trabzonspor'un ise ikinci yarıda galibiyeti olmadığı için analiz dışı bırakıldığı bu toplulaştırmada Beşiktaş'ın olay penceresinde pozitif KAG üretirken Fenerbahçe'nin negatif ancak sifıra yakın KAG ürettiği ortaya çıkmaktadır. Galatasaray ise ilginç ve beklentilere uygun olmayan bir şekilde 6 günlük olay penceresinde negatif ve istatistiki olarak anlamlı KAG ürettiği hesaplanmıştır. Bu durumu yatırımcıların derbi maçların sonuçlarının hisse fiyatlandırılmasında tek bir faktör olarak görülmemesi olarak yorumlamak mümkündür. Örneğin bir takımın derbi maçı kazanması o takımın şampiyon olması için yeterli olmayabilir. Yatırımcılarda bu durumu fiyatlara yansıtırlar.

Tablo 18 ise takımların ikinci yarıdaki mağlubiyetlerinin toplulaştırılmış özet sonuçlarını vermektedir. Galatasaray ve Fenerbahçe'nin sonuçları istatistiki olarak anlamlı olmasa bile beklentilere uygundur. Zira iki takımda olay gününde negatif AG üretmektedir. Beşiktaş ve Trabzonsporda ise olay günlerinde pozitif AG görülmektedir. 6 günlük olay penceresinde ise Beşiktaş dışındaki takımların %4 seviyesinde negatif KAG ürettiği Beşiktaşın ise %5'in üstünde pozitif AG ürettiği hesaplanmıştır.

Tablo 19'da takımların ikinci yarıdaki beraberliklerinin toplulaştırılmış bir şekilde özeti gösterilmektedir. Sonuçlara göre Beşiktaş dışındaki takımların negatif AG'ye sahip olduğu anlaşılmaktadır. Ancak istatistiki olarak hiçbir takımda anlamlı bir AG saptanmamıştır. KAG'de ise Beşiktaş ve Fenerbahçe'de negatif KAG gözlemlenirken Trabzonspor ve Galatasaray'da pozitif KAG hesaplanmaktadır. Özellikle Galatasaray'da olaydan bir gün önce başlayan pozitif ve istatistiki olarak anlamlı KAG olay sonrasında devam etmekte ve 6 günlük olay süresi sonunda yaklaşık olarak %20 civarında KAG görülmektedir. Bu durumu ihtiyatla yorumlamak

ve bu etkinin futbol maç sonuçları dışındaki faktörlerdende kaynaklanabileceğini unutmamak gerekir.

2. Sonuçlar

İMKB'ye kote olan futbol kulüplerinin birbirleriyle yaptıkları karşılaşmaların sonuçlarının hisse fiyatlarına olan etkisinin analiz edildiği bu çalışmada öncelikle halka arz konusu incelenmiştir. Halka arz bilindiği gibi kapalı ortaklıkların hisselerini kamuya ve yatırımcılara açması olarak bilinmektedir. Bu bölümde halka arz olayının bütün aşamaları detaylı olarak incelenip halka açılmanın faydaları maliyetleri ve sıkıntıları ortaya konulmuştur. Bu bölüm hazırlanırken öncelikle genel anlamda halka arz incelenmiş daha sonra ise spesifik olarak Türkiye 'de halka arz SPK kanunlarına uygun olarak incelenmiştir. Halka arz esnasında halka açılan şirketlerin önemli ölçüde özkaynak elde ettikleri ve bu kaynakların serbest nitelikte kaynaklar olmasından dolayı diğer alanlarda serbestçe kullanılmasının mümkün olabileceği görülmüştür. Ayrıca halka arz olayının çok sıkı denetime tabi olduğu ve halka açılma için firmaların şekilsel ve finansal olarak çok ciddi düzenlemelere sahip olması gerekliliği kanunlar bünyesinde ortaya konulmuştur.

İkinci bölümde ise spesifik olarak futbol kulüplerinin şirketleşmesi ve halka açılması incelenmiştir. Bu incelemenin sebebi futbol kulüplerinin diğer firmalara göre farklılık arz etmesinden dolayı aradaki farkların daha kolay anlaşılabilmesine yardımcı olmaktır. Futbol kulüplerinin şirketleşmesi kurumsallaşma ve profesyonelleşmenin yanı sıra gelir kaynaklarının çeşitlendirilmesi sonucunu beraberinde getirebilecektir. Şirketleşmenin akabinde sermaye piyasalarına açılma ise yeni fon kaynaklarının kulüplere aktarılabilmesi imkanını ortaya çıkaracaktır. Futbol kulüplerinin halka açılmasının en yoğun olarak ortaya çıktığı ülke İngiltere olup futbol kulüplerinin piyasa değeri önemli ölçüde artmıştır. Yine bu bölümde İngiltere dışındaki diğer ülkelerdeki futbol kulüplerinin halka açılması ve sonrasındaki durum incelenmiş ve okuyucuya genel anlamda futbol kulüplerinin halka açılma süreci anlatılmaya çalışılmıştır. Türkiye özelinde ise futbol kulüplerinin şirketleşmesi profesyonel futbol şubelerinin kurulan veya kurulacak olan anonim

şirketleri devredilmesi ile başlamıştır. Kulüplerin gelirlerinin artırılması için çeşitli teşviklerde sunulmuştur. Hisselerini halka ilk olarak arz eden kulüp Galatasaray olup bu takımı sırasıyla Beşiktaş, Fenerbahçe ve Trabzonspor takip etmiştir. Türkiye'deki kulüplerin halka açılmaları elde edilen gelirlerin borsaya açılan futbol A.Ş. veya sportif A.Ş lere devretmeleriyle başlamıştır. İlginç olan bir durum ise giderler kulüp bünyesinde bırakılmaktadır. Halka açılma esnasında kulüpler arasındaki farklar belirtilerek 2004-2005 yılı için kulüplerin gelir yapıları rapor edilmiştir. Kulüplerin en önemli gelir kaynağı olarak yayın gelirleri olup kulüpler arasındaki gelir yapıları birbirinden oldukça farklıdır. Yine bu bölümde Türkiye'deki futbol kulüplerinin halka arz süreci detaylı bir biçimde incelenmiştir. Halka arzdan dolayı elde edilen kaynaklar belirtilerek halka açılmadan dolayı ortaya çıkabilecek faydalar konusunda okuyucunun bilgilendirilmesi amaçlanmıştır.

Herhangi bir ampirik çalışmada konunun net olarak anlaşılabilmesi açısından literatürdeki çalışmaların analiz edilmesi yararlı olacaktır. Literatüre baktığımızda bu konudaki doğrudan çalışma sayısının çok az olduğunu görebilmekteyiz. Bu konudaki çalışmaların ortak sonucu ise maç sonuçlarının bütün kulüplerin hisse fiyatları üzerinde aynı etkiyi göstermediğidir. Örneğin takımların galibiyeti bir takım için anlamlı bir etki yaratırken diğer takımlar üzerinde herhangi bir etki gözlemlenmemektedir. Literatürdeki eksiklikten dolayı olay çalışmasının genel etkilerini görebilmek açısından diğer çalışmalar incelenmiştir. Ortaya çıkması muhtemel olayların incelendiği çalışmalarda etkinin olay ortaya çıkmadan fiyata yansiyabileceği ancak tamamen beklenmedik bir olayın etkisinin ise olay ortaya çıktıktan sonra görülebileceği saptanmıştır. Bu nokta bizim çalışmalar açısından son derece önemlidir. Zira maç sonuçlarının önceden tahmin edilip fiyatlara yansıtılması mümkündür. Böylesi bir durumda maç sonucu ne olursa olsun beklentiler daha önce fiyatlara yansıdığı için pozitif veya negatif bir etki ortaya çıkmaması normal olacaktır.

Olay çalışması metodu herhangi bir olayın belli bir tarihte hisse fiyatları veya başka bir değişken üzerindeki etkiyi ölçmeyi amaçlamaktadır. Bizim çalışmamızda ise futbol kulüplerinin derbi olarak nitelendirilen karşılaşmaların sonuçlarının hisse

fiyatları üzerindeki etkisini ölçmeyi hedeflemektedir. Veri tanımlamasından sonra olay çalışması metodu detaylı olarak rapor edilmiştir. Olay günündeki fazlalık getiri anormal getiri olarak tanımlanmaktadır ve bu durum bu hisselerin olay gününde diğer hisselerle göre ortaya çıkan fazlalık olarak hesaplanmaktadır. Bunu yapabilmek için piyasa modeli kullanılmaktadır ve ortaya çıkan sonuçların istatistiki olarak anlamlı olup olmadığı klasik t değerlerine göre belirlenmektedir. Olay günündeki etkinin haricinde olaydan önceki 5 günde ve olaydan sonraki 1 gündeki etki toplulaştırılarak olay dönemindeki kümülatif anormal getiri hesaplanmaktadır. Toplulaştırma sadece zamana göre değil aynı zamanda olaylara göre yapılabilmektedir. Örneğin herhangi bir takımın yaptığı karşılaşma birebir değerlendirilmeyip bütün takımların kendi sahalarında kazandıkları maçlar gibi toplulaştırılarak genel etkinin görülmesi amaçlanmıştır.

Tezin ampirik kısmında ise metod bölümünde tanımlanan toplulaştırılmış veriler kullanılarak maç sonuçlarının genel etkilerini belirlenmesi amaçlanmıştır. Takımların kendi sahalarında yaptıkları maçların sonucunda galibiyet olması gruplandırmasında herhangi bir anlamda etki belirlenememiştir. Takımlar arasında etkinin büyüklüğü konusunda farklılıklar olmasına rağmen takımların kendi sahalarında yenildikleri ve berabere kaldıkları durumlardada anlamlı bir etki saptanamamıştır. Aynı gruplandırma deplasman maçları için tekrarlanmış ve yine istatistiki olarak anlamlı bir etki saptanamamıştır. Ancak KAG yönünden kendi sahasındaki etkilerin tersi ortaya çıkmıştır. Örneğin Beşiktaşın kendi sahasındaki galibiyetleri yaklaşık %5 oranında azalmayı gösterirken deplasmandaki galibiyetleri ise yaklaşık %4 seviyesinde artışı göstermektedir. Aynı ters etki yenilgi durumundada ortaya çıkmaktadır. Bu sonuçlar yatırımcıların iç saha ve dış sahayı birbirinden ayırdığı şeklinde yorumlanabilir. Takımların bir sezonda ilk yarı ve ikinci yarı olmak üzere iki defa karşılaştıkları düşünüldüğünde iki devre arasındaki farklılıkları görebilmek açısından yapılan gruplandırmalar ise genel sonuçların aksine bazı anlamlı sonuçlar vermektedirler. Örneğin Beşiktaş ilk yarı galibiyetleri öncesinde negatif KAG'ye sahipken maç sonuçlarından sonra gelen pozitif etkiden dolayı bu etkinin anlamlılığı ortadan kalkmaktadır. Galatasarayda ise olaydan önce başlayan pozitif trend olay sonrasında devam edip 6 günlük olay periyodu sonucunda

pozitif ve istatistiki olarak anlamlı KAG üretmektedir. Diğer takımlarda ve diğer olaylarda ise belirgin farklar olmasına karşın istatistiki olarak anlamlı bir etki yoktur. Aynı işlemi ligin ikinci yarısında ki maçlar için uyguladığımız zaman Galatasarayın kazandığı maçlar sonundaki 6 günlük KAG'si ilk yarının aksine negatif olup istatistiki olarak anlamlıdır. Yine birinci ve ikinci yarı karşılaştırıldığında Beşiktaş ve Galatasarayın KAG anlamında tamamen zıt hareketlere sahne olduğunu ve bu durumun yatırımcıların karar verme aşamasında maçların oynandığı tarihi dikkate aldıkları yorumunu yapmak mümkündür. Takımların berabere kalma durumunda ise Galatasaray'ın ikinci yarıda ki beraberliklerinde olay öncesindeki günden başlayıp olay sonrasındada devam eden pozitif ve istatistiki olarak anlamlı KAG tespit edilmektedir. Ancak diğer takımlarda hiçbir anlamlı etki gözükmemektedir.

Genel anlamda sonuçlar düşünüldüğünde ortaya çıkan istatistiki olarak anlamlı sonuçların maç sonucundan ziyade diğer faktörlerden kaynaklandığı izlenimi doğmaktadır. Örneğin Beşiktaşın galibiyeti durumunda ortaya çıkan negatif KAG Galatasaray'ın ikinci yarıdaki galibiyetlerinde ortaya çıkan KAG'ler beklentilerin tersidir. Zira galibiyet durumunda pozitif etkilerin ortaya çıkması beklenmelidir. Yine bu çalışmada ortaya çıkan bir sonuç yatırımcıların sadece derbi maç sonuçlarına bakıp karar vermediğidir. Her ne kadar derbi maçlar duygusal olarak önemli olsa bile asıl amaç olan şampiyonluk için tek başına yeterli değildir. Yatırımcıların asıl olarak değerlendirilmesi beklenen durum sezon sonundaki başarısıdır. Zira sezon sonundaki başarı durumuna göre ortaya çıkabilecek yeni gelir kaynakları olabilecektir. Örneğin yayın hakkı gelirlerindeki artış sponsorluk ve reklam gelirlerindeki artış şampiyonlar liginde katılma durumunda ortaya çıkabilecek yüksek miktardaki gelirler olasıdır. Bu anlamda yatırımcıların karar verme aşamasında sadece derbi maçların sonuçlarını dikkate almamaları son derece doğaldır.

Bu çalışmada ortaya çıkan sonuçlara göre bundan sonraki çalışmaların derbi maç sonuçlarından ziyade daha spesifik maçlara odaklanmaları gerektiğidir. Ayrıca istatistiki olarak analizlerde gün etkisinde dikkate alınarak analiz yapılmalıdır. Diğer taraftan beklentilerin dikkate alınarak örneklemin buna göre düzenlenmesi gerekmektedir. Beklentilerdeki kasıt iki takım arasındaki yatırımcılar tarafından

algılanan güç farklılığıdır. Örneğin herhangi bir Türk takımının Avrupa kupası maçlarında elemesi zor görülen takımlarla eşleşmesi veya eşit seviyedeki takımlarla olan mücadelesini ayrı ayrı gruplandırarak analiz edilmesi daha faydalı olacaktır.

KAYNAKÇA

AKŞAR, Tuğrul, “Endüstriyel Futbol”, 1. Baskı, Literatür Yayınları, İstanbul, 2005.

AKŞAR, Tuğrul, “Avrupa Futbol Sektörünün Finansal Analizi”,
http://www.fesam.org/sur_makale.php?kod=2&url=uzman/ta021.php
 15.03.2005

AKŞAR, Tuğrul, “Avrupalı En Zengin 20 Kulüp Ve Alınacak Dersler”
http://www.fesam.org/sur_makale.php?kod=2&url=uzman/ta022.htm
 10.10.2005

AKŞAR, Tuğrul, “Futbol A.Ş.”,
<http://www.ntvmsnbc.com/news/252024.asp#BODY>
 25.01.2004

ALPMAN, Cengiz, “2004 Avrupa Futbol Şampiyonası”, 1. Baskı, Bileşim Yayınevi, İstanbul, 2004.

AUTHIER, Christian, “Futbol A.Ş.”, Çev., BERKTAY, Ali, 3. Baskı, Kitap Yayınevi, İstanbul, 2002.

AYDIN, K., Mustafa, “Sermayenin Küreselleşmesi”, Tartışma Metinleri, Sakarya Üniversitesi, İktisat Bölümü, 2005.

BARRETT, W.B., HEUSON, A.J., KOLB, R.W. VE SCHROPP, G.H., “ The Adjustments Of Stock Prices To Completely Unanticipated Events”, **The Financial Review**, 22, ss. 345-354, 1987.

BAŞARAN, Kenan, “Futbolda Stat Eşittir Gelir”

http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=34640&ForArxiv=1
04.02.2006

CARTER, D.A. VE SIMKINS, B.J., “The market’s reaction to unexpected, catastrophic events: the case of airline stock returns and the the September 11th attacks”, **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 44, ss. 539-558, 2004.

CEYLAN, Nildağ Başak ve GÖZPINAR, Esin, Performance of soccer on the stock market: Evidence from Turkey *The Social Science Journal, Volume 43, Issue 4, Pages 695-699* Hakan Berument, 2006.

CHEAB, A., “Market Reaction to Large Bank Merger Announcements in Oligopolies”, **Journal of Economics and Finance**, 26, ss.63-76, 2002.

ÇELİKLER, Serdar, “Türk Futbolu Kredi Kartı Borçlusu Gibi”,
<http://www.fotomac.com.tr/2005/04/05/yaz1367-50160-112.html>,
05.04.2005.

ÇUKUR, Sadık ve ERYİĞİT, Resul, Yatırım Ortaklıkları ve Bedelsiz Sermaye Artırımları:İMKB’de Ampirik Bir Analiz, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 2007, SAYI:254, PP:73-86.

DEDE, İlker, “Futbol Kulüplerin Şirketleşmesi”, Yayınlanmamış Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, 2005.

DOĞAN, Cem, “Türkiye de Futbolun Ekonomisi”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1999.

EBNETH, O. VE THEUVSEN, L., “Internationalization and Corporate Success-Event Study Evidence on M&As of European Brewing Groups”,

International Food and Agribusiness Management Association 15th Annual World Food and Agribusiness Symposium and Forum, June 25-28, Chicago, Illinois, U.S.A, 2005.

ERDOĞAN, Erhan, “Türkiye’deki Futbol Ekonomisi”, Yayınlanmamış Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, 2004.

FAMA, E.F., FISHER, L., JENSEN, M.C. VE ROLL, R., “The Adjustment of Stock Prices to new Information”, **International Economic Review**, 10, ss. 1-21, 1969.

LAU, S.T., DILTZ, J.D. VE APILADO, V.P., “Valuation effects of international stock exchange listings”, **Journal of Banking and Finance**, 18, ss.743-755, 1994.

MACKINLAY, A.C., “Event Studies in Economics and Finance”, **Journal of Economic Literature**, 35, ss.13-39, 1997.

MANDACI, P.E., “Şirket Birleşmelerinin şirketlerin finansal yapı ve performanslarına etkileri”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, 233’üncü sayıya ek, ss. 60-67, 2005.

MERİH, Kutlu, “Futbolun Ticarileşmesi: İngiltere Örneği”,
http://www.fesam.org/sur_makale.php?kod=1&url=uzman/km017.htm
27.11.2005.

MERİH, Kutlu, “Futbol Ekonomisi Ve Aykırı Kuralları”,
http://www.fesam.org/sur_makale.php?kod=1&url=uzman/km014.php,
12.09.2005

ODABAŞI, A., “Security Returns’ Reactions to Earnings Announcements: A Case Study on the Istanbul Stock Exchange”, **Bogaziçi Journal: Review of Social, Economic and Administrative Studies**, 12, ss. 3-19, 1998.

PARK, N.K., “A guide to using event study methods in multi-country settings”, **Strategic Management Journal**, 25, ss. 655-668, 2004.

PETERSON, P.P., “Event Studies: A Review of Issues and Methodology”, **Quarterly Journal of Business and Economics**, 28, ss.36-66, 1989.

SÜZER, D., Hande, “Futbol Sektörü”,
http://www.capital.com.tr/haber.aspx?HBR_KOD=1442, 01.10.2002.

TEKER, S. VE EKİT, Ö., “2000 Yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında halka ilk arzı yapılan hisse senetlerinin performansı”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 4,ss.117-128, 2003.

YOOK, K.C. VE MCCABE, G.M., “The Effects of International Acquisitions on Shareholders’ wealth”, **The Mid-Atlantic Journal of Business**, 32, ss. 5-17, 1996.

ZEYTİNOĞLU, Emre, “Futbol Endüstrisi”, **Karizma**, Sayı 11, temmuz, s.8-10, 2002.

ÖZGEÇMİŞ

Adı-Soyadı : Şendoğan ÖZÇELİK

Sürekli Adresi : Abant Sapağı, Özçelik Abant Tesisleri, BOLU

Doğum Yeri ve Yılı : Of, 1981

Yabancı Dili : İngilizce

İlköğretim : Namık Kemal İlkokulu, 1992.

Ortaöğretim : Düzce Arsal Anadolu Lisesi, 1999.

Lisans : Çankaya Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

Yüksek Lisans : Abant İzzet Baysal Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

Anabilim Dalı : İşletme

Bilim Dalı : İşletme

Yayımları : -

Çalışma Hayatı : -