ARAŞTIRMA MAKALESİ

İŞLETMELERDE BORCA BATIKLIK VE SERMAYE KAYBI KAVRAMLARININ TTK KAPSAMINDA İNCELENMESİ: BİST'TE İŞLEM GÖREN FUTBOL KULÜPLERİNDE ARAŞTIRMA VE ÖNERİLER

INVESTIGATION OF THE CONCEPTS OF INSOLVENCY AND CAPITAL LOSS IN BUSINESSES WITHIN THE SCOPE OF TCC: RESEARCH AND RECOMMENDATIONS FOR FOOTBALL CLUBS LISTED ON BİST

Dr. Berrak SOYALP SOLAKOĞLU*
Prof. Dr. İlker KIYMETLİ ŞEN**

ÖZ

Sermaye kaybı 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nun 376/1-2. fıkrasında, borca batıklık ise 376. maddesinin 3. fıkrasında düzenlenmiştir. TTK 376/1 hükmünce sermaye ve kanuni yedek akçelerinin toplamının yarısını kaybetmiş, TTK 376/2 hükmünce sermaye ve kanuni yedek akçelerinin toplamının üçte ikisini kaybetmiş ya da 376/3 uyarınca borca batık halde olan işletmeler kaybettikleri sermayeleri yerine koymak adına kanun koyucunun sunmuş olduğu birtakım olanaklardan ve tedbirlerden yararlanabilmektedir. Araştırma, Türkiye'de borca batıklık ve sermaye kaybı kavramlarının en sık rastlanıldığı futbol sektöründe uygulanmıştır. BİST Futbol Kulüplerinde finansal performans ölçümü 2018-2022 özel hesap dönemlerini kapsayacak şekilde iki ayrı analizle yapılmıştır. Kulüplerin üçüncü kişiler tarafından yatırım amaçlı tercih edilme durumunu ölçmek için çoklu karar verme yöntemlerinden TOPSIS Yöntemi kullanılmıştır.

---

[1] Bu çalışma, Berrak Soyalp Solakoğlu'nun İstanbul Ticaret Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde hazırlanan "İşletmelerde Borca Batıklık ve Sermaye Kaybı Kavramlarının Türk Ticaret Kanunu ve TFRS Bünyesinde İncelenmesi: BİST Futbol Kulüplerinde Araştırma ve Öneriler" başlıklı Doktora Tezinden üretilmiştir.

* Vergi Müfettişi, Hazine ve Maliye Bakanlığı, berrak.soyalp@vdk.gov.tr, ORCID: https://orcid.org/0000-0001-5699-5885

** İstanbul Ticaret Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Muhasebe ve Denetim Bölümü, ilksen@ticaret.edu.tr, ORCID: https://orcid.org/0000-0001-6175-3397

Makale Geliş Tarihi: 28.03.2023
Kabul Tarihi: 05.09.2023

Kulüplerin finansal performans ve iflas riskinin tahmini, finansal başarısızlık modeli olan Altman Z-Score Modeli ile ölçülmüştür. Elde edilen sonuçlara göre 2018, 2019, 2020, 2022 yıllarında Fenerbahçe, 2021 yılında Galatasaray finansal performans açısından ilk sırada yer almaktadır. Fenerbahçe 2021, Galatasaray 2019, Trabzonspor ise 2018, 2020, 2022 yıllarında en düşük finansal performansa sahip futbol kulübü olarak son sırada yer almaktadır. Altman Z-Score Modeline göre 2018-2022 özel hesap dönemlerinde 4 kulübün de iflas etme riski içinde bulundukları sonucuna varılmıştır.

Anahtar Sözcükler: Borca Batıklık, Sermaye Kaybı, TOPSIS Yöntemi, Altman Z-Score Modeli, Finansal Başarı

ABSTRACT

Capital loss is regulated in paragraph 376/1-2 of the Turkish Commercial Code TCC numbered 6102, and insolvency is regulated in paragraph 3 of article 376. Businesses that have lost half of the total of their capital and legal reserves under the provision of 376/1, that have lost two-thirds of the total of their capital and legal reserves under the provision of 376/2, or that are in insolvency pursuant to 376/3 of TCC can benefit from some of the opportunities and measures offered by the legislator in order to replace their lost capital. This research has been applied within the football sector, where the concepts of insolvency and loss of capital are the most common in Turkey. The measurement of financial performance in BIST Football Clubs was made with two separate analyzes covering the 2018-2022 periods. TOPSIS Method, one of the multiple decision making methods, was used to measure the preferences of third parties to invest in football clubs. The financial performance of the clubs and the estimation of the risk of bankruptcy were measured by the Altman's Z-Score Analysis, which is a model of financial failure. According to the results obtained, Fenerbahçe ranked first in terms of financial performance in 2018, 2019, 2020, 2022, and Galatasaray in 2021. Fenerbahçe is in the last place as the football club with the lowest financial performance in 2021, Galatasaray in 2019, and Trabzonspor in 2018, 2020 and 2022. Beşiktaş, on the other hand, is in the 2nd and 3rd ranks in this period band. According to the Altman's Z-Score Analysis, it was concluded that 4 clubs were at risk of bankruptcy in the 2018-2022 special accounting periods.

Keywords: Insolvency, Capital Loss, TOPSIS Method, Altman's Z-Score Analysis, Financial Success

1. GİRİŞ

İşletme ortaklarının işletmenin kuruluşunda ortaya koydukları tüm ayni ve nakdi unsurlarla birlikte işletmenin ömrü süresince elde etmiş olduğu karların ortaklara dağıtılmayıp işletmeye kalan kısmı özsermaye olarak adlandırılmaktadır. Şirketlerin, sahip ve ortaklarının şirketteki paylarını temsil eden özsermayenin büyüklüğü söz konusu şirketin finansal açıdan güçlü olduğunun bir göstergesidir. Sınırsız ömür ile kurulan işletmelerin sürekli sermaye kaybı yaşaması bu ömrün sonlanmasına sebep olabilmektedir. Bu nedenle sermayenin korunması işletmenin sürekliliği için esastır. İşletmelerin ömrünün, sahip ve ortakların ömürleriyle sınırlı olmaması durumu işletmenin piyasaya verdiği güvenle doğru orantılıdır. Bununla birlikte işletmenin ömrünü tehdit eden birtakım durumlar söz konusu olabilmektedir. Bu durumlar işletme faaliyetlerinden kaynaklanabileceği gibi finansal faaliyetlerden de kaynaklanabilmektedir. Olumsuz etkilenen işletme bilançosu işletmenin devamlılığı hakkında genel bir tablo ortaya koymaktadır. İşletmenin belirli bir tarihteki varlıkları bilançoda aktif, bunu karşılayan kaynakları ise pasif olarak nitelendirilmektedir. İşletmelerde dönemsellik ve süreklilik ilkesi gereği hesap dönemi sonunda bilançonun aktif ve pasif tarafında yer alan değerler mukayese edilmektedir. Bunun sonucunda kar ya da zarar bilançosu elde edilmektedir. Şirketin zarar etmesi bilançoda özkaynaklar kalemi altında izlenen bir unsur olup, özkaynakları azaltıcı yönde etki etmektedir. İşletmelerde zarar bilançosu oluşması durumunda, 213 sayılı Vergi Usul Kanunu (VUK) kapsamında vergisel bir yük doğmamakla beraber, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK) açısından dikkate alınması gereken bazı özel durumlar söz konusudur.

Gerek ortakların haklarının korunması, gerekse işletmenin sürekliliği açısından "sermaye kaybı" ve zarar bilançosunun özel bir çeşidi olan "borca batıklık" kavramı 6102 sayılı TTK'nın Şirketler Hukuku kısmında yer almaktadır. Sermayenin tamamının karşılıksız kalması durumunda zorunlu bir iflas sebebi sayılan "borca batıklık" hali TTK'nın 376. maddesinde düzenlenmiştir. 376. maddenin üçüncü fıkrasına ilişkin gerekçede borca batık olma kavramı "*işletmenin aktifleri, yıllık bilançoda olduğu gibi defter değerleri haricinde gerçek değerleriyle*

(rayiç-olası satış değerleri) değerlemeye tabi tutulsalar bile şirketin alacaklılarının, alacaklarını tahsil edememesi, şirketin borç ve taahhütlerini karşılayamaması durumu" olarak tanımlanmaktadır. Bu durumun en belirgin yansıması Türkiye'de borsaya kote olmuş futbol kulüplerinde görülmektedir. Bu sebeple araştırma evreni BİST Futbol Kulüpleri ile sınırlı tutulmuştur. Bu çalışmanın amacı, TTK'nın 376. maddesinde yer alan borca batıklık ve sermaye kaybı kavramlarını uygulamada değerlendirmek, BİST Futbol Kulüplerinde yaşanan çözümsüzlükleri ele almak ve diğer sektörlerde finansal performans ölçümü ve iflasa yakınlık derecesi hesaplanması sürecine yöntemsel açıdan ışık tutmaktır. Bu amaçla BİST'te işlem gören Fenerbahçe Futbol A.Ş., Galatasaray Sportif Sinai ve Tic. Yat. A.Ş., Beşiktaş Futbol Yat. San. ve Tic. A.Ş. ile Trabzonspor Sportif Yat. ve Futbol İşlet. Tic. A.Ş.'nin, Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'ndan elde edilen Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS)'na göre hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal tablolarından elde edilen verilerle likidite, karlılık ve finansal durumlarını yansıtan oranlar hesaplanmıştır. Bu verilerden hareketle TOPSIS Yöntemi kullanılarak şirketlerin finansal performansları karşılaştırılmıştır. Bunun haricinde aynı verilerle Altman Z-Score Modeli kullanılarak şirketlerin iflasa yakınlık dereceleri ölçülmüştür.

2. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Futbol kulüplerinin finansal performans sıralaması ve iflasa yakınlık ölçümünü inceleyen literatürde çok fazla çalışma bulunmamakla birlikte konuyla ilgili bazı çalışmalar ve bulguları aşağıda açıklanmıştır.

Uluyol (2014) çalışmasında BİST'te işlem gören futbol kulüplerinin 2002-2011 dönemi finansal tablolarını temel finansal oranlar kullanarak analiz etmiştir. Analiz sonucunda yapılan yatırımlara rağmen futbol kulüplerinin yüksek tutarlarda borçlu oldukları, önemli boyutta likidite ve karlılık sorunları yaşadıkları, sürekli bir biçimde finansal sorunlarla karşı karşıya oldukları sonucuna ulaşılmıştır.

Güngör'ün (2014) çalışmasında, Türkiye'de büyük ölçekli bütçeye sahip olan spor kulüplerinin ulusal ve uluslararası düzeydeki sportif başarıları ile finansal performansları arasındaki ilişki yapay sinir ağları modeli yardımıyla ortaya konulmuştur. Futbol kulüplerinin başlıca sorunları tespit edilerek çözüm önerilerinde bulunulmuştur.

Ergül (2017) çalışmasında spor şirketlerinin finansal başarıları ile spor kulüplerinin futboldaki başarıları arasındaki ilişkiyi TOPSIS yöntemi ile test etmiştir. BİST'te işlem gören futbol kulüplerinin 2005-2015 dönemindeki finansal tablolarındaki verileri kullanarak, TOPSIS yöntemiyle elde edilen skorlarla spor kulüplerinin futboldaki sportif başarılarını karşılaştırmıştır. Çalışma sonucunda kulüplerin futbolda gösterdikleri başarıların, ilgili spor şirketlerinin finansal tabloları üzerinde olumlu etkiyi beraberinde getirdiği tespit edilmiştir.

Çatı, Eş ve Özevin (2017) çalışmalarında 6 nicel kriter ile 23 takımın 2009-2014 yılları arasındaki sportif başarıları ile finansal performans etkinliklerini Entropi ve TOPSIS yöntemleri ile analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda yüksek transfer harcamalarının her zaman yüksek sportif başarıyı beraberinde getirmediği tespit edilmiştir.

Aslan (2018) çalışmasında BİST'te işlem gören spor kulüplerinin 2014-2016 yılları arasındaki finansal performanslarını oran analizi yöntemiyle test etmiştir. Yapılan analiz sonucunda, spor şirketlerinin finansal yükümlülüklerini yerine getirmede sorunlarla karşılaştıkları ve varlıklarını etkin kullanmadıkları tespit edilmiştir. Ayrıca şirketlerin kar yaratmada başarılı olmadıkları gözlenmiştir.

Özdağoğlu ve Keleş (2019) çalışmalarında BİST'te işlem gören spor kulüplerinin finansal performanslarını çok kriterli karar verme yöntemlerinden Gri Entropi ve Rov yöntemlerini kullanarak analiz etmişlerdir. Gri Entropi yöntemiyle değerlendirmede kriter olarak belirlenen finansal oranların ağırlıkları bulunmuş, Rov yöntemi ile de kulüplerin finansal performans sıralaması yapılmıştır. Analiz sonucunda finansal performans bakımından ilk sırada Fenerbahçe, ikinci sırada Beşiktaş yer almaktadır. Ancak Rov algoritmasına göre analize dahil edilen futbol kulüplerinin tamamının finansal açıdan iyi olmadıkları tespit edilmiştir.

Beyazgül ve Karadeniz (2019), Türkiye Süper Liginde yer alan takımlar ve Avrupa Liglerinde yer alan takımların "Nakit Akışlarının Sağlandığı Faaliyetler Yöntemi" ile karşılaştırılmasını içeren bir çalışma yapmışlardır. İlgili çalışmada işletmeler, yatırım ve finansman faaliyetlerden elde edilen nakit akışları baz alınarak oluşturulan modellere göre derecelendirilmiş ve kulüplerin hangi modele dahil olacağı parametreler doğrultusunda belirlenmiştir. Analizde 29

futbol kulübünün 2018 yılındaki nakit akışları ele alınmıştır. 2017 ve 2018 yılları için Türkiye ve Avrupa kulüpleri kıyaslandığında Avrupa'daki kulüplerin daha çok "Başarılı İşletme" kategorisinde yer aldıkları yani Türk kulüplere göre daha başarılı bir nakit akışına sahip oldukları tespit edilmiştir. Türkiye'deki kulüplerin gerileyen ve küçülen işletme kategorisinde yer almaları işletme ve yatırım faaliyetlerinden elde edilen nakit akışlarının zayıf, finansman faaliyetlerinden elde edilen nakit akışlarının ise fazla olmasından kaynaklandığı sonucuna varılmıştır. Bu durum işletme faaliyetlerini finanse etmek adına hem varlık satışlarının gerçekleşmesine hem de borçlanma yoluna gidilmesine sebebiyet vermektedir.

Güngör ve Sarı (2021) çalışmalarında Türkiye Süper Lig'inde yer alan ve hisseleri BİST 100 endeksinde işlem gören Galatasaray, Beşiktaş, Fenerbahçe ve Trabzonspor kulüplerinin 2009-2019 yılları arasında yayınlanmış finansal raporlarını inceleyerek bu raporlardan elde edilen finansal performans göstergelerini belirlemişlerdir. Kulüplerin aynı döneme ait sportif başarıları da hesaplanarak sayısal olarak ifade edilmiştir. Çalışmada panel veri analizi uygulanarak finansal performans göstergeleri ile sportif başarı sonuçları analiz edilmiştir. Analiz sonucunda sportif başarı ile ilişki içinde olan ancak bu ilişkinin negatif yönde olduğu finansal performans göstergesinin net kâr marjı olduğu tespit edilmiştir.

Ürgüp ve Demir (2021) çalışmalarında 2010-2018 yıllarını kapsayan dönemde BİST'te işlem gören dört büyük futbol kulübünün finansal performansı ile sportif başarısı arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışmada finansal performans değerlemesinde Standard Deviation ve MultiAtributive Ideal-Real Comparative Analysis gibi iki çok kriterli karar verme yönteminden, finansal performans ile sportif başarı arasındaki ilişkinin belirlenmesinde ise Korelasyon analizinden faydalanılmıştır. Analiz sonucunda Türkiyeıdeki dört büyük futbol kulübünün finansal performans sıralaması ile sportif başarı sıralaması arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Beyazgül, Karadeniz ve İskenderoğlu (2022)'nun çalışmalarında, 2019 ve 2020 dönemlerinde Avrupa'daki futbol kulüplerinin faaliyet, finansal ve toplam risk düzeyleri kaldıraç oranları kullanılarak ölçülmüş ve analiz edilmiştir. İlgili çalışmada UEFA bünyesinde bulunan 8 ulusal ligde yer alan 25 adet futbol kulübü analize dahil edilmiştir. Analizde kulüplerin finansal tablolarından elde edilen kaldıraç oranları kullanılmıştır. Çalışma sonucunda faaliyet

riski yüksek olan işletmelerin finansmanlarında yabancı kaynak kullanımının azaltılarak finansal risk düzeyinin düşürülmesinin hem karlılığın artmasına, hem de toplam risk düzeyinin dengelenmesine yardımcı olacağı sonucuna ulaşılmıştır. Aynı şekilde faaliyet riski düşük olan işletmelerin finansmanlarında daha fazla yabancı kaynak kullanılmasıyla karlılığı artırılarak toplam risk düzeyinin düşürülmesinin mümkün olacağı ifade edilmektedir.

KPMG Uluslararası Bağımsız Denetim Şirketinin Nisan 2022 tarihine kadar Spor Danışmanlığı Birimi bünyesinde bulunan, daha sonra bağımsızlaşarak ayrı bir marka olan "Football Benchmark"ın hazırlamış olduğu "Avrupa Eliti 2022" başlıklı çalışmada, 2022 yılında UEFA bünyesinde yer alan takımların finansal performansları değerlendirilmiştir. Çalışmada UEFA bünyesinde yer alan 32 adet futbol takımının finansal performanslarının başarı sıralaması yapılmıştır. Kulüplerin finansal performans analizinde ölçüt olarak farklı borç ve özsermaye yapılarına sahip olan firmaların karşılaştırmasına olanak sağlayan "Şirket Değeri" kullanılmıştır. Kulüplerin şirket değerlerini gerçeğe en uygun şekilde ölçmek için yapılan bu çalışmada futbol kulüplerinin genel olarak şirketlerin kar maksimizasyonundan çok fayda maksimizasyonunu tercih ettiklerini varsaymışlardır. Bunun sebebi olarak ise sportif başarıyı sağlayan her kulübün; sponsor, reklam ve taraftar artışıyla birlikte nakit akışını da beraberinde getireceği olgusu gösterilmiştir.

Hoş (2022) çalışmasında şirketleşen ve süper ligde yer alan dört büyük futbol kulübünü finansal performanslarına göre değerlendirerek sıralamıştır. Beşiktaş, Fenerbahçe, Galatasaray ve Trabzonspor'un 2010-2020 yıllarına ait finansal verileri kullanılarak Entropi yöntemiyle finansal göstergelerin önem düzeyleri belirlenmiş ardından gri ilişkisel analiz yöntemiyle futbol kulüpleri finansal göstergelere göre sıralanmıştır. Yapılan analiz sonucunda özkaynak oranı, asit test oranı, net çalışma sermayesi ve aktif karlılık oranı kriterlerinin en önemli kriterler olduğu, borç oranı kriterinin ise önem düzeyi en düşük kriter olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca finansal performansı en yüksek kulüp Fenerbahçe, finansal performansı en düşük kulüp ise Beşiktaş olarak bulunmuştur.

Karadeniz ve İskenderoğlu'nun (2022) çalışmalarında, UEFA'ya bağlı beş ulusal ligde yer alan ve finansal verilerine ulaşılan 23 futbol kulübünün 2017-2021 yılları arasındaki finansal performansı oran analizi yöntemiyle incelenmiştir. Ayrıca futbol kulüplerinin Covid-19 salgını öncesi (2017-2019)

ve sonrası (2020-2021) arasında finansal performans bağlamında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığı wilcoxon işaretli sıra testi ile test edilmiştir. Araştırma sonucunda futbol kulüplerinin likidite riski ve finansal risk düzeylerinin çok yüksek olduğu; buna karşın karlılık, faaliyet ve nakit akış performanslarının çok düşük olduğu saptanmıştır. Futbol kulüplerinin faaliyet, karlılık ve nakit akış performanslarının ise Covid-19 salgını sonrasında daha da düştüğü belirlenmiştir.

3. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ

3.1. Araştırmanın Yöntemi ve Kısıtları

İflas ile ilgili yasal düzenlemeler (Altman, 1968; Salehi ve Abedini, 2009; Sori ve Jalil, 2009; Terzi vd., 2012; Terzi ve Kıymetli Şen, 2021). TTK'nın 376. maddesi gereğince özkaynağı negatif olan şirketler borca batık olup, finansal açıdan başarısız kabul edilmektedir. BİST Futbol Kulüplerinde finansal performansın ölçümü iki ayrı analizle yapılmıştır. Kulüplerin üçüncü kişiler tarafından yatırım amaçlı tercih edilme durumunu ölçmek adına çoklu karar verme yöntemlerinden TOPSIS Yöntemi kullanılmıştır. Kulüplerin finansal performansı ve iflas riskinin tahmini, bir finansal başarısızlık modeli olan Altman Z-Score Modeli ile ölçülmüştür.

Analizler futbol kulüplerinin, 2018, 2019, 2020, 2021 ve 2022 özel hesap dönemlerini içeren KAP'dan elde edilen Bağımsız Denetim Raporları ve TFRS ile uyumlu olan finansal tablo bilgileri kullanılarak yapılmıştır.

Araştırmanın kısıtı, Türkiye'de bulunan yalnızca dört futbol kulübünün araştırmanın kapsamına dahil edilmesidir. Bu dört futbol kulübü dışında anonim şirket statüsünde ve borsada işlem gören kulüp bulunmamaktadır. Sermaye şirketi yapısında olmayan ve dernek statüsünde bulunan kulüplerin borsaya kote edilmemeleri sebebiyle finansal tablolarına ulaşmak mümkün değildir.

3.2. Yöntemlerin Uygulanması

Araştırmada BİST'te işlem göre futbol kulüplerinin TOPSIS Yöntemi kullanılarak finansal performans karşılaştırması yapılmış, Altman Z-Score modeli kullanılarak iflasa yakınlık dereceleri ölçülmüştür.

3.2.1. TOPSIS Yöntemi ile Finansal Performansa İlişkin Çok Kriterli Karar Verme Probleminin Oluşturulması ve Ölçülmesi

Çalışmada BİST'te işlem gören Fenerbahçe Futbol A.Ş., Galatasaray Sportif Sın ve Tic. Yat. A.Ş., Beşiktaş Futbol Yat. San. ve Tic. A.Ş. ile Trabzonspor Sportif Yat. ve Futbol İşlet. Tic. A.Ş.'nin, KAP'dan elde edilen TFRS bazında hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal tablolarından alınan veriler kullanılmıştır. Finansal durum tablosundaki verilerden şirketlerin likidite, karlılık ve finansal durumlarını yansıtan oranlara ulaşılmıştır. Bu verilerden hareketle TOPSIS Yöntemi kullanılarak şirketlerin finansal performans karşılaştırması yapılmıştır. TOPSIS Yöntemini uygulamak üzere yapılan ağırlık atamasında doğrusal ağırlıklandırma kullanılmıştır. Sonuca sirayet eden tüm finansal performans kriterleri eşit oranda analize dahil edilmiştir. Veri setinin zaman aralığı 2018, 2019, 2020, 2021 ve 2022 olarak belirlenmiştir. Analize dahil edilen futbol kulüpleri Tablo 1'de gösterilen şekildedir:

Tablo 1. Analize Dahil Edilen Futbol Kulüpleri

Sıra	Kulüp adı	Kodları
1	Fenerbahçe	T1
2	Galatasaray	T2
3	Beşiktaş	T3
4	Trabzonspor	T4

Bu çalışmada kullanılan değişkenler, seçilen kulüplerin finansal tablolarından elde edilmiştir. Çalışmada kullanılan finansal performans kriterleri önceki çalışmalardan yararlanılarak belirlenmiş olup Tablo 2'de sunulmuştur:

Tablo 2. Analizde Kullanılan Finansal Performans Kriterleri

Finansal Performans Kategorileri	Finansal Performans Kriterleri	Kodları	Fayda/Maliyet Derecesi
Likidite Durumu	Cari Oran (Dönen Varlıklar / KVYK)	L1	max
	Faiz Karşılama Oranı (FVÖK / Faiz Giderleri)	L2	max
Finansal Durum	Finansal Kaldıraç Oranı ((UVYK + KVYK) / Aktif Toplamı)	F1	min
	Özkaynak Oranı (Toplam Özkaynak / Pasif Toplamı)	F2	max
	Finansman Oranı (Toplam Özkaynak / (UVYK + KVYK))	F3	max
	Borçlanma Oranı (Toplam Borçlar / Özsermaye)	F4	min
Karlılık Durumu	Özkaynak Karlılığı Oranı (Dönem Net Karı / Özkaynaklar)	K1	max
	Aktif Karlılığı Oranı (Dönem Net Karı / Aktif Toplamı)	K2	max
	Ekonomik Rantabilite Oranı (FVÖK / Toplam Kaynaklar)	K3	max

Yöntemin ilk aşaması karar matrisinin oluşturulmasıdır. Söz konusu matrisi oluşturmak için karar seçenekleri ve kriterler belirlenmektedir (Li vd., 2011, s.2088-2090). Söz konusu kriterler matrisin satırlarında, alternatifler ise sütunlarında yer almaktadır. Karar matrisi Tablo 3'te gösterildiği üzere, alternatif noktası olan 4 adet futbol kulübü ve 9 adet finansal performans kriterinden oluşmaktadır.

Tablo 3. 2018-2022 Yılları Finansal Performans Karar Matrisi

	max	max	min	max	max	min	max	max	max	max	max	min	max	max	min	max	max	max	max	max
Ağırlık	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
	T1					**T2**					**T3**					**T4**				
Yıllar	**'18**	**'19**	**'20**	**'21**	**'22**	**'18**	**'19**	**'20**	**'21**	**'22**	**'18**	**'19**	**'20**	**'21**	**'22**	**'18**	**'19**	**'20**	**'21**	**'22**
Karar Matrisi																				
L1	1,41	1,28	0,99	0,72	2,25	0,49	0,28	0,34	0,77	0,29	0,51	0,48	0,88	2,25	1,67	0,12	0,12	0,54	0,65	0,6
L2	0,55	-0,06	-0,14	-0,15	-0,17	-0,75	0,63	0,21	-1,28	-0,63	0,8	-0,16	-0,8	-0,29	-0,49	1,24	-0,58	-0,68	0,64	0,59
F1	1,7	1,33	1,38	1,37	1,36	1,32	1,19	1,18	1,33	1,37	1,53	1,71	1,92	1,78	2,02	2,45	1,9	1,88	1,74	1,44
F2	-0,47	-0,33	-0,38	-0,37	-0,36	-0,32	-0,19	-0,18	-0,33	0,33	-0,53	-0,71	-0,92	-0,78	-1,02	-1,45	-0,9	-0,88	-0,74	-0,5
F3	-0,28	-0,25	-0,258	-0,27	-0,27	-0,24	-0,16	-0,15	-0,25	-8,08	-0,35	-0,41	-0,48	-0,44	-0,5	-0,59	-0,47	-0,47	-0,42	-0,35
F4	-3,64	-4,05	-3,61	-3,73	-3,77	-4,14	-6,26	-6,61	-4,01	1,37	-2,87	-2,41	-2,09	-2,29	-1,98	-1,69	-2,12	-2,13	-2,36	-2,87
K1	0,49	0,32	0,19	0,2	0,23	0,73	-0,09	0,15	0,58	-0,12	-0,02	0,38	0,37	0,24	0,3	0,5	0,13	0,07	0,38	0,31
K2	-0,23	-0,1	-0,07	-0,07	-0,08	-0,23	0,02	-0,03	-0,19	-0,12	0,01	-0,27	-0,34	-0,18	-0,3	-0,73	-0,11	-0,06	-0,28	-0,15
K3	0,31	0,28	0,21	0,17	0,21	-0,12	0,12	0,03	-0,15	-0,08	0,19	-0,05	-0,19	-0,06	-0,14	-0,42	0,19	0,21	-0,04	-0,15

Analizin ikinci aşaması karar matrisinin normalize matrise dönüştürülmesidir. Karar matrisindeki değerlere aşağıdaki formül (Li vd., 2011, s.2088-2090) uygulandığında Tablo 4'teki normalize edilmiş karar matrisi elde edilmektedir.

$$r_{ij} = \frac{a^{ij}}{\sqrt{\sum_{mk=1} a_{kj}^2}}$$

Tablo 4. 2018-2022 Yılları Normalize Edilmiş Karar Matrisi

	max	max	min	max	max	min	max	max	max	max	max	min	max	max	min	max	max	max	max	max
Ağırlık	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
	T1					**T2**					**T3**					**T4**				
Yıllar	**'18**	**'19**	**'20**	**'21**	**'22**	**'18**	**'19**	**'20**	**'21**	**'22**	**'18**	**'19**	**'20**	**'21**	**'22**	**'18**	**'19**	**'20**	**'21**	**'22**
Normalize M.																				
L1	0,89	0,91	0,67	0,28	0,78	0,31	0,20	0,23	0,30	0,10	0,33	0,34	0,60	0,88	0,58	0,12	0,09	0,37	0,25	0,21
L2	0,31	-0,07	-0,13	-0,10	-0,17	-0,43	0,72	0,20	-0,87	-0,62	0,46	-0,18	-0,74	-0,20	-0,49	1,24	-0,67	-0,63	0,44	0,59
F1	0,47	0,43	0,43	0,44	0,43	0,37	0,38	0,36	0,43	0,44	0,43	0,55	0,59	0,57	0,64	2,45	0,61	0,58	0,55	0,46
F2	-0,28	-0,27	-0,29	-0,31	-0,29	-0,19	-0,16	-0,13	-0,28	0,27	-0,32	-0,59	-0,68	-0,66	-0,82	-1,45	-0,75	-0,66	-0,62	-0,40
F3	-0,35	-0,36	-0,37	-0,38	-0,03	-0,31	-0,23	-0,20	-0,35	-1,00	-0,45	-0,60	-0,65	-0,62	-0,06	-0,59	-0,68	-0,63	-0,60	-0,04
F4	-0,56	-0,50	-0,45	-0,58	-0,71	-0,64	-0,77	-0,82	-0,63	0,26	-0,45	-0,30	-0,26	-0,36	-0,37	-1,69	-0,26	-0,26	-0,37	-0,54
K1	0,49	0,61	0,43	0,27	0,46	0,72	-0,17	0,33	0,76	-0,25	-0,02	0,73	0,83	0,31	0,60	0,50	0,25	0,15	0,50	0,61
K2	-0,29	-0,34	-0,21	-0,19	-0,22	-0,29	0,05	-0,07	-0,49	-0,33	0,01	-0,86	-0,96	-0,47	-0,82	-0,73	-0,37	-0,16	-0,71	-0,41
K3	0,54	0,78	0,59	0,70	0,70	-0,21	0,32	0,09	-0,64	-0,25	0,33	-0,14	-0,54	-0,25	-0,46	-0,42	0,53	0,59	-0,18	-0,48

Normalize matris oluşturulduktan sonra her bir kritere atanmış olan ağırlıkların (w) değerleri ile kriter değerlerinin çarpılması sonucunda Tablo 5'te yer alan ağırlıklı standart karar matrisi elde edilmiştir. Kriterlere verilen ağırlık atamasında TOPSIS Yöntemine göre bir kural belirlenmemiştir. Her bir kriterin önemi, yöntemi uygulayan kişinin kararına göre değişebilmektedir. Bu nedenle kriterlerin ağırlıkları yöntemi uygulayan kişi tarafından serbest olarak belirlenebilmektedir ancak kriterlere atanması gereken ağırlıkların toplamının 1'e eşit olması gerekmektedir. Bu çalışmada kriterlerin ağırlıklarının toplamı 1 olup, eşit öneme sahip olduğu varsayılmıştır.

Tablo 5. 2018-2022 Yılları Ağırlıklandırılmış Normalize Edilmiş Karar Matrisi

	max	max	min	max	max	min	max	max	max	max	max	min	max	max	min	max	max	max	max	max
Ağırlık	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
	T1					**T2**					**T3**					**T4**				
Yıllar	**'18**	**'19**	**'20**	**'21**	**'22**	**'18**	**'19**	**'20**	**'21**	**'22**	**'18**	**'19**	**'20**	**'21**	**'22**	**'18**	**'19**	**'20**	**'21**	**'22**
Ağırlıklandırılmış Normalize M.																				
L1	0,10	0,10	0,07	0,03	0,09	0,03	0,02	0,03	0,03	0,01	0,04	0,04	0,07	0,10	0,06	0,01	0,01	0,04	0,03	0,02
L2	0,03	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02	-0,05	0,08	0,02	-0,10	-0,07	0,05	-0,02	-0,08	-0,02	-0,05	0,14	-0,07	-0,07	0,05	0,06
F1	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,06	0,07	0,06	0,07	0,27	0,07	0,06	0,06	0,05
F2	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,02	-0,02	-0,01	-0,03	0,03	-0,04	-0,06	-0,08	-0,07	-0,09	-0,16	-0,08	-0,07	-0,07	-0,04
F3	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	0,00	-0,03	-0,03	-0,02	-0,04	-0,11	-0,05	-0,07	-0,07	-0,07	-0,01	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	0,00
F4	-0,06	-0,05	-0,05	-0,06	-0,08	-0,07	-0,08	-0,09	-0,07	0,03	-0,05	-0,03	-0,03	-0,04	-0,04	-0,19	-0,03	-0,03	-0,04	-0,06
K1	0,05	0,07	0,05	0,03	0,05	0,08	-0,02	0,04	0,08	-0,03	0,00	0,08	0,09	0,03	0,07	0,06	0,03	0,02	0,06	0,07
K2	-0,03	-0,04	-0,02	-0,02	-0,02	-0,03	0,01	-0,01	-0,05	-0,04	0,00	-0,10	-0,11	-0,05	-0,09	-0,08	-0,04	-0,02	-0,08	-0,05
K3	0,06	0,09	0,07	0,08	0,08	-0,02	0,04	0,01	-0,07	-0,03	0,04	-0,02	-0,06	-0,03	-0,05	-0,05	0,06	0,06	-0,02	-0,05

Ağırlıklandırılmış normalize karar matrisinde, kriterlerin sonuca olan etkisinin maksimum ya da minimum olarak etki etmesi sonucunda ideal ya da negatif çözüm değerlerine ulaşılmaktadır. Çalışmada futbol kulüplerinin finansal performansını olumlu yönde etkileyenler maksimum değerler, olumsuz yönde etkileyenler ise minimum değerler ideal çözümler olarak kabul edilmiştir. Tam tersi olarak futbol kulüplerinin finansal performansını olumlu yönde etkileyenler minimum değerler, olumsuz yönde etkileyenler ise maksimum değerler negatif ideal çözümler olarak kabul edilmiştir. Tablo 6'da hesaplanmış olan ağırlıklı normalize karar matrisinden elde edilen ideal ve negatif ideal çözüm değerleri kümesi yer almaktadır:

Tablo 6. İdeal ve Negatif İdeal Çözüm Kümeleri

Finansal Performans Kriterleri	L1	L2	F1	F2	F3	F4	K1	K2	K3
İdeal Çözüm Değerleri	0,0769	0,08	0,0403	-0,0211	-0,0342	-0,07	0,078	0,0015	0,03
Negatif İdeal Çözüm Değerleri	0,0186	-0,0504	0,0748	-0,096	-0,836	-0,028	-0,002	-0,1004	-0,0818

Analizin altıncı aşaması ayrım ölçülerinin hesaplanmasıdır. Analiz edilen alternatifler ile ideal ve negatif ideal çözüm kümesindeki alternatifler arasındaki mesafe Tablo 7 ve Tablo 8'de gösterildiği gibi tespit edilmiştir:

Tablo 7. 2018-2022 Yılları İçin Alternatifler Arasındaki Mesafe Ölçüleri (Si+ Değerleri)

	T1					T2					T3					T4				
Yıllar	'18	'19	'20	'21	'22	'18	'19	'20	'21	'22	'18	'19	'20	'21	'22	'18	'19	'20	'21	'22
İdeal Uzaklıklar																				
L1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
L2	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	0,00	0,00	0,03	0,02	0,00	0,01	0,03	0,01	0,02	0,00	0,02	0,02	0,00	0,00
F1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
F2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
F3	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
F4	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
K1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
K2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	0,01	0,00
K3	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,01
Toplam	0,01	0,01	0,01	0,02	0,01	0,02	0,01	0,01	0,05	0,06	0,01	0,03	0,05	0,02	0,04	0,11	0,04	0,04	0,02	0,01
Si+	0,07	0,12	0,11	0,13	0,12	0,15	0,11	0,09	0,21	0,25	0,10	0,17	0,23	0,15	0,20	0,33	0,20	0,19	0,13	0,12

Tablo 8. 2018-2022 Yılları İçin Alternatifler Arasındaki Mesafe Ölçüleri (Si- Değerleri)

	T1					T2					T3					T4				
Yıllar	'18	'19	'20	'21	'22	'18	'19	'20	'21	'22	'18	'19	'20	'21	'22	'18	'19	'20	'21	'22
Negatif İdeal Uzaklıklar																				
L1	0,08	0,08	0,06	0,01	0,07	0,02	0,00	0,01	0,01	-0,01	0,02	0,02	0,05	0,08	0,05	0,00	-0,01	0,02	0,01	0,00
L2	0,08	0,04	0,04	0,04	0,03	0,00	0,13	0,07	-0,05	-0,02	0,10	0,03	-0,03	0,03	0,00	0,19	-0,02	-0,02	0,10	0,12
F1	-0,02	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	0,19	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02
F2	0,07	0,07	0,07	0,06	0,06	0,08	0,08	0,08	0,07	0,13	0,06	0,03	0,02	0,02	0,01	-0,06	0,01	0,02	0,03	0,05
F3	0,80	0,80	0,79	0,79	0,83	0,80	0,81	0,81	0,80	0,73	0,79	0,77	0,76	0,77	0,83	0,77	0,76	0,77	0,77	0,83
F4	-0,03	-0,03	-0,02	-0,04	-0,05	-0,04	-0,06	-0,06	-0,04	0,06	-0,02	0,00	0,00	-0,01	-0,01	-0,16	0,00	0,00	-0,01	-0,03
K1	0,06	0,07	0,05	0,03	0,05	0,08	-0,02	0,04	0,09	-0,03	0,00	0,08	0,09	0,04	0,07	0,06	0,03	0,02	0,06	0,07
K2	0,07	0,06	0,08	0,08	0,08	0,07	0,11	0,09	0,05	0,06	0,10	0,01	-0,01	0,05	0,01	0,02	0,06	0,08	0,02	0,05
K3	0,14	0,17	0,15	0,16	0,16	0,06	0,12	0,09	0,01	0,05	0,12	0,07	0,02	0,05	0,03	0,04	0,14	0,15	0,06	0,03
Toplam	1,24	1,23	1,18	1,12	1,21	1,03	1,14	1,10	0,91	0,95	1,14	0,99	0,90	1,02	0,97	1,04	0,96	1,03	1,02	1,10
Si-	**1,11**	**1,11**	**1,09**	**1,06**	**1,10**	**1,01**	**1,07**	**1,05**	**0,95**	**0,97**	**1,07**	**0,99**	**0,95**	**1,01**	**0,98**	**1,02**	**0,98**	**1,01**	**1,01**	**1,05**

TOPSIS Yönteminin son aşaması ideal çözüme göreli yakınlığın hesaplanması olup, Si+ ve Si– değerlerinden ideal alternatife olan ortalama uzaklığı olan Ci değerlerine ulaşmaktır. Elde edilen Ci değerleri alternatiflerin finansal performans sıralamasını ortaya koymaktadır. Si+ ve Si- değerlerinin kareleri toplamının karekökleri alınarak hesaplanan Ci değerleri Tablo 9'da yer almaktadır:

Tablo 9. 2018-2022 Yılları İdeal Çözüme Göreli Yakınlığın Hesaplanması (Ci Değerleri)

	T1					T2					T3					T4				
Yıllar	'18	'19	'20	'21	'22	'18	'19	'20	'21	'22	'18	'19	'20	'21	'22	'18	'19	'20	'21	'22
Si+	0,071	0,018	0,125	0,147	0,143	0,156	0,250	0,126	0,125	0,140	0,162	0,146	0,163	0,130	0,160	0,195	0,201	0,188	0,132	0,168
Si-	1,077	1,041	1,037	1,048	1,036	1,038	1,080	1,028	1,048	1,013	0,985	1,021	1,032	1,029	1,012	0,968	0,990	1,014	1,011	1,010
Ci	**0,938**	**0,983**	**0,893**	**0,877**	**0,878**	**0,869**	**0,812**	**0,891**	**0,894**	**0,878**	**0,859**	**0,875**	**0,864**	**0,887**	**0,863**	**0,833**	**0,831**	**0,844**	**0,885**	**0,858**

2018, 2019, 2020, 2021 ve 2022 yılları finansal performans sıralaması Tablo 10'da yer almaktadır:

Tablo 10. 2018-2022 Yılları Finansal Performans Sıralaması

	2018	2019	2020	2021	2022
Fenerbahçe	1	1	1	4	1
Galatasaray	2	4	2	1	2
Beşiktaş	3	2	3	2	3
Trabzonspor	4	3	4	3	4

4.3.2. Altman Z-Score Modeli ile Finansal Başarısızlık Tahmini ile Problemin Oluşturulması ve Ölçülmesi

TOPSIS yöntemiyle finansal performans karşılaştırması yapılan futbol kulüplerinin Altman Z-Score Modeli (Altman vd., 2016, s.131-171) kullanılarak iflasa yakınlık dereceleri ölçülmüştür.

Özel hizmet sektörü için oluşturulan Altman Z-Score Modeli aşağıdaki gibi hesaplanmakta olup (Hayes vd., 2010, s.125-130) Tablo 11'de gösterilmektedir:

Z"Score = ([İşletme Sermayesi / Toplam Varlıklar] x 6,56) + ([Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Toplam Varlıklar] x 3,26) + ([Faaliyet Kazançları / Toplam Varlıklar] x 6,72) +([Özkaynakların Değeri / Toplam Yükümlülükler] x 1,05)

Tablo 11. Özel Hizmet Sektörü İçin Oluşturulan Altman Z-Score Modeli

Z"Score > 2,60 ise güvenli alan	güvenli alan / iflas riski düşük
1,1 ≤ Z"Score r ≥ 2,60 ise belirsiz-gri alan	gri alan / tahmini güç
Z" Score < 1,1 ise sıkıntılı-iflas alanı	iflas riski yüksek / sıkıntılı

Yukarıdaki modele ait oranlar, firma bazında aşağıdaki tablolardaki gibi hesaplanmıştır:

Tablo 12. Fenerbahçe A.Ş. İçin Oluşturulan Altman Z-Score Modeli

Fenerbahçe	2018	2019	2020	**2021**	**2022**
X1	1,71	1,32	-0,06	-2,30	3,36
X2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
X3	1,12	-0,12	-0,19	-0,17	-0,24
X4	-0,29	-0,26	-0,29	-0,28	-0,28
Z-Score	**2,54**	**0,94**	**-0,54**	**-2,75**	**2,84**

Tablo 13. Galatasaray A.Ş. İçin Oluşturulan Altman Z-Score Modeli

Galatasaray	2018	2019	2020	2021	2022
X1	-3,63	-4,23	-2,20	-0,38	-2,44
X2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
X3	-0,81	0,78	0,20	-1,02	-0,51
X4	-0,25	-0,17	-0,16	-0,26	0,77
Z-Score	**-4,70**	**-3,62**	**-2,16**	**-1,67**	**-2,19**

Tablo 14. Beşiktaş A.Ş İçin Oluşturulan Altman Z-Score Modeli

Beşiktaş	2018	2019	2020	2021	2022
X1	-3,45	-4,81	-0,64	3,11	2,22
X2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
X3	1,26	-0,35	-1,28	-0,40	-0,94
X4	-0,56	-0,74	-0,96	-0,82	-1,07
Z-Score	**-2,75**	-5,90	-2,88	1,89	0,21

Tablo 15. Trabzonspor A.Ş. İçin Oluşturulan Altman Z-Score Modeli

Trabzonspor	2018	2019	2020	2021	2022
X1	-7,22	-6,22	-1,46	-0,87	-1,56
X2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
X3	-2,83	1,28	1,38	-0,29	-0,98
X4	-0,62	-0,50	-0,49	-0,45	-0,37
Z-Score	-10,66	-5,44	-0,57	-1,60	-2,90

Altman Z-Score Modeli analizleri beş yıllık periyod dahilinde aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Tablo 16. 2018-2022 Yılları Arasında Oluşturulan Altman Z-Score Modeli

	2018 ZScore Modeli Analizi	2019 ZScore Modeli Analizi	2020 ZScore Modeli Analizi	2021 ZScore Modeli Analizi	2022 ZScore Modeli Analizi	Z-Score Modeli Score Ort.
Fenerbahçe	2,54	0,94	-0,54	-2,75	2,84	**0,75**
Galatasaray	-4,70	-3,62	-2,16	-1,67	-2,19	**-3,58**
Beşiktaş	-2,75	-5,90	-2,88	1,89	0,21	**-2,35**
Trabzonspor	-10,66	-5,44	-0,57	-1,60	-2,90	**-5,29**

Tablo 17. 2018-2022 Yılları Arasında Oluşturulan Altman-Z"-Score Modeli Değerlendirmesi

	2018 Değerlendirme	2019 Değerlendirme	2020 Değerlendirme	2021 Değerlendirme	2022 Değerlendirme
Fenerbahçe	Gri Alan	İflas Riski Yüksek	İflas Riski Yüksek	İflas Riski Yüksek	İflas Riski Düşük
Galatasaray	İflas Riski Yüksek	İflas Riski Yüksek	İflas Riski Yüksek	İflas Riski Yüksek	İflas Riski Yüksek
Beşiktaş	İflas Riski Yüksek	İflas Riski Yüksek	İflas Riski Yüksek	Gri Alan	İflas Riski Yüksek
Trabzospor	İflas Riski Yüksek	İflas Riski Yüksek	İflas Riski Yüksek	İflas Riski Yüksek	İflas Riski Yüksek

4. BULGULAR

Futbol kulüplerinin hisse senetlerinin Dünyada ve Türkiye'de yatırımcılar ve kreditörler tarafından yatırım ve sermaye aracı olarak kullanılması sebebiyle finansal yapıları, karlılık durumları ve kendi içlerinde olan finansal performans sıralaması önem kazanmaktadır. TOPSIS Yöntemi bu alanda çıkar gruplarına bilgi sağlamak ve yatırım kararlarını doğru verebilmelerine yardımcı olmak amacıyla tercih değerlendirmesi yapılmasına imkan vermektedir. Finansal performansın derecelendirilmesi likidite, finansal ve karlılık oranları kullanılarak 2018-2022 özel hesap dönemlerini kapsayacak şekilde gerçekleştirilmiştir. Dört futbol kulübünün TOPSIS Yöntemi ile bilançoları analiz edilmiş ve beş hesap dönemi itibariyle en çok yatırım yapılabilme özelliklerine göre sıralamaları yapılmıştır.

Tablo 3'te yer alan finansal performans karar matrisine göre, kulüplerin likidite oranlarına yani kısa vadeli borçlarını ödeme güçlerine bakıldığında beş yıl boyunca ortalama "0,60" civarında dolaştığı görülmektedir. İdeal cari oranın 1,80 seviyelerinde olduğu düşünüldüğünde kulüplerin kısa vadeli borçlarını ödemekte zorlandıkları düşünülmektedir. Bu durum kısa vadeli borçların artması, kar dağıtımı, firmanın zarar etmesi ya da kulübün futbolcu transferinden kaynaklı maddi olmayan duran varlık alımından kaynaklanabilmektedir. Beşiktaş 2021 yılında, Fenerbahçe ise 2022 yılında cari oran seviyesini 2'nin üzerine çıkarmıştır.

Faiz karşılama oranının 2'nin altında olması ya faiz giderlerinin arttığını

ya da faiz vergi öncesi karların azaldığına işarettir. Kulüplerin beş yıllık genel seyrinde zarar etmesi bu oranı negatif yapmaktadır. Bu oranın 2'nin altında seyretmesi kulüplerin genel anlamda borçlarının faizlerini karşılayamadığını göstermektedir.

Finansal kaldıraç oranı bir nevi firmaların finansal riskini tespit eden bir oran olmakla birlikte 0,50'nin üzerinde seyretmesi firmanın yüksek finansal riske sahip olduğunu göstermektedir. Ancak formülde hesaplanan borçların içerisinde faiz üretmeyen ticari borçlar da olabileceği gibi uygun maliyete katlanarak da borç alınmış olabilmektedir. Bu nedenle diğer oranlarla birlikte değerlendirilmesi daha uygun olacaktır. Kulüplerin finansal kaldıraç oranlarına bakıldığında genel anlamda 0,50'nin üzerinde seyrettiği görülmektedir.

Finansman oranları incelendiğinde hiçbir kulübün özkaynakları ile borçlarını karşılayamayacağı sonucuna varılmaktadır. İdeal olarak 1 olması beklenen finansman oranı özsermayelerinin eksi bakiye vermesinden kaynaklı negatif olarak hesaplanmıştır. Bu da kulüplerin borca bağımlı bir politika izlediğini göstermektedir. İdeal bir sermaye göstergesi olarak özkaynak oranının en az 0,10 olması gerekmektedir. Kulüplerin özkaynak oranlarının hemen hemen tüm dönemlerde negatif olduğu görülmektedir. Bu durum kulüplerin sürdürülebilir sermaye yapısına sahip olmadıklarını, ödeme güçlerinin zayıf olduğunu, işletme adına yapılması gereken tüm icraatlar ve alınması gereken tüm aksiyonlar için yeterli kaynaklarının olmadığını göstermektedir. Kulüplerin özsermayelerinin negatif olmasından ötürü özkaynaklarla finanse edilebilme yetileri bulunmamaktadır.

Özkaynak karlılık oranları, hem özkaynağın negatif hem de bilanço zararının mevcut olmasından dolayı negatif bir seyir izlemektedir. Dört kulübün satış maliyetlerinin satış hasılatlarından yüksek bir seyir izlemesi sebebiyle ticari brüt zarar oluşmaktadır. Buna ilave olarak yüksek faaliyet giderleri ve borçlardan kaynaklanan yüksek finansman giderleri de brüt zarar üzerinden dönem net zararına dönüşmektedir. Yani kulüplerin yabancı kaynaklarının ve kaynak maliyetlerinin yüksek olmasının yanı sıra satışların maliyetinin hasılatlarından fazla tutarda olması, bilançonun giderek zayıflamasına sebep olmaktadır. Genel olarak futbol sektöründe kulüplerin zarar edip tekrar yabancı kaynakla finanse edilmesi bir süreklilik haline gelmiştir. Bu noktada kulüplerin harcamalarını düzenlemeyi hedef alan UEFA'nın Finansal Fair Play hükümleri devreye girmektedir. Aktif karlılığı oranı işletmenin yatırımları

üzerinden ne kadar kar ettiğini gösteren bir orandır. Ancak kulüplerin bilanço zararı elde etmeleri sebebiyle aktif karlılığı oranları negatif seyir izlemektedir. Ekonomik rantabilite oranı, aktif karlılığı oranının aksine kaynakların işletmede ne derecede verimli kullanıldığının göstergesidir. Kaynakların işletme bünyesinde karlı olarak kullanılması yani bu oranın yüksek seyir izlemesi tercih edilen bir durumdur. Kulüplerin ekonomik rantabilite oranları, negatif derecelerden pozitife istikrarsız seyretmektedir.

Elde edilen sonuçlara göre 2018, 2019, 2020, 2022 yıllarında Fenerbahçe, 2021 yılında Galatasaray finansal performans açısından ilk sırada yer almaktadır. Fenerbahçe 2021, Galatasaray 2019, Trabzonspor ise 2018, 2020, 2022 yıllarında en düşük finansal performansa sahip futbol kulübü olarak son sırada yer almaktadır. Beşiktaş bu dönem bandında 2 ve 3. sıralarda bulunmaktadır.

Kulüplerin yıllar itibariyle mali durumlarındaki belirsizlik, işletme sürekliliklerini tehdit etmektedir. Finansal analiz oranlarını kullanarak finansal başarısızlık tahmini yapan yöntemlerden Z-Score Altman Analizi sonucunda 2018-2022 özel hesap döneminde 4 kulübün de iflas etme riski içinde bulundukları sonucuna varılmıştır. Analizde kullanılan net çalışma sermayesi ve finansman oranının negatif olması kulüplerin etkin bir varlık yönetimine sahip olmadığını göstermektedir. İşletme bünyesine giren gelirlerle yapılan giderler arasında bulunan uyumsuzluğun bilançoların tamamına sirayet etmesi ve yabancı kaynak kullanımının kontrolsüzce artış göstermesi, iflas riskini kaçınılmaz hale getirmektedir. Bu nedenle en başta gelir gider dengesi sağlanmalı, finansman giderlerinin kontrol altına alınması gerekmektedir.

5. SONUÇ

Sınırsız ömür ile kurulan işletmelerin sürekli sermaye kaybı yaşaması bu ömrün sonlanmasına sebep olabilmektedir. Bu nedenle sermayenin korunması işletmenin sürekliliği için esastır. Kanun koyucunun işletmenin sürekliliği konusunda erken uyarı mekanizması olmasını amaçlaması sonucunda, sermayenin kaybı kavramı TTK'nın 376/1-2. fıkrasında, borca batıklık ise 376. maddesinin 3. fıkrasında düzenlenmiştir. TTK'nın 376/1 maddesi hükmünce sermaye ve kanuni yedek akçelerinin toplamının yarısını kaybetmiş, TTK'nın 376/2. maddesi hükmünce sermaye ve kanuni yedek akçelerinin toplamının üçte ikisini kaybetmiş ya da 376/3 maddesi uyarınca borca batıklık halinde

olan işletmeler, kaybettikleri sermayeleri yerine koymak adına, kanun koyucunun sunmuş olduğu birtakım olanaklardan ve tedbirlerden yararlanabilmektedir. Söz konusu kavramların belirli bir sektörde incelenmesi adına, araştırma Türkiye'de borca batıklık ve sermaye kaybı kavramlarının en sık rastlanıldığı BİST Futbol Kulüpleri dahilinde yapılmıştır.

Futbol sektörünün endüstrileşmesine paralel olarak birçok kulüp dernek statüsünden şirket statüsüne geçmiştir. Ancak bu büyümeyle birlikte plansız kurumsallaşma, yüksek tutarlı transferler, borç takibinin yapılamaması, bilanço dengesizliği, kulüplerin kazandığından daha çok harcaması gibi finansal sorunlardan dolayı futbol sektörü dünya çapında büyük darbe almıştır. Bu noktada UEFA, 2000 yılında Finansal Fair Play ve UEFA Kulüp Lisanslama kavramlarını ortaya çıkarmış ve futbol endüstrisinin daha sağlıklı, şeffaf ve güvenilir bir yapıda ilerlemesini amaçlamıştır. Futbol kulüplerinin finansal tablo düzenlemeleri konusunda ana kanun koyucu TTK olmakla birlikte, UEFA tarafından yetkilendirilmiş Türkiye Futbol Federasyonu (TFF) Kulüp Lisans ve Finansal Fair Play Talimatında finansal tabloların UFRS'ye göre ya da UFRS ile tam uyumlu TFRS'ye göre hazırlanması ve denetime tabi tutulması öngörülmüştür. Ancak bu düzenlemeler de sektörün finansal performansının iyileşmesine yeterli gelmemiştir.

Çalışmada BİST'te işlem görmekte olan futbol kulüplerinin kendi aralarında olan finansal başarı sırası Altman Z-Score Modeli ve TOPSIS Yöntemi ile tespit edilmiştir. BİST futbol kulüplerinin gerek teknik olarak TTK'nın 376/3. maddesi kapsamına girmeleri, gerekse de finansal darboğaz içinde olmalarının birtakım sebepleri mevcuttur. Bu durumun düzeltilmesi ve iyileştirilmesine yönelik çözüm önerileri genel başlıklar halinde ele alınarak üç temel unsura dayandırılmıştır:

1. TFF haricinde denetleyici ve düzenleyici bir üst kurul oluşturulması,
2. Spor kulüplerinin dernek yapısının sona ermesi, kurumsal bir yapıya geçiş yapmaları,
3. Spor kulüplerinin yanlış halka arz modelinden kaynaklanan temettü kayıplarının giderilmesi.

TFF, Türkiye'deki futbol faaliyetlerini yürütmek, geliştirmek, futbolla ilgili her türlü düzenleme, denetleme, karar alma ve bunları uygulamakla görevli kuruluştur.1923'ten itibaren görev yapan bu kuruluşun, günümüze kadar fi-

nansal yönetim konusunda kendini güncellememesi sebebiyle futbol sektörü finansal yapılarını organize edememe problemi yaşamaktadır. Türkiye'de futbol sektöründe yaşanan temel sorunlardan biri gelirlerin iyi yönetilememesi, giderlerin ise gelirleri karşılayamamasıdır. Sektörde kulüplere nakit akışı sağlayan temel unsurlar; sponsorluk geliri, maç günü geliri, yayın geliri ve ticari gelirlerdir. Giderlerin makul seviyelere indirilmesi kadar bu gelirlerin de profesyonel bir şekilde yönetilmesi gerekmektedir. TFF'nin kulüpleri bu gelir kaynakları dahilinde finansal açıdan yönetme ve denetleme kabiliyetinin zayıf olması sebebiyle kulüplerin borçlarını borçla kapatması ve gelir gider dengesizliği durumu kısa vadede çözüme kavuşamayacaktır. UEFA Finansal Fair Play Kriterleri ile birlikte daha da karmaşıklaşan finansal yapının düzenlenmesi ve denetlenmesinin sadece bu amaçla kurulan bir düzenleyici ve denetleyici kurum tarafından yapılması şeffaflığı ve kurumsallaşmayı artıracaktır. Federasyonun ise iktisadi durumları yönetmek ve denetlemekten ziyade futbol organizasyonlarının her türlü düzenlemesini ve yönetimini yapmak, kulüplerin UEFA ile olan bağlantılarını koordine etmek, futbolcuların her konuda gözetimini sağlamak temel amacı olmalıdır. Parasal yönetimin, TFF'den ayrılıp kurulacak olan düzenleme ve denetleme kuruluna devredilmesi bu gelirlerin dağılımının optimal düzeye ulaşmasını sağlayacaktır. Ayrıca, TFF'nin yaratmış olduğu bir başka sorun ise bu gelir kaynaklarından almış olduğu pay tutarlarıdır. Federasyonun bu gelir kaynaklarından almış oldukları pay tutarlarının tekrar gözden geçirilmesi gerekmektedir. TFF'nin yeniden yapılandırılması, gereksiz kaynak aktarılan bölümlerinin kapatılması, federasyonun giderlerinin kontrol altına alınması bu konuda yapılması gereken çalışmalardır.

BİST Futbol Kulüplerinin dahil oldukları model ara model olup bir kısmı dernek, diğer kısmı ise halka arz edilmiş anonim şirket statüsündedir. Futbol sporundan futbol endüstrisine evrilen bu sektörde markalaşmak, bu markalaşmadan pay alabilmek, kredibilite derecelerini artırmak, profesyonel bir kurumsallaşmaya adım atmak için kulüplerin şirketleri halka arz kararı almışlardır. 2002 yılında Galatasaray Sportif A.Ş ve Beşiktaş Sportif A.Ş, 2004 yılında Fenerbahçe Sportif A.Ş. son olarak 2005 yılında ise Trabzonspor Sportif A.Ş, borsaya kote olmuşlardır. Beşiktaş Spor Kulübü dışında, kulüplerin Sportif A.Ş.'lerinin bünyesinde yer alan sponsorluk, reklam, medya, maç hasılatları, isim hakları gibi gelir unsurları halka arz edilmiş, futbol takımını ilgilendiren tüm giderler Futbol A.Ş. ya da kulüp bünyesinde bırakılmıştır. Yüksek temettü vaadi veren bu kote şekli sebebiyle kulüplere ait Sportif A.Ş.'lerin

aktifleri zamanla erimiş ve bilançolarında aktif pasif dengesizliği yaratmıştır. Kulüpler, temettülerinin kulüp dışına aktarılması ve yanlış şirketleşme modeli uygulamasından sonra halka arz ettikleri hisseleri geri toplamak için yüksek tutarlarda banka kredisi kullanmışlardır. Bununla birlikte Futbol A.Ş ve Sportif A.Ş birleşmesi ya da kulüp ve Sportif A.Ş birleşmesi ile giderler ve gelirler tek şirket altında toplanmıştır. Bu birleşme sonucunda şirketin giderleri gelirlerinden mahsup edilerek, temettü dağıtımının makul bir düzeye indirilmesi amaçlanmış ve kulüp dışına daha az fon aktarımı sağlanmaya çalışılmıştır. Ancak bu aşamaya kadar yapılan yanlış şirketleşme ve halka arz sonucunda kulüp dışına aktarılan yüksek tutarda temettünün kulüplere verdiği zararların telafisi yüksek oranda borçlanma ile sonuçlanmıştır. Bunun dışında, birleşmelerin, şirketlerin borsa ayağında olumsuz bir sonuç doğurması muhtemeldir. Temettü dağıtım kapasitesi düşen bu şirketlere yatırım yapmak isteyen yatırımcıların sayısının azalmasıyla, pay satışında artışlar, senetlerin değer kaybına uğramasına yol açacaktır. Söz konusu şirketlerin fon akışlarının yalnızca yayın, sponsorluk ve isim hakkı gibi gelirlerden oluşması ve somut olarak bir mal ve hizmet üretimleri olmaması sebebiyle, borsada sanal şirket olarak bulunmaya devam edeceklerdir. Kulüplerin halka arz edilmesi şeffaflığı, kurumsallaşmayı ve denetimin etkinliğini arttırsa da finansman sağlama konusunda tek başına çözüm değildir.

Avrupa futbolunda yaşanan endüstrileşmeyi örnek almak isteyen Türkiye'deki futbol şirketleri, halka arz edilerek bu konuda büyük bir adım atacaklarını düşünmüşlerdir. Kendilerine daha düşük maliyetli ve uzun vadeli farklı bir gelir kaynağı yaratmak isteyen kulüpler sermaye piyasasına giriş yapmışlardır. Ancak, yanlış halka arz modelinden kaynaklanan temettü kayıpları da sektörün diğer bir problemi haline gelmiştir. Avrupa'da bugüne kadar gelişen futbol sektörü sebebiyle kulüp sisteminden, şirketleşmeye evrilen birçok futbol kulübü bulunmaktadır. Bunun sonucunda sektörde farklı şirketleşme modelleri oluşmuştur. İlk olarak oluşan klasik model olan spor kulüpleri yalnızca futbol sporunun oynanmasını amaçladığı için finansal başarı elde etmekten ziyade sportif başarıya odaklanmıştır.

Türkiye'deki kulüplerin yanlış halka arz sebebiyle yaşadığı aktif erimesinin önüne geçilebilmesi için kulüplerin farklı finansman kaynakları bulmaları gerekmekte, bu da diğer bir sorun olan dernek ve şirket ikileminin ivedilikle çözülmesini gerektirmektedir. Kulüp yönetimindeki kişilerin şirketin

borçlarını benimsemedikleri ve varlıklarını da iyi yönetemedikleri için kulüp başkanlık sisteminin sona ermesi ve yeni bir sistem kurulması zorunlu hale gelmektedir.

Şirketleşmenin, Avrupa'da uygulanan modellerin aynen alınması yerine Türkiye'nin finansal ve idari durumuna uygun yeni şirketleşme modelleri oluşturulmalıdır. Bu konuda alınabilecek aksiyonlar aşağıdaki gibi gerçekleştirilebilir:

1.Süper Lig'de yer alan takımları temsilen bir anonim şirket kurulabilir,

2.Kulüpler 3. kişilere yap-işlet-devret modeli ile kiralanabilir,

3.Kulüpler 3. kişilere satılabilir.

Yapılan çalışma, TTK'nın 376. maddesinde yer alan borca batıklık ve sermaye kaybı kavramlarının uygulamada değerlendirilmesi, BİST futbol kulüplerinde yaşanan çözümsüzlüklerin ele alınması ve diğer sektörlerde finansal performans ölçümü ve iflasa yakınlık derecesi hesaplamaya yöntemsel açıdan ışık tutmak adına yapılmıştır. Diğer kulüplerin finansal tablolarına ulaşılamadığından araştırma evreni BİST Futbol Kulüpleri ile sınırlı tutulmuştur. Konuya yönelik yapılacak gelecek çalışmalarda, TTK'nın 376. maddesi diğer sektörler bazında araştırılabilir ya da araştırma evreni genişletilerek futbol sektörüne ait finansal tablolar finansal performans açısından ele alınabilir.

KAYNAKÇA

Altman, E.I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23 (4), 589-609. Doi: https://doi.org/10.2307/2978933

Altman, E. I., Drozdowska, M. I., Laitinen, E. K., and Suvas, A. (2016). Financial distress prediction in an international context: a review and empirical analysis of altman's z-score model. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 28(2), 131–171. Doi: https://doi.org/10.1111/jifm.12053

Aslan, T. (2018). Futbol kulüplerinin finansal performansının oran yöntemiyle analizi: bist'de işlem gören futbol kulüpleri üzerine bir uygulama. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi,* 11(3), 349-362.

Beyazgül, M. ve Karadeniz, E. (2019). Futbol kulüplerinin nakit akış profillerinin analizi: uluslararası bir karşılaştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 12(3), 605-624.

Beyazgül, M., Karadeniz, E. ve İskenderoğlu, Ö. (2022). Futbol kulüplerinin faaliyet, finansal ve toplam kaldıraç derecelerinin analizi: Avrupa örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (94), 91-104.

Çatı, K., Eş, A. ve Özevin, O. (2017). Futbol takımlarının finansal ve sportif etkinliklerinin entropi ve TOPSIS yöntemiyle analiz edilmesi: Avrupa'nın 5 büyük ligi ve süper lig üzerine bir uygulama. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 13(1), 199-222. Doi: http://dx.doi.org/ 10.17130/ijmeb.20173126270

Ergül, N. (2017). Spor kulüplerinin futboldaki başarıları ile spor şirketlerinin finansal başarıları arasındaki ilişkinin test edilmesi. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 35(3), 95-125. Doi: 10.17065/huniibf.340696

Football Benchmark - The European Elıte 2022 Football Clubs' Valuation (7rd ed.). erişim adresi: , http://www.footballbenchmark.com/documents/files/public/Football%20Clubs%20Valuation%20Report%202022.pdf. Erişim tarihi:08.09. 2022

Güngör, A. (2014). Futbol endüstrisinde sportif başarı ile finansal performans arasındaki ilişkinin analizi ve Türkiye uygulaması. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2014(1), 16-36.

Güngör, N. ve Sarı, E. S. (2021). Bist 100'de yer alan futbol kulüplerinin sportif başarıları ve finansal performansları arasındaki ilişkinin analizi. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 19(Özel Sayı), 165-186. Doi: https://doi.org/10.35408/comuybd.970195

Hayes, S. K., Hodge, K. A., and Hughes, L. W. (2010). A study of the efficacy of altman's Z to predict bankruptcy of specialty retail firms doing business in contemporary times. *Economics and Business Journal: Inquiries ve Perspectives*, 3(1), 122-135.

Hoş, S. (2022). Entropi temelli gri ilişkisel analiz yöntemiyle dört büyük futbol kulübünün finansal performanslarının değerlendirilmesi. *Uşak Üniversitesi Uygulamalı Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2(2), 12-29.

Karadeniz, E. ve İskenderoğlu, Ö. (2022). Futbol kulüplerinin finansal performansı ve covid-19 salgınının etkisi: Avrupa futbol federasyonları birliği'ne bağlı beş ulusal lig karşılaştırması. *Business and Economics Research Journal*, 13(2), 299-317. Doi: 10.20409/berj.2022.374

Li, X., Wang, K., Liu, L., Xin, J., Yang, H., ve Gao, C. (2011). Application of the entropy weight and TOPSIS method in safety evaluation of coal mines. *Procedia Engineering*, 26, 2085–2091. Doi; https://doi.org/10.1016/j.proeng.2011.11.2410

Özdağoğlu, A. ve Keleş, M. (2019). Spor yönetimi açısından gri entropi tabanlı rov yöntemi ile 4 büyük futbol kulübünün finansal performans analizi. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (35), 107-123.

Salehi, M. and Abedini, B. (2009). Financial distress prediction in emerging market: empirical evidences from Iran. *Business Intelligence Journal*, 2 (2), 398-409.

Sori, Z.M. and Jalil, H.A. (2009). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate distress. *Journal of Money, Investment and Banking*, (11), 5-15.

Terzi, S., Kıymetli Şen, İ. ve Üçoğlu, D. (2012). Comparison of financial distress prediction models: evidence from Turkey. *European Journal of Social Sciences*, 32 (4), 607-618.

Terzi, S., ve Kıymetli Şen, İ. (2021). Finansal başarısızlık tahmininde karınca kolonisi optimizasyon yaklaşımı: Borsa İstanbul'da bir araştırma. İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 20(40), 525-541. Doi: 10.46928/iticusbe.868360

Uluyol, O. (2014). Süper lig futbol kulüplerinin finansal performans analizi. *Journal of Yasar University*, 9(34), 5716-5731.

Ürgüp, S. E. ve Demir, E. (2021). Finansal performans ile sportif başarı arasındaki ilişkinin belirlenmesi: Türkiyeıdeki 4 büyük futbol kulübü üzerine bir analiz. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergis*i, 6(2), 240-250. Doi: 10.29106/fesa.873953