

**T.C.**  
**KIRIKKALE ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**FİNANSAL AÇIDAN MARKA DEĞERLEME VE MARKA  
DEĞERİNİN HİSSEDAR DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ: BİST'TE  
İŞLEM GÖREN FİRMALAR ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA**

**DOKTORA TEZİ**

**Hazırlayan**  
**İlcut Elif KANDİL GÖKER**

**Tez Danışmanı**  
**Yrd. Doç. Dr. İsrail ZOR**

**Kırıkkale - 2014**



**T.C.**  
**KIRIKKALE ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**FİNANSAL AÇIDAN MARKA DEĞERLEME VE MARKA  
DEĞERİNİN HİSSEDAR DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ: BİST'TE  
İŞLEM GÖREN FİRMALAR ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA**

**DOKTORA TEZİ**

**Hazırlayan**  
**İlcut Elif KANDİL GÖKER**

**Tez Danışmanı**  
**Yrd. Doç. Dr. İsrail ZOR**

**Kırıkkale - 2014**

## ONAY

İlcut Elif Kandil Göker tarafından hazırlanan “Finansal Açıdan Marka Değerleme ve Marka Değerinin Hissedar Değeri Üzerine Etkisi: BIST’te İşlem Gören Firmalar Üzerine Bir Araştırma” başlıklı bu çalışma 19/08/2014 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucu (oybirliğı/oyçokluğu) ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Anabilim dalında Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Ekrem YILDIZ (Başkan)

.....

Prof. Dr. Nevzat AYPEK

.....

Doç. Dr. Latif ÖZTÜRK

.....

Doç. Dr. Suphi ASLANOĞLU

.....

Yrd. Doç. Dr. İsrail ZOR (Danışman)

.....

## **KİŞİSEL KABUL / AÇIKLAMA**

Doktora tezi olarak hazırladığım “Finansal Açıdan Marka Değerleme ve Marka Değerinin Hissedar Değeri Üzerine Etkisi: BİST’te İşlem Gören Firmalar Üzerine Bir Araştırma” adlı çalışmamı, ilmi ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazdığımı ve faydalandığım eserlerin bibliyografyada gösterdiklerimden ibaret olduğunu, bunlara atıf yaparak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu şeref ve haysiyetimle doğrularım.

17.07.2014

İlcut Elif KANDİL GÖKER

## ÖNSÖZ

Bu çalışma, pazarlama ve finansman bilim dallarını ortak paydada buluşturan bir konu olan marka değeri kavramını ele alarak marka değeri ve hissedar değeri ilişkisi üzerine yapılan teorik ve ampirik çalışmalara katkı sağlamayı amaçlamıştır. Marka değerlendirme konusunun ülkemiz için yeni bir konu olması sebebiyle araştırma konusu birçok kısıtla doğmuştur. Ancak değere dayalı yönetim anlayışı ile birlikte önem kazanan hissedar değerini etkileyen faktörleri tespit etmek üzere atılmış bir adım olarak düşünülmüştür.

Çalışmanın her aşamasında bana yardımcı olan danışmanım Yrd. Doç. Dr. İsrail ZOR'a, hiçbir şekilde zaman, bilgi ve ilgi kısıtlaması olmaksızın analiz aşamasında her konuda destek olan Doç. Dr. Harun ÖZTÜRKLER'e, birçok konuda bana yol gösteren fakülteadaki hocalarıma, yaptığımız fikir alışverişleri ile tezime katkı sağlayan mesai arkadaşlarıma, sevgili dostlarıma ve özellikle Zeliha ERSOY'a teşekkürü bir borç bilirim.

Bana sorgulamanın, araştırmanın, öğrenmenin ve öğretmenin hazzını aşıl原因ayan babam merhum Mehmet KANDİL'e, öğrenim hayatımın her aşamasında varlığıyla bana güç veren annem Müfide KANDİL'e, ailem dediğim kardeşlerim İzzet Çağatay KANDİL ve Sümeyye ULUTAŞ KANDİL'e ve her türlü fedakarlıklarıyla hep yanımda olan kıymetli eşim Mustafa GÖKER ve oğlum Mehmet Bilge GÖKER'e sonsuz minnet duygularımı sunarım.

İkut Elif KANDİL GÖKER

Temmuz / 2014

## ÖZET

“Finansal Açıdan Marka Değerleme ve Marka Değerinin Hissedar Değeri Üzerine Etkisi: BİST’te İşlem Gören Firmalar Üzerine Bir Araştırma” isimli bu tez, marka değerinin hissedar değeri üzerinde bir etkisi olup olmadığını araştırmayı amaçlamaktadır. Bu kapsamda, marka değerini tespit etmek için kullanılan finansal ve karma marka değerlendirme modelleri ayrıntılı olarak ele alınmış ve farklı hissedar değeri göstergeleri ile analize tabi tutulmuştur. İçinde bulunduğumuz yüzyılda yaşanan ekonomik dönüşüm, işletmeleri değer odaklı düşünmeye ve değer yaratan faaliyetlere yatırım yapmaya yöneltmiştir. Rekabet avantajının sağlanması için gerekli unsurun, üretim mallarından bilgiye dayalı, maddi olmayan varlıklara kayması neticesinde marka gibi maddi olmayan varlıklar, işletme bünyesinde önem kazanmaya başlamıştır. Marka değeri kavramı, müşteri tatminini sağlamak amacıyla strateji geliştiren pazarlama departmanı ile temel amacı hissedar tatmini olan finans departmanını biraraya getiren, ortak bir konu haline gelmiştir. Değere dayalı yönetim anlayışına göre, işletme birimlerinin ortak stratejiler geliştirmek suretiyle tek amaç olan hissedar değeri yaratılmasına odaklanması da aslında, bu sürecin sonuçlarından birisi olarak ortaya çıkmıştır.

Disiplinlerarası çalışmaların önem kazandığı günümüzde, bu çalışmada da aynı yaklaşım benimsenmiş bulunmaktadır. 2010-2013 yılları arasında BrandFinance uluslararası bağımsız marka değerlendirme kuruluşunun, Türkiye’nin en değerli 100 markası olarak açıkladığı işletmelerin anakütleyi oluşturduğu analizde, hissedar değeri göstergesi olarak geleneksel finansal performans ölçütlerinden, aktif karlılığı (ROA) ve Tobin’s q değerleri, değere dayalı finansal performans ölçütlerinden ise ekonomik katma değer (EVA) ve piyasa katma değeri (MVA) kullanılmıştır. Panel en küçük kareler yöntemi ile yapılan analiz sonucunda Tobin’s q değeri ile kurulan modelde istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiş ancak marka değerinin hissedar değeri göstergesi olarak kabul edilen diğer değişkenleri pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

### **Anahtar Sözcükler**

1. Marka Değeri
2. Hissedar Değeri
3. Ekonomik Katma Değer
4. Piyasa Katma Değeri
5. Aktif Karlılığı



## **ABSTRACT**

This study titled “Financial Brand Valuation and an Application of the Impact of Brand Value on Shareholder Value: An Application of Companies Listed on The Istanbul Stock Exchange” aims to investigate whether brand value has an impact on shareholder value. In this context, the financial and mixed brand valuation models are explained in detail and the brand value measures are analysed with different shareholder value measurements. The economic transformation in this century directs companies to think value-driven and to make investments that create value. The intangible assets like brand have gained importance for managers because the source of competitive advantage has shifted from manufacturing assets to knowledge based intangible assets. The concept of brand value has become a joint topic for marketing department that develops its strategies for customer satisfaction and finance department that aims primarily creating shareholder value. In a company, different departments’ focusing on a sole aim of creating shareholder value through joint strategies, which is consistent with value-driven management style, has emerged as a result of this course, in fact.

It has been adopted a multidisciplinary approach in this study, which prevails in our time. We employed return on assets (ROA) and Tobin’s q values, which are among the traditional financial performance indicators; economic value-added (EVA) and market valued-added (MVA), which are among the value-based performance indicators. Our sample is composed of the firms which BrandFinance publicized as first 100 valued companies of Turkey for the years 2010-2013. Our model with Tobin’s q value is analyzed by least squares method, based on a panel data, which gives no significant results, but it is identified that brand value has a positive impact on other variables that are taken as indicators for shareholder value.

### **Key Words**

1. Brand Value
2. Shareholder Value
3. Economic Value Added
4. Market Value Added
5. Return on Asset

## KISALTMALAR

AASB :	Avustralya Muhasebe Standartları Kurulu (Australian Accounting Standards Board)
AR-GE:	Araştırma Geliştirme
ASBE :	Ticari Teşebbüsler İçin Muhasebe Standartları (Accounting Standards for Business Enterprises)
BİST :	Borsa İstanbul
CFROI:	Yatırımın Nakit Akım Getirisi (Cash Flow Return on Investment)
EBIT :	Faiz ve Vergi Öncesi Kar (Earnings Before Interest and Tax)
EVA :	Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added)
FAS :	Finansal Muhasebe Standardı (Financial Accounting Standardı)
FASB :	Finansal Muhasebe Standartları Kurulu (Financial Accounting Standards Board)
GSMH:	Gayri Safi Milli Hasıla
IASB :	Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (International Accounting Standards Board)
IASC :	Uluslararası Muhasebe Standartları Komisyonu (International Accounting Standards Comitee)
KHK :	Kanun Hükmünde Kararname
MÖ :	Milattan Önce
MVA :	Piyasa Katma Değeri (Market Value Added)
NOPAT:	Vergi Sonrası Net Karı (Net Operating Profit After Tax)
ROA :	Aktif Karlılığı (Return on Asset)
ROE :	Özsermaye Karlılığı (Return on Equity)
ROI :	Yatırımın Getirisi (Return on Investment)
SVA :	Hissedar Katma Değeri (Shareholder Value Added)
TSE :	Türk Standartları Enstitüsü

TMS : Türkiye Muhasebe Standardı  
UMS : Uluslararası Muhasebe Standardı  
Vb. : Ve benzeri

## TABLolar LİSTESİ

<b>Tablo 1.1.</b> Markanın Algılanma Boyutları .....	4
<b>Tablo 1.2.</b> Pazarlama Biliminin Geleneksel ve Gelişmekte Olan Varsayımları .....	58
<b>Tablo 2.1.</b> Maddi Olmayan Şirket Modeli Unsurları .....	90
<b>Tablo 2.2.</b> Maddi Olmayan Şirket Modeli ile Marka Değerinin Tespiti .....	91
<b>Tablo 2.3.</b> InterBrand, BrandFinance ve Millward Brown Optimor Şirketlerinin 2013 Yılı En Değerli 20 Marka Tablosu .....	107
<b>Tablo 2.4.</b> Interbrand Yaklaşımı Marka Gücü Temel Tanımlayıcıları .....	112
<b>Tablo 2.5.</b> brandbeta® Puanlama Tablosu .....	116
<b>Tablo 2.6.</b> BrandFinance Marka Derecelendirmesi .....	117
<b>Tablo 3.1.</b> Değere Dayalı Yönetim Anlayışına Göre Gelir Tablosu .....	122
<b>Tablo 3.2.</b> Hissedar Değeri Yaratılması için Belirlenecek Stratejiler .....	127
<b>Tablo 4.1.</b> Analize Konu Olan Şirketler ve Yıllar İtibariyle Marka Değerleri .....	160
<b>Tablo 4.2.</b> Tanımlayıcı İstatistikler .....	173
<b>Tablo 4.3.</b> Model 1 Korelasyon Matrisi.....	174
<b>Tablo 4.4.</b> Model 1 Panel Regresyon Havuzlanmış En Küçük Kareler Sonuçları.....	175
<b>Tablo 4.5.</b> Model 2 Korelasyon Matrisi .....	176
<b>Tablo 4.6.</b> Model 2 Panel Regresyon Havuzlanmış En Küçük Kareler Sonuçları .....	177
<b>Tablo 4.7.</b> Model 3 Korelasyon Matrisi.....	177
<b>Tablo 4.8.</b> Model 3 Panel Regresyon Havuzlanmış En Küçük Kareler Sonuçları .....	178
<b>Tablo 4.9.</b> Model 4 Korelasyon Matrisi .....	179
<b>Tablo 4.10.</b> Model 4 Panel Regresyon Havuzlanmış En Küçük Kareler Sonuçları .....	180

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Kavramsal Çerçeve: Marka Hissedar Değerini Nasıl Etkiler .....	53
Şekil 2.1. Brand Rating Model Modülleri.....	82
Şekil 2.2. Maddi Olmayan Şirket Modeli .....	89
Şekil 2.3. BrandFinance Teliften Kurtulma Modeli .....	94
Şekil 2.4. Interbrand Marka Değerleme Modeli .....	111
Şekil 2.5. Marka Gücünü Derecelendirme Şablonu.....	113
Şekil 3.1. Toplam Hissedar Getirisini Oluşturan Finansal Göstergeler .....	149

## İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ .....	i
ÖZET .....	ii
ABSTRACT .....	iv
KISALTMALAR .....	v
TABLolar .....	vii
ŞEKİLLER .....	viii
İÇİNDEKİLER .....	ix
GİRİŞ .....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### MARKA KAVRAMI VE MARKA DEĞERİ

1.1. Marka Kavramı.....	3
1.1.1. Marka Kavramının Tanımı .....	3
1.1.2. Marka Kavramının Tarihsel Gelişimi.....	7
1.1.3. Marka Türleri.....	9
1.1.3.1. Sahiplerine Göre Markalar .....	10
1.1.3.2. Amacına Göre Markalar.....	10
1.1.4. Markanın İşletmeye Katkıları.....	11
1.1.5. Markanın Muhasebeleştirilmesi .....	12
1.1.5.1. Uluslararası Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi.....	15
1.1.5.2. Amerika Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi.....	17
1.1.5.3. İngiltere Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi.....	18
1.1.5.4. Fransa Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi.....	19

1.1.5.5. Almanya Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi.....	20
1.1.5.6. Çin Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi.....	211
1.1.5.7. Avustralya Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi.....	21
1.1.5.8. Malezya Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi.....	22
1.1.5.9. Türkiye Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi.....	233
1.1.6. Markanın Hukuki İşlemlere Konu Olması .....	288
1.1.7. Markanın Menkul Kıymetleştirilmesi .....	299
1.1.8. Markaya Yapılan Yatırımların Getirisi .....	31
1.2. Marka Değeri.....	34
1.2.1. Marka Değeri Kavramının Tanımı .....	34
1.2.2. Brand Equity ve Brand Value Farkı .....	37
1.2.3. Marka Değerinin İlk Kullanımı .....	39
1.2.4. Marka Değerinin Kullanım Alanları .....	40
1.2.4.1. Marka Değerine Bağlı Olarak İşletmenin Genişletilmesi .....	41
1.2.4.2. Markalaşma Kararında Ekonomik Etkinin Belirlenmesi .....	42
1.2.4.3. Yönetim Amaçları İçin Performans Ölçütlerinin Belirlenmesi .....	42
1.2.4.4. Vergiyle İlişkili Konularda Transfer Fiyatlarının Belirlenmesi .....	42
1.2.4.5. Marka Değerinin Raporlanması .....	43
1.2.4.6. Projelerin ve Yeni İşlerin Finanse Edilmesi .....	43
1.2.4.7. Lisanslama Anlaşmalarında Telif Bedelinin Belirlenmesi .....	44
1.2.4.8. Adil Bir Görüş Sağlanması .....	45

1.2.4.9. Marka İle İlgili Davalara Esas Oluşturması.....	45
1.2.4.10. Yatırım Önerileri Sunması.....	46
1.2.4.11. Marka Yatırımlarının ve İşletme İçi Görüşlerin Haklılığının Ortaya Koyulması .....	46
1.2.4.12. Risk Yönetiminin Desteklenmesi.....	47
1.2.5. Marka Değeri ve Hissedar Değeri İlişkisi .....	47
1.2.5.1. Marka Değeri ve Hissedar Değeri İlişkisini Araştıran Çalışmalar.....	53
1.2.6. Marka Konusunda Pazarlama ve Finansman İşbirliği.....	55

## İKİNCİ BÖLÜM

### MARKA DEĞERLEME MODELLERİ

2.1. Marka Değerlemede Kullanılan Yöntemlere Genel Bir Bakış .....	60
2.2. Finansal Marka Değerleme Modelleri.....	67
2.2.1. Maliyet Yaklaşımı .....	68
2.2.2. Piyasa Yaklaşımı .....	71
2.2.3. Gelir Yaklaşımı .....	72
2.2.3.1. Fiyat Primi.....	73
2.2.3.1.1. Conjoint Analiz.....	75
2.2.3.1.2. Hedonik Analiz.....	76
2.2.3.1.3. Crimmins' Model .....	78
2.2.3.1.4. "Brand Rating" Model.....	79
2.2.3.1.5. Trout & Partners Model.....	82
2.2.3.2. Telif Haklarından Tasarruf (Royalty Savings) Yaklaşımı .....	84
2.2.3.2.1. Brandient Modeli.....	86
2.2.3.2.2. Maddi Olmayan Şirket Modeli .....	88
2.2.3.2.3. BEVA .....	92



2.2.3.2.4. Brand Finance Telif Hakkından Tasarruf Modeli	93
2.2.3.3. Artık Kazanç Modeli	95
2.2.3.3.1. U.S Revenue Ruling 68-609	95
2.2.3.3.2. Baruch Lev'in Maddi Olmayan Varlık Tabelası	96
2.2.3.3.3. Gerekli Yatırım Karlılığı Analizi	96
2.2.3.4. Damodaran'ın Değerleme Modeli	97
2.2.3.5. Hirose Modeli	99
2.3. Karma Marka Değerleme Modelleri	105
2.3.1. BBDO Yaklaşımı	109
2.3.2. Interbrand Yaklaşımı	110
2.3.3. Brand Finance Yaklaşımı	114

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### HİSSEDAR DEĞERİ

3.1. Değere Dayalı Yönetim	120
3.1.1. Değere Dayalı Yönetimin Özellikleri	123
3.1.2. Değere Dayalı Yönetimin Avantaj ve Dezavantajları	124
3.2. Hissedar Değeri	126
3.2.1. Özsermayenin Piyasa Değeri	128
3.2.2. Hissedar Katma Değeri	128
3.2.3. Hissedar Getirisi	129
3.2.4. Özsermayenin Beklenen Getirisi	130
3.2.5. Yaratılmış Hissedar Değeri	130
3.3. Hissedar Değeri Ölçüm Yöntemleri	130
3.3.1. Geleneksel Performans Ölçüm Yöntemleri	131
3.3.1.1. Aktif Karlılığı (ROA)	133

3.3.1.2. Özsermaye Karlılığı (ROE) .....	134
3.3.1.3. Hisse Başına Kazanç (EPS) .....	135
3.3.1.4. Fiyat / Kazanç Oranı .....	136
3.3.2. Değere Dayalı Performans Ölçüm Yöntemleri .....	137
3.3.2.1. Ekonomik Katma Değer (EVA).....	138
3.3.2.2. Piyasa Katma Değeri (MVA).....	143
3.3.2.3. Nakit Katma Değeri (CVA) .....	145
3.3.2.4. Hissedar Katma Değeri (SVA) .....	146
3.3.2.5. Toplam Hissedar Getirisi (TSR) .....	148
3.3.2.6. Yatırımın Nakit Akım Getirisi (CFROI).....	150

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **MARKA DEĞERİNİN HİSSEDAR DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİ İNCELEMeye YÖNELİK BORSA İSTANBUL ARAŞTIRMASI**

4.1. Giriş.....	154
4.2. Araştırma Konusu İle İlgili Yapılmış Çalışmalar.....	154
4.3. Araştırmanın Konusu ve Amacı.....	158
4.4. Araştırmanın Kapsamı ve Veri Seti.....	159
4.5. Araştırmanın Kısıtları.....	162
4.6. Araştırmanın Yöntemi.....	162
4.6.1. Bağımlı Değişkenler .....	165
4.6.1.1. Aktif Karlılığı (ROA).....	165
4.6.1.2. Tobin's Q .....	166
4.6.1.3. Ekonomik Katma Değer (EVA).....	167
4.6.1.4. Piyasa Katma Değeri (MVA).....	169
4.6.2. Bağımsız Değişken ve Kontrol Değişkenleri .....	170

4.6.2.1. Marka Değeri .....	170
4.6.2.2. Kontrol Değişkenleri.....	171
4.7. Ampirik Bulgular.....	172
4.7.1. Tanımlayıcı İstatistikler .....	172
4.7.2. Model 1 Ampirik Bulguları.....	174
4.7.3. Model 2 Ampirik Bulguları.....	176
4.7.4. Model 3 Ampirik Bulguları.....	177
4.7.5. Model 4 Ampirik Bulguları.....	179
4.8. Değerlendirme.....	181
<b>SONUÇ.....</b>	<b>183</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>186</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>202</b>

## GİRİŞ

Marka kavramı, pazarlama literatüründe geniş ölçüde yer alan ve müşteri sadakatini nasıl etkilediğini tespit etmek amacıyla uzun zamandır çalışılan bir konudur. Ancak özellikle 1980'li yıllar itibariyle gerçekleştirilen birleşme ve devralmalar neticesinde ortaya çıkan defter değeri piyasa değeri farkını açıklayan unsurlardan birinin marka kavramı olduğunun kabul edilmesi, söz konusu kavramı finans alanının bir araştırma konusu haline getirmiştir. Markanın, ekonomik değeri olan bir varlık olarak kabul edilmesi ve bu değerın şirketlerin piyasa değerini yansıttığı düşüncesi, marka değerini tespit etme gerekliliğini beraberinde getirmiştir. Marka değerini tespit etmek üzere müşteri davranışlarına dayanan, finansal verilere dayanan ve her iki kriteri de göz önünde bulunduran değerlendirme modelleri geliştirilmiştir. Her bir model, farklı varsayımlarla ve farklı amaçlara hizmet etmek üzere oluşturulmuştur. Henüz genel kabul görmüş bir marka değerlendirme modelinin olmamasıyla birlikte, günümüzde şirketlerin marka değerlerini büyük ölçüde karma modelleri kullanan bağımsız marka değerlendirme şirketlerinin açıkladıkları rakamlar ile ifade ettiklerini söylemek mümkündür. Literatürde marka değeri ile ilgili yapılan çalışmalarda da söz konusu değerlerin kullanıldığı görülmektedir.

İçinde bulunduğumuz yüzyılda yaşanan ekonomik dönüşüm, rekabet avantajının üretim malları ile değil, şirketlerin maddi olmayan varlıkları ile sağlanacağını göstermektedir. Globalleşme ve teknolojiadaki mevcut eğilimler, entelektüel sermaye, bilgi sistemleri, marka gibi maddi olmayan varlıkların 21. yüzyılda piyasa kapitalizasyonunun en temel unsurlarını teşkil etmektedir. Üretimden bilgiye doğru yönelen ve dolayısıyla bilgiye dayalı hizmetin ekonominin lokomotifi olacağı bir yüzyıl içerisinde yaşamaktayız. Bu durum, gelecekteki nakit akışını elde etmenin, piyasa kapitalizasyonu yoluyla rekabet avantajı yakalamanın artık üretim malları ile değil, maddi olmayan varlıklar ve bunları yönetebilme becerisi ile sağlanacağını göstermektedir. Bu anlamda temel amacı, işletmelerin değer yaratan unsurlarını ve bu unsurların ekonomik katkıyı tespit etmek olan değere dayalı yönetim anlayışı önem kazanmaktadır. Değere dayalı yönetim anlayışının temel felsefesi, işletmenin tüm stratejilerinin hissedar değeri yaratmak üzere oluşturulması gerektiğidir. Bu durum da beraberinde işletmelerin maddi olmayan ve

fakat işletme için değer yaratan varlıklarının değerinin tespiti ve bu varlıkların hissedar değerine olan katkısının ne olduğu sorunsalını beraberinde getirmiştir.

Bu çalışma; işletmelerin sahip oldukları maddi olmayan bir varlık olan markanın hissedar değerine etkisini araştırmayı amaçlamıştır. Birinci bölümde; marka ve marka değeri kavramları ele alınmıştır. Marka kavramının tanımı, tarihsel gelişimi, marka türleri, markanın şirketlere katkıları ve markanın muhasebeleştirilmesi ile marka değeri kavramının tanımı, tarihsel gelişimi ve kullanım alanları ayrıntılı olarak ele alınmıştır. İkinci bölümde marka değerlendirme modellerine yer verilmiştir. Tezin konusu itibariyle finansal marka değerlendirme modelleri ve karma marka değerlendirme modelleri ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Üçüncü bölüm, hissedar değerini açıklamayı amaçlamıştır. Bu anlamda ilk olarak değere dayalı yönetim anlayışına değinilmiş, sonrasında hissedar değeri kavramı ve hissedar değeri göstergesi olarak kabul edilen geleneksel ve değere dayalı finansal performans göstergeleri açıklanmıştır. Dördüncü ve son bölüm marka değerinin hissedar değeri üzerindeki etkisini Türkiye'deki işletmeler üzerine test etmek amacıyla yapılan analizden oluşmaktadır. Elde edilen bulgular tezin sonuç bölümünde kapsamlı bir biçimde değerlendirmiştir.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **MARKA KAVRAMI VE MARKA DEĞERİ**

#### **1.1. Marka Kavramı**

Marka kavramı, değişen ekonomik anlayışın beraberinde getirdiği önemli bir rekabet unsuru olarak kabul edilmektedir. Markaya olan ilginin temelinde de markanın yaratmış olduğu değer yatmaktadır. Markanın değer yaratan bir işletme unsuru olarak görülmesi, şüphesiz kavramsal olarak markanın iyi tanımlanmasına, hangi marka türünden bahsedildiğinin farkındalığına, tarihsel gelişim sürecinde markanın üstlenmiş olduğu işlevlerin bilinerek buna dayanan stratejilerin geliştirilmesine ve son olarak bir varlık olarak kabul edilen markanın işletme varlıklarının yer aldığı finansal tablolardaki yerine bakılmasına bağlıdır. Bu bölüm marka kavramı kapsamına giren bu konuları ayrıntılı olarak açıklamayı amaçlamıştır.

##### **1.1.1. Marka Kavramının Tanımı**

Marka kavramı, bir satıcı veya satıcı grubuna ait ürün ve hizmetleri tanımlamak ve bunları rakip ürün ve hizmetlerden ayırt edebilmek için kullanılan isim, logo, işaret, sembol veya bunların bir karması olarak açıklanmıştır. Bu tanım, 1960 yılında Amerikan Pazarlama Birliği tarafından yapılmıştır. Ancak gerek Amerikan Pazarlama Birliğinin tanımı, gerekse takip eden yıllarda yapılan marka tanımları, günümüz marka anlayışının kapsam ve gereklerini karşılamak hususunda yetersiz kalmıştır. Bu nedenle zamanla marka kavramının farklı boyutları da ele alınarak, marka tanımı genişletilmiştir. Ortaya çıkan bu marka tanımları aynı zamanda markaya hangi perspektiften bakıldığı ile alakalı olarak çeşitlendirilmiştir.

Çeşitli kaynaklarda marka; bir satıcının belirli özelliklerde, belirli faydaları ve hizmetleri sunmak üzere verdiği söz olarak (Kotler, 2001: 188), işletmeleri ya da ürünleri farklılaştırmak ve hem tüketiciler hem de marka sahibi işletmelere katma

değer yaratmak üzere geliştirilen stratejinin bir ürünü olarak (Pickton ve Broderick, 2005: 242), fiziksel bir mevcudiyeti bulunmayan ve işletmelerin satış ya da devralma gibi birtakım özel işlemlerine konu olmadıkça değeri belirlenemeyen bir varlık olarak (Seetharaman, Nadzir, vd., 2001: 243), ekonomik ömrü boyunca paydaşlarına belirgin bir nakit akışı sağlayan maddi olmayan bir duran varlık olarak (Lindemann, 2010: 5) tanımlanmıştır.

Markaya ilişkin kapsamlı bir tanımlama yapabilmek için markanın algılanma boyutlarına değinmek gereklidir. Marka algısını üç ana kategoride toplamak mümkündür. Bunlar; markalaşmayı yöneticilerin müşterileri etkilemek için kaynakları yönlendirdikleri belirli bir yöntem olarak vurgulayan girdi perspektifi açısından marka algısı, müşterilerin yorumları ve daha fazla müşteri kazanabilmek için markanın değerlendirilmesini vurgulayan çıktı perspektifi açısından marka algısı ve bunların evrimsel tabiatını tanımlayan zaman perspektifi açısından marka algısıdır (Chernatony, 2006: 26).

**Tablo 1.1.** Markanın Algılanma Boyutları

<i>Girdi Perspektifi</i>	<i>Çıktı Perspektifi</i>	<i>Zaman Perspektifi</i>
Logo	İmaj	Gelişen mahiyet
Yasal Aidiyet	Bağlantı	
Şirket ismi		
İşaret dili		
Risk Düşürücü		
Konumlandırıcı		
Kişilik		
Değerler dizisi		
Vizyon		
Katma değer		
Kimlik		

**Kaynak:** Chernatony, 2006: 27

Tablo 1.1.'de markanın algılanma boyutları sıralanırken bir anlamda marka kavramının tanımında bulunması gereken unsurlar da sıralanmaktadır. Bir marka;

- İnsan zihninde güçlü çağrışım yaparak seçim aşamasında doğru nitelikleri hatırlatan bir **logo** olarak,
- Markalaşmanın esasında bir yatırım süreci neticesinde gerçekleşmesi ve bu yatırımın taklitlere karşı korunması için **yasal bir aidiyet** aracı olarak,
- Kimi zaman tek tek ürünlere nüfuz eden, kimi zaman ise satın alıcı için işletmeye karşı bir saygınlık ve güven duygusu yaratarak işletmenin tamamına nüfuz eden bir **şirket ismi** olarak,
- Arz edilen ürün veya hizmetlere aşına olunmayan durumlarda, daha önce satın alıcının zihninde oluşturduğu bilgiyi hatırlatacak bir **işaret dili** olarak,
- İlk defa satın alınacak bir ürün ya da hizmete dair finansal, sosyal, psikolojik ve performans anlamında satın alıcının maruz kalabileceği **riski düşürücü** bir unsur olarak,
- Satın alıcının zihninde diğer markalarla kıyaslandığında daha iyi ya da daha kötü olduğuna dair kanaat oluşturacak bir **konumlandırıcı** olarak,
- Ürün ya da hizmetle ilgili olarak kullanıcılarına fonksiyonel faydanın ötesinde duygusal değerler de yükleyen ve ürüne **kişisellik** katan bir unsur olarak,
- Satın alıcı için o markayı taşıyan ürün ya da hizmeti diğer markalardan farklı kılan birden fazla yönünü yansıtan bir **değerler dizisi** olarak,
- Kullanıcılarını tatmin etmek amacıyla ürün veya hizmetlere değer katmayı, kullanıcı kitlesini çok daha yüksek düzeylere çıkarmayı, dünyanın daha yaşanır bir yer haline gelmesini benimseyen bir **vizyon** olarak,
- Ürün ya da hizmete kullanım yoluyla sağlayacağı faydanın ötesinde fonksiyonel ya da duygusal anlamda da **katma değer** yaratarak satın alıcıyı ürüne yönlendiren bir faktör olarak,
- Sadece tüketiciler için değil, tüm paydaşlar için pozisyon açısından daha iyi bir konuma gelmek üzere güçlendirici stratejik önlemler alan, rakiplere karşı koruyucu bariyerler oluşturan bir **kimlik** olarak,
- Tüketicinin tepkisini, gerçeğin ne olduğundan ziyade gerçeği nasıl algıladığı belirlediğinden tüketici algısının yarattığı bir **imaj** olarak,



- Kişiselleştirilebilen ve bu kişiliği sayesinde tüketici ile iletişime geçerek **bağlantı** kurabilen bir aracı olarak, algılanabilmekte ve yorumlanabilmektedir (Chernatony, 2006: 36).

Çeşitli durum ve koşullarda marka üç farklı kavramla ilişkili olarak tanımlanmak suretiyle kullanılmaktadır (Salinas, 2011: 4):

- **İsim, Logo ve Diğer Görseller:** Bir işletmeye ait ürün ve hizmetleri diğer işletmelerinkinden ayırt etmek için kullanılabilirdiği ve yasal olarak korunan sözlü ve görsel öğelere odaklandığı için en spesifik marka tanımı isim, logo ve benzeri diğer görsel öğeler olarak belirtilmiştir. Bu tanımlamadaki başlıca yasal öğeler ticaret isimleri, logolar ve ticaret sembolleridir. Haigh ve Knowles (2004)'a göre ticari markalar, şerefiye ile ilişkili bir anlam taşıdıkları taktirde değerlidir (Knowles ve Haigh, 2004: 24).
- **İsim, Logo, Diğer Sözlü ve Görsel Öğelerin ve İlişkili Fikri Mülkiyet Haklarının da Yer Aldığı Daha Kapsamlı Öğeler:** Bu tanım altında, marka kavramı etki alanı, ürün tasarım hakları, ticari takdim şekli, paketlenme, logo ile ilişkili telif hakları, anahtar sözcükler, kokular, renkler ve sesler gibi daha geniş kapsamlı fikri mülkiyet haklarını içerecek şekilde güçlendirilmiştir. Örneğin; bu tanım altında Guinness'in değerlemesi sadece ona ait isim ve logoya bakılarak değil, ayrıca kullandığı tekniklere de bakılarak belirlenmelidir. Daha bütüncül olan bu bakış açısı bir markanın, logo ve ilişkili görsel öğelerden daha baskın bir özelliği olduğunu göstermektedir. Bu tanıma daha çok pazarlama odaklı marka değerlemelerinde başvurulmaktadır. Fakat UMS 38 (paragraf 7)'de belirtildiği gibi ele geçirilen maddi olmayan duran varlıkların benzer ekonomik ömürlerinin olması veya gerçek değerlerinin birbirinden ayrı olarak belirlenememesi durumunda, söz konusu marka tanımı muhasebeleştirme amaçları için de kullanılmaktadır. Bu gibi durumlarda ele geçiren işletme, ticari markayı ve bununla ilişkili maddi olmayan duran varlıkları, tek bir grup altında yani bir marka adı altında birleştirebilmektedir.
- **Bütüncül Bir Şirket Markası veya Örgütsel Marka:** Marka kavramı, çoğunlukla o marka altında faaliyet gösteren işletme birimlerini ifade eder.

Örneğin, Unilever 1600 markaya sahip olduğunu ve bu sayıyı 400'e düşürmeyi istediğini ifade ettiğinde, bu durum Unilever'in kurumsal işletme portföyünde 1600 bireysel markalı işletmesinin olduğunu ve 1200 esas olmayan markasını değerlendirerek boşa çıkarmayı düşündüğünü göstermektedir. Bu tanımdaki görsel ve sözlü öğelerin her ikisi de fikri mülkiyet haklarında olduğu gibi işletmenin farklılaşmasına ve değer yaratmasına temel oluşturan işletme kültürü, çalışanlar ve programlarla birlikte dikkate alınmalıdır. Birlikte değerlendirildiğinde bu durum tüketiciler, üreticiler ve personel arasında yakın ilişki kurulmasına alt yapı hazırlar ve değerler daha özel bir ifadesini sunar.

Markanın üründen farklı olarak anlaşılmasının, marka kontrolü ve değerlendirilmesi açısından önemli olması sebebiyle markanın işletmeler tarafından nasıl algılandığına yönelik yapılan bir çalışmada katılımcıların %12,4'ü markanın sadece bir etiket olduğunu, %87,6'sı ise ürünün markanın bir parçası olduğunu söylemiştir. Buna ek olarak markayı sadece etiketli bir ürün olarak idrak edenlerin oranı %35,7, markayı bir işaret olarak görenlerin oranı %12,4, her ikisi olarak görenlerin oranı ise %51,9 olarak tespit edilmiştir. Markanın bir ürünle ilişkilendirilmeksizin de bir değerinin olduğunu düşünen katılımcı oranı ise %78,1 olmuştur. Yapılan çalışma, markanın üründen bağımsız olarak kendi başına bir değer olarak kabul edildiğini göstermektedir (Günther ve Kriegbaum-Kling, 2001: 268).

Markanın sahip olduğu bu nitelikler marka kavramını bir işaret, simge ya da logo olarak tanımlayan, sadece marka sahibi işletme ve markayı kullanan tüketici için fayda yaratan stratejik bir unsur olmaktan çıkarmış, tüm paydaşlarına psikolojik ya da fonksiyonel olarak katma değer yaratan bir maddi olmayan duran varlık olarak tanımlanmasına olanak tanımıştır.

### **1.1.2. Marka Kavramının Tarihsel Gelişimi**

Marka kavramı, eski Norveç lisanında yakmak anlamına gelen "brenna" kelimesinden türetilmiştir. M.Ö. 2000'li yıllarda büyükbaş hayvanların derilerininin

üzerini yakarak bırakılan işaretler, çiftçilerin o hayvanların kendilerine ait olduğunu ispatlamalarını sağlayan işaretler olmuştur. İlk zamanlar bir hayvanın kökenini ispatlama aracı olarak kullanılan marka, zamanla çok daha geniş alanlarda ve farklı amaçlar için kullanılmaya başlanmıştır. Hayvanların üzerindeki işaretler sadece o hayvanın kime ait olduğunu göstermekle kalmamış, çiftçilerin o işarete sahip hayvanın kalitesi konusunda da bir saygınlık kazanmasını sağlamıştır. Böylece satın alma kararı verecek olan kişiler o büyükbaş hayvanın kalitesine ve bu kalitedeki bir hayvana ödemeyi düşündükleri fiyata ilişkin daha seri bir değerlendirme süreci içinde olabilmişlerdir (Lindemann, 2010: 3). Zamanla alım satım konu farklı mallar için de yaygınlaşan bu uygulama ile marka tam anlamıyla bir tanımlama fonksiyonu üstlenmiştir.

Bugünkü anlamda markanın kökenini Hindistan, Yunan ve Roma medeniyetlerinden kalan arkeolojik kalıntılar çerçevesinde M.Ö. 1300 tarihine dayandırmak mümkündür. O dönemde, çanak çömlek üreticileri kendi ürünlerinin kökeni ve kalitesini, ürünlerinin üzerine koydukları işaretler ile bildirmişlerdir (Lindemann, 2010: 19). Böylece ilk dönemlerin aksine, söz konusu malın sahibini tanımlayan marka, artık söz konusu malın üreticisi hakkında da fikir veren bir fonksiyon üstlenmiştir (Motameni ve Shahrokhi, 1998: 275). Markalaşma özellikle Fransa ve Belçika'da on yedi ve on sekizinci yüzyıllarda porselen, mobilya ve halı üreticilerinin artması ile bu üreticilerin kalite ve köken göstergesi olarak markayı kullanmaları neticesinde yaygınlaşmıştır. Bu durumu, on yedinci yüzyıla kadar tanımlama fonksiyonu üstlenen markanın, söz konusu dönemler ile birlikte tanımlama fonksiyonuna ek olarak, bir de farklılaştırma fonksiyonu üstlenmiş olduğunun göstergesi olarak yorumlamak mümkündür. Marka, en geniş kullanım alanına on dokuzuncu yüzyılın sonları, yirminci yüzyılın başlarında sanayi devrimi ile seri üretime geçilmesi, iletişim olanaklarının iyileştirilmesi neticesinde ulaşmıştır. Bugün Singer, Coca Cola, Kodak gibi çok tanınan tüketici markalarının geçmişi de bu döneme tekabül etmektedir. Markanın kullanımının gittikçe yaygınlaşması ile ilk defa İngiltere'de 1876 yılında işletmelere, markalarını kanun ile koruma hakkı veren marka kanunu çıkarılmıştır (Clifton ve Simmons, 2003: 15). On dokuzuncu yüzyıl ile birlikte seri üretilen mallar söz konusu olduğunda marka, tanımlama ve farklılaştırma

fonksiyonlarına ek olarak fayda fonksiyonu da üstlenmiştir. Hangi üreticiye ait olduğu tanımlanmış, haiz olduğu niteliklerle farklılıkları ortaya koyulmuş markalı bir malın, benzerlerine göre daha kolay satılır olması fayda fonksiyonunun bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır.

Yirminci yüzyılda, sanayi çağından bilgi çağına geçiş ile birlikte marka yeni bir fonksiyon üstlenerek tüketici gözünde bir değer unsuru olarak algılanmıştır. Markaya sahip bir malın, markası olmayan maldan daha değerli olduğu ve bu mala sahip olmak için katlanılacak fazladan maliyetin bu değer karşılığı olduğu düşüncesi hakim olmuştur.

Yirmi birinci yüzyıl, markanın fonksiyonelliğinde farklı adımların atıldığı yeni bir dönem olmuştur. 2000’li yıllarda marka kavramı artık sadece işletmelerin ve bu işletmelere ait ürünlerin kullandığı pazarlama aracı değil, aynı zamanda üniversiteler, kar amacı gütmeyen kuruluşlar, belediyeler ve hatta kişilerin değer yaratmak amacıyla kullandıkları soyut varlıkları olmuştur.

Markanın tarihsel gelişimine genel olarak bakıldığında markanın, ilk zamanlar sadece bir köken ve kalite bildirme aracı olarak işlev gördüğü ve daha sonraki yıllarda ise bu özelliklerine ek olarak bir güç, değer ve kişisellik göstergesi olarak kullanıldığını söylemek mümkündür (Moore ve Reid, 2008: 421). Ayrıca ilk zamanlar ürünle bütünleşik olarak düşünülen marka, günümüzde üründen bağımsız olarak düşünülmektedir (Aydın ve Ülegin, 2011: 60).

### **1.1.3. Marka Türleri**

556 sayılı Markaların Korunması Hakkında Kanun Hükmünde Kararname’de açıkça ifade edilmese de markalar biçimine, amacına, tanınmış ve tescil edilmiş olup olmamasına ve sahiplerine göre çeşitli açılardan sınıflandırılabilir (Arkan, 1997: 45). Markanın değerlendirilmesi konusunun kapsamına, markanın tescili ya da tanınmışlık düzeyi girmediği için bu amaca hizmet eden marka türlerine ayrıntılı olarak yer verilmeyecektir. Bunun dışındaki marka türlerini, aşağıda belirtildiği gibi gruplandırmak mümkündür.

### 1.1.3.1. Sahiplerine Göre Markalar

Sahiplerine göre markalar üç grup altında toplanabilir. Bunlar;

- **Ortak Marka:** Üretim, ticaret veya hizmet sunan işletmelerden oluşan bir grubun mal veya hizmetlerini diğer işletmelerin mal veya hizmetlerinden ayırt etmeye yarayan işarettir. Örneğin; Unilever, Procter & Gamble.

- **Ferdi Marka:** Gerçek veya tüzel kişiler tarafından tek başlarına kullanılan markalardır. Örneğin, holding markası durumunda markanın sahibi holding şirketinin kendisidir. Bu açıdan holding markaları ferdi marka niteliğindedir (Arkan, 1997, s. 46).

- **Garanti Marka:** Garanti markası, marka sahibinin kontrolü altında birçok işletme tarafından o işletmelerin ortak özelliklerini, üretim usullerini, coğrafi menşelerini ve kalitesini garanti etmeye yarayan işarettir. Garanti markasına en iyi örnek; Uluslararası Yün Birliği'ne ait "WOOLMARK" markası, Türk Standartları Enstitüsü tarafından işletmelere verilen standartlara uygunluk belgesiyle kullanılan TSE belgesidir (Kaya, 2005: 20).

Garanti markası işletmelerin ortak özelliklerini, üretim usullerini değil, garanti markasını kullanmaya yetkili işletmeler tarafından üretilen mal ya da hizmetlerin ortak özelliklerini ve coğrafi kaynağını garanti etmektedir (Arkan, 1997: 47).

### 1.1.3.2. Amacına Göre Markalar

Amacına göre markalar ikiye ayrılır. Bunlar (Dursun, 2008: 95);

- **Ticaret Markası:** Ticaret markası, bir işletmenin imalatını ve/veya ticaretini yaptığı malları, başka işletmelerin mallarından ayırt etmeye yarayan işarettir. İşletmelerin kendi ürettikleri ya da ithalat yoluyla satışa sundukları ürünlerin üzerindeki markalardır. Örneğin; Ariel Çamaşır Deterjanı, Colgate diş macunu vb.

- **Hizmet Markası:** Hizmet markası, bir işletmenin hizmetlerini diğer işletmelerin hizmetlerinden ayırt etmeye yarayan işarettir. Hizmet sektöründe faaliyet gösteren hastaneler, restoranlar, oteller, bankalar ve sigorta kuruluşlarının kullanmış

oldukları markalar hizmet markası olarak adlandırılmaktadır. Örneğin; Bayındır Hastanesi, Uludağ Restoran, Aviva Sigorta vb.

#### **1.1.4. Markanın İşletmeye Katkıları**

İşletmelerin güçlü bir markaya sahip olmaları birçok açıdan işletmenin değerine katkı sağlayacaktır. Markanın işletmeye sağladığı katkıları aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür (Miller ve Muir, 2004: 21-85);

- Güçlü markaya sahip bir işletme yüksek pazar payına sahip olur.
- Güçlü markalar, rakip işletmelerin pazara girişini engelleyici bariyerler oluşturur.
- Güçlü markaya sahip bir işletme, aynı marka adı altında ürün ve hizmet bazında genişlemeye gidebilir.
- Güçlü ve iyi tanımlanmış markalar, yeni ülke piyasalarına daha rahat girerler. Bunun en iyi örneği şüphesiz Coca Cola markasıdır.
- Marka, işletme profilini sadece müşteri için değil aynı zamanda potansiyel iş gücü için de cazip kılacağından güçlü markaya sahip işletmelerin çalışanları, daha nitelikli ve yeteneklidir.
- Güçlü markaya sahip işletmelerin sundukları ürün ve hizmetlerin fiyat elastikiyeti daha düşüktür.
- Marka, tüketici zihninde ürün veya hizmetin kalitesine ilişkin bir imaj yarattığı için tüketici bu markaya daha yüksek fiyat ödemeye istekli olacaktır. Böylece marka sahibi işletme, kar marjını artırma olanağına sahip olacaktır.
- Marka sahibi işletmeler, piyasada yaşanabilecek dalgalanmalara karşı daha dirençlidir.
- Marka, işletmenin sunmuş olduğu ürün veya hizmet için tüketici sadakatini artırır.
- Tüketicinin ürün ya da hizmete karşı olan güven duygusu ile tüketicinin davranışları arasında doğrusal bir ilişki vardır. Marka, tüketicinin güven duygusunu geliştirir.

- Marka, işletmelerin yenilikçi ruhunu canlandırır.

Markaya sahip olmanın sağlamış olduğu avantajlar göstermektedir ki, marka sadece tüketici üzerinde etkisi olan bir yatırım değildir. Markaya yapılan yatırımlar hem tüketiciler, hem işletme sahipleri hem de bu işletmelere yatırım yapmayı düşünen potansiyel yatırımcılar için fayda sağlamaktadır. Sağlanan fayda her üç kesim için de psikolojik, sosyolojik ve ekonomik etkiler yaratmaktadır.

Markanın nasıl değer yarattığı sorusunun cevabı, aslında iktisadi anlamda çok basittir. Marka, hem arz hem de talep eğrisini etkilemek suretiyle değer yaratmaktadır. Talep açısından bakıldığında markalar, ürünlerin belirli bir satış hacminde daha yüksek fiyatlarla satılmalarına olanak tanımaktadır. Hatta güçlü markalar satış hacmini artırmakta ve müşteri erime oranını düşürmektedir. Markalar aynı zamanda müşterileri ile kurmuş olduğu ilişkiler sayesinde, sabit bir talep yaratmak suretiyle pazara giriş için bariyer oluşturmaktadır (Haigh, 2000: 9).

### **1.1.5. Markanın Muhasebeleştirilmesi**

Marka, işletmelerin sahip oldukları bir maddi olmayan duran varlıktır. Bu nedenle markanın muhasebeleştirilmesi konusunun temel dayanağı, işletmelerin maddi olmayan duran varlıklarının muhasebeleştirilmesidir. 1980'li yıllarda şirket birleşmeleri ve devralmaları sırasında satın alınan şirketlere defter değerlerinin çok üzerinde bedeller ödenmesi, markanın maddi olmayan bir duran varlık olarak öneminin algılanmasında büyük rol oynamıştır.

Markaların muhasebeleştirilmesi ve muhasebeleştirilmemesi neticesinde işletmeler için farklı durumlar söz konusu olabilecektir. Şirketlerin markaları bir varlık olarak benimseyerek muhasebeleştirmeleri, daha büyük bir varlık tabanı oluşturacağı için şirketin borç/özkaynak oranını da düşürecektir. Markanın içsel kaynaklarla geliştirilmesi sayesinde, hissedar değeri artacaktır. Birleşme ve devralmalarda, yüksek primler söz konusu olabilecektir. İşletmelerin markalarını muhasebeleştirmemeleri durumu için de birtakım gerekçeler söz konusudur. Örneğin; markanın muhasebeleştirilmesi daha büyük bir sermaye tabanı yaratacağından, aktif

karlılığını düşürecektir. Ekonomik katma değer yaklaşımını benimsemiş işletmeler, bu durumda varlıklara karşı sermaye bedellerini artırmak zorunda kalacaklardır (Abratt ve Bick, 2003: 24).

Maddi duran varlıkların defter değeri ile söz konusu varlıklara ödenen fiyat arasındaki fark, şerefiye olarak adlandırılmakta ve şerefiye, içinde markanın da yer aldığı bir dizi maddi olmayan duran varlığı da içine almaktadır. Ancak, markaya ilişkin tartışmaların derinleşmesi ve marka değerini tespit etmeye yönelik birtakım modellerin geliştirilmesi, şerefiyeyi farklı kategorilere bölmüştür. Sonuç olarak bu durum, markanın ve diğer maddi olmayan duran varlıkların gerçek değerleri ile muhasebeleştirilmesine yönelik bir metotun geliştirilmesine duyulan ihtiyacı vurgulamıştır (Haigh, 1999: 7-8).

Maddi olmayan duran varlıkların muhasebeleştirilmesi hususunda, genel olarak oldukça muhafazakâr bir yaklaşım benimsenmiştir. Şirket birleşmeleri ya da devralmalar gibi durumlar söz konusu olduğunda, başkalarından elde edilen maddi olmayan duran varlıkların değerlemelerini yapmak için uygun altyapıları olan işletmeler, söz konusu varlıklara finansal tablolarda yer vermiştir. Ancak, işletmenin kendi iç kaynaklarını kullanmak suretiyle geliştirmiş olduğu maddi olmayan varlıklar, kayda alınmamıştır. Bu durum da daha çok ölçüm konusunda yaşanan sorunlardan kaynaklanmaktadır. Harcamaların hemen yapılması ancak faydanın gelecekte elde edilecek olmasından kaynaklanan zamanlama etkisi ya da gelecekte beklenen faydanın dalgalanmasıyla ilgili olan risk faktörü, marka değerinin ölçümünü zorlaştıran faktörler olarak sayılmaktadır (Upton, 2001: 75). İşletmelerin kendi iç kaynakları ile geliştirdikleri markalarını muhasebeleştirme konusunda sorun yaşamasının bir diğer nedeni de markanın patent gibi belirli bir ömrünün olmayışıdır. Örneğin; bir varlık aktifleştirilirken kullanım ömrü on yıl olarak kabul edilip aktifleştirildiği takdirde aynı işlemin kullanım ömrü belirsiz olan fakat on yıldan da fazla olacağı öngürülen varlıklar için de yapılması gerekmektedir. Sonuçta, maddi olmayan duran varlık olarak kabul edilen markanın, iyi tanımlanmış bir süreç boyunca amortismanına tabi tutulması gerekmektedir (Seetharaman, Nadzir, ve Gunalan, 2001: 247).



Markanın muhasebeleştirilmesine yönelik yasal düzenleme olarak ilk adımı İngiltere 1998 yılında 10 nolu Finansal Raporlama Standardı ile atmıştır. Bunu, ABD'nin 2001 yılında yayınladığı 141 nolu Finansal Muhasebe Standardı ve 2005 yılında uluslararası olarak kabul gören Uluslararası Finansal Raporlama Standardı 3 takip etmiştir (Lindemann, 2010: 11). Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu da ilk taslağı araştırma geliştirme faaliyetlerinin muhasebeleştirilmesi olarak 1977 yılında başlayan maddi olmayan duran varlıklara ilişkin çalışmalarına, içinde marka ile ilgili düzenlemeleri de barındıran uluslararası muhasebe standardı 38 ile 1 Temmuz 2009 tarihinde son şeklini vermiştir (<http://www.iasplus.com/en/standard/standard37>). 2005 yılında, birçok ülke gibi Türkiye de muhasebe uygulamaları genel tebliğini uluslararası muhasebe standartları çerçevesinde yeniden düzenlemiş ve Türkiye Muhasebe Standardı (TMS) 38 ile 31.12.2005 tarihinden sonra başlayan hesap dönemlerinde uygulanmak üzere, maddi olmayan duran varlıkların muhasebeleştirilmesine ilişkin düzenlemelerini yapmıştır. 01.01.2013 tarihinden itibaren Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ile uyumlu Türkiye Muhasebe Standartlarının uygulanması, anonim ve limited şirketler açısından zorunlu hale gelmesi nedeniyle, özellikle markanın muhasebeleştirilebilmesi için uygulanacak standardın anlaşılması önem arz etmektedir. Maddi olmayan duran varlıkların muhasebeleştirilmesi konusunda geliştirilen bu raporlama standartlarına rağmen, henüz özellikle işletmenin kendi içinde geliştirmiş olduğu markasını finansal tablolara yansıtabilmesi konusunda, uluslararası bir uygulamaya rastlanmamıştır.

Marka değerinin finansal tablolara yansıtılması konusu, ülkeler bazında da farklılaşmaktadır. Bunun temel nedeni olarak, özellikle Amerika ve Avrupa standartlarının dayanmış olduğu temel prensiplerdeki farklılaşma gösterilebilir. Anglo-Amerikan muhasebe yaklaşımından etkilenerek hazırlanan Uluslararası Muhasebe Standartları Komisyonu (IASB) standartlarında öncelik, yatırımcıyı ilgilendiren bilgiler üretmeye yöneliktir. Yani, temel prensip “ilgililik” olarak nitelendirilebilir. Avrupa standartları ise daha çok güvenilirlik, objektiflik ve ihtiyatlılığa önem vermektedir. Bu anlamda markanın muhasebeleştirilmesine yönelik yaklaşımlar farklılaşmaktadır (Stolowy, Haller, ve Klockhaus, 2001: 148).

Marka gibi maddi olmayan duran varlıkların muhasebeleştirilmesiyle ilgili standart belirleyicilerin, karşı karşıya kaldıkları üç temel sorun söz konusudur. Birincisi; maddi olmayan duran varlıkların finansal tablolarda gösterilip gösterilmeyeceği ve eğer gösterilecekse satın alınmış maddi olmayan duran varlıkların, işletmenin kendi bünyesinde geliştirdiği maddi olmayan duran varlıklardan farklı bir muameleye tabi tutulup tutulmayacağı hususudur. İkincisi; eğer maddi olmayan duran varlıklar kayıtlarda gösteriliyor ise bu varlıkların (sonsuz ömrü olan varlıklar da dahil) sistematik olarak amortismanına tabi tutulup tutulmayacağı ya da sonsuz ömrü olan maddi olmayan duran varlıkların değer düşüklüğü testine tabi tutulup tutulmayacağı ve tabi tutulacaksa hangi temele dayanarak bu işlemin yapılacağı hususudur. Üçüncüsü ise; işletmelere, maddi olmayan duran varlıklarının gerçek değerlerini daha iyi yansıtabilmesi için yeniden değerlendirme yapmaya izin verilip verilmeyeceği ve eğer verilecekse bunun hangi şartlar altında verileceği hususudur (Damash, Durand, ve Watson, 2009: 122).

#### **1.1.5.1. Uluslararası Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi**

Uluslararası muhasebe standartları kurulu (IASB) tarafından 1998 yılında UMS 38 “Maddi Olmayan Duran Varlıklar” standardı yayınlanmış ve bu standart ile marka ve diğer maddi olmayan duran varlıkların muhasebeleştirilme esasları açıklanmıştır. UMS 38 ilerleyen yıllarda birkaç defa revizyona uğramıştır. UMS 38’de maddi olmayan duran varlıklar fiziksel niteliği olmayan, tanımlanabilir, parasal olmayan, mal ve hizmetlerin üretim veya arzında kullanılmak üzere tutulan, başkalarına kiralanabilen veya yönetsel amaçlar için kullanılan varlık (UMS 38;paragraf 7) olarak tanımlanmış ve bu varlıklara örnek verilirken markalar (marka isimleri ve yayın hakları dahil) maddi olmayan duran varlıklar arasında sayılmıştır.

Markanın tanınması ve maliyet tespiti büyük ölçüde markanın hangi yoldan işletme bünyesine katıldığı ile alakalıdır. Marka üç şekilde elde edilmiş olabilmektedir. Bunlar; iç kaynaklarla yaratılmış markalar, bir ticari birleşmenin

parçası olarak ele geçirilen markalar (iştiraklerin ele geçirilmesi gibi birleşmeler) ve bağımsız ele geçirilen markalar (herhangi bir ödeme veya takas olmaksızın gerçekleştirilen ele geçirmeler) şeklindedir. UMS 38'e göre maddi olmayan bir duran varlık ayrı olarak ele geçirilmiş ise, söz konusu maddi olmayan varlığın maliyeti, hatasız tespit edilebilmektedir. Satın alma bedelinin nakit ya da diğer parasal varlıklar şeklinde ifade edilmesi, hatasız maliyet tespitine olanak tanımaktadır. Markanın bir başka varlık ile (maddi veya maddi olmayan varlık) takası yoluyla elde edilmesi durumunda markanın rayiç değerinin değişim yapılan varlığın rayiç değerine eşit olacağı ve eşdeğeri bir nakit transfer bedeli ile düzenlenebileceği belirtilmiştir (UMS 38, paragraf 34). Diğer maddi olmayan duran varlıklar gibi marka da bir bedel karşılığında elde edilmiş ise muhasebe kayıtlarında dikkate alınmaktadır. UMS 38'in dördüncü ve yedinci direktiflerinde iştirakler ile gerçekleştirilen bir ele geçirme veya devralma durumunda maddi olmayan duran varlıkların durumuna ilişkin bir açıklamaya yer verilmemiştir. Ancak tanımlanabildikleri sürece, söz konusu varlıkların ayrı olarak ölçülebilecekleri ve kayda alınacakları UMS 38 paragraf 27'de zımnen ifade edilmiştir (Otonkue, Edu, ve Ezak, 2010: 108). İç kaynaklarla yaratılmış markaların muhasebe kayıtlarına alınabileceğine dair henüz bir fikir birliği sağlanamamıştır. UMS 38'e göre de işletmelerin kendi imkanları ile yaratmış oldukları markalar, muhasebe kayıtlarına alınamamaktadır. Bu durum, söz konusu işletmelerin özellikle sermaye piyasalarında, markalarını başka işletmelerden satın alarak kendi bünyelerinde aktifleştiren ve böylece bilançolarını büyüten işletmeler karşısında rekabet güçlerini azaltıcı etki yaratmaktadır (Fırat ve Badem, 2008: 216).

UMS 38'e göre markalar, faydalı ömrü sınırlı veya sınırsız olmasına göre, farklı değerlendirme esaslarına sahiptir. Sınırlı faydalı ömre sahip markalar itfaya tabi tutulabilirken, sınırsız faydalı ömre sahip markalar itfaya tabi tutulmazlar. Faydalı ömrü sınırsız olarak belirlenmiş maddi olmayan duran varlıkların kayıtlı değerlerinde herhangi bir değer düşüklüğü olup olmadığına yönelik, her yıl aynı zamanda değer düşüklüğü testi yapılmaktadır (Özkan ve Terzi, 2012: 91).

Şirketlerin kendi bünyesinde oluşturduğu şerefiye, ticari marka ve müşteri listeleri, maliyeti güvenilir bir biçimde tespit edilemediği ve şirket tarafından kontrol

edilemediği için bir varlık olarak finansal tablolara alınmamaktadır (Özkan ve Terzi, 2012: 91)

Sonuç olarak, uluslararası muhasebe standartlarına göre, marka değerinin finansal tablolarda raporlanabilmesi için mutlaka bir alım satım işlemine konu edilmesi gerekmekte ve marka değeri sadece UFRS 3 “İşletme Birleşmesi” standardına göre işletme birleşmesinin bir parçası olarak finansal tablolarda raporlanabilmektedir. İşletme birleşmesi sonucu hazırlanan raporda, marka değeri ismi yerine şerefiye ismi kullanılmaktadır.

#### **1.1.5.2. Amerika Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi**

1970 yılında Muhasebe Standartları Kurulu'nun 16 numaralı “İşletme Birleşmeleri” ile ilgili görüşü kapsamında, satın alınan işletmelere ilişkin şerefiyeden ayrılabilen maddi olmayan varlıkların tanımlanarak değerinin belirlenmesi hususuna değinilmiştir. Bu görüşe göre, şerefiye dahil olmak üzere tüm maddi olmayan duran varlıklar 40 yılı geçmeyecek şekilde itfaya tabi tutulmaktadır. İlerleyen yıllarda Finansal Muhasebe Standartları Kurulu (FASB) tarafından öncelikle Finansal Muhasebe Standardı (FAS) 141 “İşletme Birleşmeleri” standardı 2001 yılında da FAS 142 “Şerefiye ve Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar” standardı yayınlanmıştır. Bu standartlara göre; marka değeri sadece işletme birleşmesinin bir parçası olarak finansal tablolarda varlık bölümünde gösterilebilmekte ve gerekli olması halinde değer düşüklüğü testine tabi tutulmaktadır. FAS 142'nin 9. Maddesinde, maddi olmayan varlıkların içinde marka ismine yer verilerek raporlamasının gerçeğe uygun değer üzerinden yapılması gerektiği belirtilmekle birlikte, finansal tablolarda raporlanacak marka değerinin işletme içinde üretilen marka olmaması gerektiği vurgulanmaktadır (Özkan ve Terzi, 2012: 90).

### 1.1.5.3. İngiltere Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi

1988 yılında Rank Hovis MacDougall şirketinin hem satın almış olduğu hem de kendi içinde geliştirmiş olduğu markalarını finansal tablolarında aktifleştirmek istemesi, İngiliz yerel basınının ve uzmanların büyük tepkisine sebep olmuştur. Şirket, bu amacını gerçekleştirmek için kendi danışmanlarınca geliştirilmiş bir değerlendirme metodolojisi uygulamıştır. Şirket denetçileri bu muhasebe girişimini kabullenmiş ve özellikle muhasebe standartları komitesinin eleştirilerine karşı kendi politikalarını savunmuşlardır (Power, 1992: 40). Bu girişim, marka değerinin aktifleştirilmesi hususunu tartışmaya açan, bilinen ilk girişim olmuştur.

İngiltere’de finansal raporlama standartlarının kabulünden önce uygulanmakta olan Muhasebe Standartları Komitesi kararlarına göre yayınlanan tasarlarda marka değeri şerefiye kapsamına alınmış ve böylece finansal tablolarda raporlanması mümkün olmuştur (Özkan ve Terzi, 2012: 92). 1998 yılında uygulanmaya başlanan Finansal Raporlama Standardı 10 (FRS 10) “Şerefiye ve Maddi Olmayan Duran Varlıklar” ile üç temel noktaya değinilmiştir (Ong, 2001: 117):

- Satın alınan şerefiye ve maddi olmayan duran varlıklar, işletme bilançolarında varlıklar olarak aktifleştirilmelidir. Şirket içinde geliştirilen bir şerefiye (örneğin bir marka) ancak kolaylıkla bulunabilir bir değere sahip ise bilançoda gösterilebilmeli, aksi durumda yer verilmemelidir.
- Satın alma esnasında maddi olmayan duran varlığın gerçek değeri, güvenilir bir şekilde ölçülebiliyorsa bu maddi olmayan duran varlık şerefiyeden ayrı olarak tanımlanabilir. Örneğin markalar ve yayın hakları oldukça sık alım satımı yapılan varlıklar olmasına rağmen, belirli bir markanın değeri ancak daha önce alım satımı yapılmış kıyaslanabilir markaların piyasa fiyatlarından tahmin edilmektedir. Bu da markanın kolaylıkla bulunabilir değerinin olmadığını göstermektedir. Çünkü, maddi olmayan duran varlıkların büyük çoğunluğu bunları ellerinde bulunduran işletmeler için tek ve eşsizdir. Uygulamada kolaylıkla bulunabilir piyasa değeri içeren varlıkların olduğu

birkaç istisna vardır. Bunlar; işletme ruhsatı, franchising anlaşması, süt kotası, taksi ruhsatı ve havaalanı iniş ruhsatı olarak sıralanabilir. Örneğin süt kotaları homojendir ve piyasada belirli bir fiyat üzerinden satılır.

- Maddi olmayan duran varlıkların itfa edilebilmesi ile ilgili genel kural; şerefiye ya da maddi olmayan bir duran varlığın, 20 yıl veya daha az bir ekonomik ömre sahip olması durumunda, ekonomik ömrü boyunca itfaya tabi tutulabilmesidir. Yararlı ekonomik ömrün 20 yıldan daha uzun olması durumunda, bu varlığın defter değerinin yeniden kazanılabilir değerinden fazla olmadığından emin olmak için yıllık olarak değer düşüklüğü testi yapılmak zorundadır. Eğer şerefiye ve maddi olmayan duran varlığın sonsuz ömrü olduğu bir durum söz konusu ise, bu varlıklar itfaya tabi tutulmamalı fakat yıllık olarak değer düşüklüğü testine tabi tutulmalıdır.

FRS 11 “Duran Varlıklar ve Şerefiyede Değer Düşüklüğü” standardı, değer düşüklüğü kuralına değinmiştir. Bu standarda göre; işletmelerin bilançolarında gösterilen varlıklarının defter değeri, bu varlıkların yeniden kazanılabilir değeri ile kıyaslanmalıdır. Eğer defter değeri yeniden kazanılabilir değerden düşük ise varlığın değeri düşmüştür ve gerekli değer düşüklüğü kaydının yapılması gerekir (Ong, 2001: 118).

#### **1.1.5.4. Fransa Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi**

Fransa’da 1982 yılında kabul edilen genel muhasebe planına göre, maddi olmayan duran varlıklar **finansal ve maddi duran varlık dışındaki tüm sabit varlıklar** olarak tanımlanmıştır. 1999 yılında yenilenen genel muhasebe planında ise maddi olmayan duran varlık tanımına hiç yer verilmemiş, 1982’de yapılan tanımın geçerliliğinin sürdüğü kabul edilmiştir (Stolowy, Haller, ve Klockhaus, 2001: 149).

Fransa’da ulusal muhasebe standartları yapıcısı olan “Ulusal Muhasebe Konseyi”, 1992 yılında markalar ile ilgili bir rapor yayınlamış ve işletme içinde maddi ve maddi olmayan duran varlıkların muhasebeleştirilmesi için söz konusu

varlıklara ilişkin aşağıdaki şartların mevcudiyeti aranmıştır (Özkan ve Terzi, 2012: 93):

- İşletmeye gelecekte ekonomik fayda sağlamanın mümkün olması
- İşletme tarafından kullanılma niyetinin olması
- Maliyetinin güvenilir bir biçimde ölçülmesi

Ancak konsey tarafından yayınlanan ilgili raporda, markalardan satın alınma yoluyla elde edilen şekilde bahsedilmiştir.

Fransa'da dördüncü Avrupa direktifleri çerçevesinde marka gibi maddi olmayan duran varlıkların yeniden değerlemesine genel olarak izin verilmemektedir. Yeniden değerlendirme sadece maddi duran varlıklar ve finansal varlıklar için uygulanabilmektedir (Stolowy, Haller, ve Klockhaus, 2001: 161).

#### **1.1.5.5. Almanya Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi**

Almanya muhasebe sisteminde, maddi olmayan duran varlıkların maddi duran varlıklar gibi yasal bir tanımı yapılmamıştır. Bu anlamda genel varlık tanımlamasına uyan, sabit nitelikte fakat fiziksel mevcudiyeti olmayan ve finansal olmayan varlıklar, maddi olmayan duran varlık olarak kabul edilmiştir. Uluslararası finansal raporlama standartlarından farklı olarak maddi olmayan duran varlık tanımında bir varlığın “gelecekte ekonomik fayda sağlama” özelliğine vurgu yapılmamıştır (Stolowy, Haller, ve Klockhaus, 2001: 151).

Almanya'da ticaret ve vergi bilançosunda marka değeri yer almaktadır. Maddi olmayan duran varlıklar içinde sayılan marka, ancak satın alınmışsa bilançoda gösterilebilmektedir. Satın alma, bir markanın hukuken kazanılması için ayrı bir bedel ödenmesi durumudur. Ayrıca, ödeme yapılmayarak edinilmiş markalar bakımından durum, edinilen markanın duran varlıklara mı yoksa dönen varlıklara mı dahil edileceği kararıyla bağlantılıdır. İşletmenin devamlı kullandığı markalar, duran varlıklara dahil edilmektedir. Alman hukukunda da işletmelerin satın alınmamış kendi markaları, bilançoda gösterilememektedir. Satın almalarda marka için ayrı bir

değer belirtilmemişse, söz konusu harcamalar sadece bir iş değeri olarak aktife yerleştirilebilirler ve amortismanına tabi tutulurlar. Fakat, bu gibi durumlarda da marka değerinin ayrıca bilanço eki olarak gösterilmesi mümkündür (Yüksel ve Mermod, 2005: 79).

Almanya’da ihtiyatlılık ilkesi gereği hiçbir varlık için yeniden değerlemeye izin verilmemektedir. Bu nedenle markalar için de bir yeniden değerlendirme söz konusu değildir (Stolowy, Haller, ve Klockhaus, 2001: 161).

#### **1.1.5.6. Çin Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi**

Çin’de uygulanmakta olan muhasebe standartları, “İşletmeler için Muhasebe Standartları” ASBE (Accounting Standards for Business Enterprises) olarak adlandırılmaktadır. 2007 yılından itibaren kullanılmakta olan bu standartlar, UMS ve UFRS’ler ile genel olarak bir uyum içerisindedir. Ancak, maddi olmayan duran varlıklarla ilgili olan 6 numaralı Çin Muhasebe Standardı’nda bir farklılık söz konusudur. UMS 38 maddi olmayan duran varlığın muhasebeleştirme sonrası ölçümünde hem maliyet hem yeniden değerlendirme yöntemine izin verirken (varlığın aktif bir piyasası olması halinde), ASPE 6’da sadece maliyet yöntemine izin verilmektedir (Sarı, 2009: 85).

#### **1.1.5.7. Avustralya Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi**

Ortalama bir Avustralya işletmesine bakıldığında şerefiyenin oldukça düşük bir değerde gösterildiği, tanımlanabilen maddi olmayan duran varlıkların çok yüksek değerde olduğu ve büyük olasılıkla da maddi duran varlıkların bu iki uç değer arasında bir yere denk düştüğü yönünde bir görüş vardır. 1994-2003 yılları arasında tekabül eden dönemde Avustralya’da uygulanmakta olan Avustralya Muhasebe



Standartları Kurulu (AASB)' nun belirlemiş olduğu standartlar içinde sadece maddi olmayan duran varlıkların muhasebeleştirilmesine yönelik bir standart yoktur. Ancak AASB 1010 (Geri kazanılabilen duran varlık miktarı), AASB 1011 (Araştırma geliştirme maliyetlerinin muhasebeleştirilmesi), AASB 1013 (Şerefiyenin muhasebeleştirilmesi), AASB 1015 (Devralınan varlıkların muhasebeleştirilmesi), AASB 1021 (Amortisman) ve AASB 1041 (Duran varlıkların yeniden değerlemesi) gibi standartlar dikkate alınarak muhasebeleştirme yapılmaktadır. Bu standartlara göre Avustralya'da satın alınan şerefiye, kayıtlara satın alınma maliyeti ile girer ve 20 yılı aşmamak kaydıyla her yıl sistematik olarak amortismanına tabi tutulur. Satın alınan şerefiye miktarının belirlenmesi için işletmelerin, tüm ele geçirilen varlıkların (maddi olmayan duran varlıklar da dahil olmak üzere) gerçek değerini ayrı ayrı kaydetmesi gerekmektedir. Ayrıca, şerefiyenin amorti edilmeyen değeri, her raporlama döneminde gelecekte beklenen faydası olmadığı için bir maliyet olarak kabul edilmektedir. Ele geçirilen maddi olmayan duran varlıklar, ele geçirme tarihindeki gerçek değerleri ile kayda alınır. Sınırlı ömrü olan maddi olmayan duran varlıkların (satın alınmış veya işletme içinde geliştirmiş) yararlı ömürleri boyunca yararlı ömür tanımlamasına hiçbir kısıtlayıcı limit uygulamaksızın sistematik olarak amortismanına tabi tutulmaları gerekmektedir. Sınırsız yararlı ömrü olan maddi olmayan duran varlıklar için amortisman uygulaması söz konusu değildir, her raporlama döneminde harcama kalemi olarak gösterilirler. Hem satın alınmış, hem de işletmenin kendi içinde geliştirmiş olduğu maddi olmayan duran varlıklar, yeniden değerlendirilebilirler (Damash, Durand, ve Watson, 2009: 122).

#### **1.1.5.8. Malezya Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi**

Malezya muhasebe sistemi, marka isminin tanımlanabilir bir öge olmasına rağmen, işletmeden ayrı bir varlık olarak tanımlanabilmek için yetersiz olduğunu öne sürmektedir. Marka isminin de yer aldığı maddi olmayan duran varlıklar için genel kabul görmüş bir muhasebeleştirme kuralı olmasa da geleneksel uygulama; satın

alınmış tanımlanabilir maddi olmayan duran varlıkların kayıtlarda görünmesi gerektiği, içsel olarak geliştirilmiş tanımlanabilir maddi olmayan duran varlıkların ise eğer belirlenmiş muhasebe kriterlerini sağlıyor ise kayda alınabileceği yönündedir (Seetharaman, Nadzir, ve Gunalan, 2001: 248). Marka konusu Malezya'da henüz popüler bir konu değildir. Bu durum Malezya'daki işletmelerin marka değerini finansal tablolarında göstermeye yönelik bir eğilimlerinin olmayışından kaynaklanmaktadır. Malezya'daki tüm işletmeler ile yapılmış bir anket çalışması işletme büyüklüğü, halka açıklık gibi kriterler açısından fark etmeksizin hiçbir işletmede markanın maddi olmayan duran varlıklar içinde sayılmadığını göstermiştir (Tong, 1998: 28).<sup>1</sup>

#### **1.1.5.9. Türkiye Muhasebe Sistemine Göre Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi**

BİST'te işlem görmekte olan işletmeler, Türkiye Muhasebe Standartlarını uygulamaktadır. Bu standartlardan TMS 38 nolu standart, maddi olmayan duran varlıklar ile ilgilidir. Bu standart kapsamında, bir varlığın maddi olmayan duran varlık olarak nitelendirilebilmesi için şerefiyeden ayrı olarak **belirlenebilir** olması, işletmenin o varlık üzerinden gelecekte elde edeceği ekonomik yararları kullanabilmesi ve başkalarının erişimine kısıtlayabilecek **kontrol gücünün** olması ve maliyet tasarrufu, ürün ya da hizmet satışı, söz konusu varlığın kullanımı gibi yollarla işletmeye **gelecekte ekonomik yarar** sağlaması gerekmektedir (TMS 38, paragraf 11-17).

Maddi olmayan duran varlıkların muhasebeleştirilmesi için ilk olarak maddi olmayan duran varlık tanımını ve muhasebeleştirme kriterlerini karşılaması gerekir.

---

<sup>1</sup> A. Seetharaman, Zainal Azlan Bin Mohd Nadzir, S. Gunalan, A Conceptual Study on Brand Valuation, Journal of Product & Brand Management, Vol. 10, No.4, pp.243-256 Alıntı: Tong, T.L., Financial Reporting: A Survey of Malaysian Financial Reporting Practices, MACPA Educational Trust Fund

Yukarıda belirtilen maddi olmayan duran varlık olmanın gerektirdiği niteliklere ek olarak bu varlıklarla ilişkilendirilen beklenen gelecekteki ekonomik yararın işletme için gerçekleştirilmesinin muhtemel olması ve varlığın maliyetinin güvenilir bir şekilde ölçülebilmesi gerekir (TMS 38, Paragraf 21). Maddi olmayan duran varlıkların muhasebeleştirilmesi TMS 38’de belirli durumlara göre ayrı ayrı açıklanmıştır:

- **Ayrı Olarak Elde Edilen Maddi Olmayan Duran Varlık:** Ayrı olarak elde edilen bir maddi olmayan duran varlığı elde etmek için ödenmiş olan fiyat, bu varlıktan gelecekte ekonomik fayda sağlanacağı beklentisini doğurur. Aynı zamanda bu varlığın maliyeti satın alma bedelinin nakit veya diğer parasal varlıklarla ödenmiş olması durumunda, güvenilir bir şekilde ölçülebilir (TMS 38, Paragraf 25,26). Söz konusu varlığın maliyet bedeli; ithalat vergileri ve iade edilmeleri mümkün olmayan satın alma vergileri de dahil, ticari iskontolar ve indirimler düşüldükten sonraki satın alma fiyatı ve varlığı amaçlanan kullanımına hazır hale getirmeye yönelik doğrudan varlıkla ilişkilendirilebilen herhangi bir maliyetin toplamına eşittir (TMS 38, Paragraf 27). Standart kapsamında maliyetin bir parçası olarak kabul edilemeyecek harcamalara ilişkin örnekler; “yeni bir ürün veya hizmetin tanıtımına ilişkin maliyetler (reklam ve promosyon maliyetleri dahil)”, “yeni bir yerde veya yeni bir müşteri sınıfıyla iş yapma maliyetleri (personel eğitim masrafları dahil)”, “yönetim maliyetleri ve diğer giderler” olarak sıralanmıştır (TMS 38, Paragraf 29).
- **İşletme Birleşmesinin Bir Parçası Olarak Elde Etme:** İşletme birleşmesi sırasında elde edilen bir maddi olmayan duran varlığın maliyeti, elde edilme tarihindeki gerçeğe uygun değerdir. Bu değer, varlıktan beklenen gelecekteki ekonomik yararların işletme tarafından elde edilme olasılığı ile ilgili piyasa beklentilerini yansıtmaktadır. Bu durum da muhasebeleştirme kriterlerinin sağlandığını göstermektedir. Sonuç olarak işletme birleşmesinden önce varlığın devralınan tarafından muhasebeleştirilmiş olup olmamasına bakılmaksızın, ilgili varlığın gerçeğe uygun değerinin güvenilir bir şekilde ölçülebilmesi durumunda devralan, birleşme tarihinde

devralınanın maddi olmayan duran varlığını, şerefiyeden ayrı olarak muhasebeleştirilmektedir (TMS 38, Paragraf 33,34).

Uygulamada çokça görülen marka genişleme stratejisi neticesinde, tanınmış markaların işletmeler tarafından yeni ürün ya da hizmetlerde kullanıldığı görülmektedir. Bunlar ana marka, alt marka gibi sınıflandırılmaktadır. Örneğin; “Altinyıldız” markası “Altinyıldız Nano”, “Altinyıldız Classics” gibi markalarla farklı ürünlerde kullanılabilir. Standart uyarınca bu tür markalar işletme birleşmesi sonucunda şerefiyeden ayrılabilir, gerçeğe uygun değeri güvenilir bir şekilde ölçülebiliyorsa ve benzer yararlı ömre sahipse tek marka olarak muhasebeleştirilebilir (Yılmaz, 2012: 23).

- **Devlet Teşviki Yoluyla Elde Etme:** Bir maddi olmayan duran varlık, devlet teşviki yoluyla ücretsiz olarak veya çok düşük bir bedelle elde edilebilir. Bu duruma örnek olarak havaalanı iniş hakkı, radyo ve televizyon istasyonu işletme lisansı, ithalat lisansı, ithalat kotaları ve diğer sınırlı kaynaklara erişim haklarının, devlet tarafından işletmelere devredilmesi verilebilir. İşletme, bu durumda edindiği maddi olmayan duran varlığı, gerçeğe uygun değerinden muhasebeleştirir ya da edinmiş olduğu bu varlığın amaçlanan kullanımına hazır hale getirilmesi ile doğrudan ilişkili giderleri nominal tutarına ilave etmek suretiyle muhasebeleştirir (TMS 38, Paragraf 44).
- **İşletme İçi Yaratılan Maddi Olmayan Duran Varlıklar:** İşletme içi yaratılan bir maddi olmayan duran varlığın muhasebeleştirilmesi için gerekli kriterleri sağlayıp sağlamadığının değerlendirilmesinde, bu varlığın oluşumu için geçen araştırma ve geliştirme safhalarına ayrı ayrı bakılır. Araştırmadan kaynaklanan herhangi bir maddi olmayan duran varlık muhasebeleştirilemez, araştırma harcamaları yapıldığında gider olarak kaydedilir. Bunun nedeni araştırma safhasında işletme için gelecekte ekonomik fayda sağlayacak bir varlığın mevcudiyetinin gösterilebilmesinin mümkün olmayışıdır. Geliştirme safhasından kaynaklanan maddi olmayan duran varlıklar ise ilgili varlığın satılabilmesi için bu safhada tamamlanmasının teknik olarak mümkün olması, işletmenin bu varlığı kullanma veya satma niyetinin olması, varlıkla ilgili

yapılan harcamaların güvenilir bir biçimde ölçülebilir olması vb. şartların sağlanması halinde muhasebeleştirilebilir. Ancak işletme içi yaratılan markalar, ticari başlıklar, yayın hakları, müşteri listeleri, ve benzer nitelikteki kalemlere ilişkin harcamalar, işin bir bütün olarak geliştirilmesine ilişkin maliyetlerden ayırt edilemediğinden, maddi olmayan duran varlık olarak muhasebeleştirilemezler (TMS 38, Paragraf 51-64).

Bir maddi olmayan duran varlık, ilk kayda alınmasının ardından yeniden değerlendirme tarihindeki gerçeğe uygun değerinden birikmiş amortisman ve değer düşüklüğü zararlarının tamamı düşüldükten sonra, hesaplanan yeniden değerlendirilmiş değeri ile kayıtlarda izlenir. Bu standarda göre yeniden değerlendirme yapmak için, gerçeğe uygun değer, aktif bir piyasa ile ilişkilendirmek suretiyle belirlenir. Ancak markalar, patentler ve ticari markaların benzersiz olmaları ve alınıp satılabilmelerine rağmen, sözleşmelerin bireysel alıcı ve satıcılar arasında müzakere edilmesi sebebiyle aktif bir piyasası mevcut değildir. Bu nedenle bu maddi olmayan duran varlıklar, yeniden değerlemeye tabi tutulmadığından bu varlıkların maliyetinden birikmiş itfa payları ve değer düşüklüğü zararları düşürülerek izlenir (TMS 38, Paragraf 75-78).

Maddi olmayan duran varlıkların muhasebeleştirilmesinde, yararlı ömür dikkate alınır. Sınırlı yararlı ömre sahip bir maddi olmayan duran varlık itfaya tabi iken, sınırsız yararlı ömre sahip bir maddi olmayan duran varlık itfaya tabi olmaz (TMS 38, Paragraf 89). Sınırlı yararlı ömre sahip bir maddi olmayan duran varlığın itfaya tabi tutarı, yararlı ömrü boyunca sistematik olarak dağıtılır. İtfa işlemi, ilgili varlığın TFRS 5 standardına göre satış amaçlı elde tutulan olarak sınıflandırıldığı (ya da satış amaçlı elde tutulan olarak sınıflandırılan elden çıkarılacak bir varlık grubuna dahil edildiği) tarih ile elden çıkarıldığı tarihten erken olanı itibariyle durdurulur. Her dönemin itfa maliyeti, bu veya diğer bir standart tarafından başka bir varlığın defter değerine dahil edilmesine izin verilmedikçe ya da bu konuda bir zorunluluk bulunmadıkça, kar veya zarar hesaplarında muhasebeleştirilir (TMS 38, Paragraf 97).

Türkiye Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği'nde yer alan hesap planına göre, marka değeri 260 Haklar Hesabı'nda muhasebeleştirilmektedir. "İmtiyaz, patent, lisans, ticari marka ve ünvan gibi bir bedel ödenerek elde edilen bazı hukuki tasarruflar ile kamu otoritelerinin şirketlere belirli alanlarda tanıdığı kullanma, yararlanma gibi yetkiler dolayısıyla yapılan harcamalar" 260 Haklar Hesabı'nın kapsamına girmektedir. Hesabın işleyişinde edinilen haklar, maliyet bedelleri ile bu hesaba borç olarak kaydedilir. Yararlanma süreleri içerisinde (eğer yararlanma süresi belli değilse 5 yıllık sürede) eşit taksitlerle itfa olunarak yok olunur (Akdoğan ve Sevilengül, 1995: 221).

Markanın bir değer olarak finansal tablolarında yer alabileceğine ilişkin henüz akademisyenler, standart belirleyiciler ya da işletmelerde tam kanaat oluşmamıştır. Marka değerinin sübjektif yargılara dayandığını öne süren geniş bir kitle mevcuttur. Ancak unutulmamalıdır ki hali hazırda uygulanmakta olan muhasebe standartlarına göre, geçmişe ait maliyet kayıtları da sübjektif yargılara dayanmaktadır. Örneğin sabit varlıklara uygulanmakta olan amortisman oranı, arta kalan aktif değerlerin bir tahmini olup, muhtemelen bu varlıkların değer kaybı oranından oluşmaktadır. Bu tahmin, uzman görüşüne dayalı olduğundan ister istemez sübjektif ve muhtemelen yanlış olacaktır. Kar/zarar hesapları ve bilanço üzerinde büyük etkisi olan yılsonu stok tespiti, eskime sonucu elde edilebilecek değer dikkate alınarak, uzman görüşüne bağlı olarak tespit edilmektedir. Yılsonu borçların değeri, kıdem tazminatı hesapları, arsa-bina değerleri de uzman hükümlerine bağlı olarak belirlenmektedir. Tüm bu sübjektif yargıların uygunluğuna denetçiler tarafından kanaat getirilirse ilintili unsurlar da hesaba katılarak gerçekçi ve adil bir denetim raporu hazırlanacaktır. Maddi olmayan varlık muhasebesini destekleyen kesim, benzer koşulların markalar için sağlanması halinde radikal bir örnek oluşturmayacağını savunmaktadır (Haigh ve İlgüner, 2012: 146). Yine de gelecekte elde edilecek kazançların aktifleştirilmesi kavramına tedirginlikle bakan muhasebecilere rağmen, markaların muhasebeleştirilmesi konusunda standartlar geliştirmek üzere çalışmalar devam etmektedir (Haigh ve İlgüner, 2012: 153).

Bir işletmenin ana hedefi olan hissedar maksimizasyonunu sağlamak üzere pazarlama, muhasebe ve finansman fonksiyonlarını birbirleri ile koordinasyon halinde hareket etmeye zorlayan marka değerinin önemi, zamanla çok daha iyi idrak edilecektir. Tarihi maliyetler muhasebesinin yerini piyasa değerine odaklı kayıtlara bırakacağı yeni muhasebe anlayışının yerleşmesi ile muhasebe kayıtlarında marka değerinin de yer alması kaçınılmaz bir gereklilik olacaktır.

### **1.1.6. Markanın Hukuki İşlemlere Konu Olması**

Marka ile ilgili hukuki işlemleri dört ana başlık altında incelemek mümkündür. Bunlar markanın devri, markanın rehni, markanın haczi ve marka lisansı olarak sınıflandırılabilir (Dursun, 2008: 114). Bu hukuki işlemlerin tümünde marka değerinin bilinmesi önem arz etmektedir.

#### **➤ Devir**

Marka, tescil edildiği mal ve hizmetlerin tümü veya bir kısmı için devredilebilir. Bir işletmenin aktif ve pasifleri ile birlikte devri, aksi kararlaştırılmamışsa, işletmeye ait markaların da devrini kapsar. Bu şekilde markanın işletmeden ayrı olarak devri olanaklı kılınmıştır (Başalan Patent & Trade Mark, 2008: 29).

#### **➤ Rehin**

Tescilli bir markanın rehin edilebilmesi mümkündür. Marka rehni, işletmeden bağımsız olarak da gerçekleştirilebilir. Bir ticari işletme üzerinde rehin hakkı kurulursa marka kural olarak ticari işletme rehninin kapsamına girer (Dursun, 2008: 116).

#### **➤ Haciz**

Tescilli bir marka, işletmeden bağımsız olarak haciz edilebilir. Haciz, sicile kayıt edilir ve yayınlanır. Marka ile ilgili KHK'de haciz sadece ferdi markalar bakımından geçerli kılınmıştır. Ancak devrolunabilen garanti markası ve ortak markanın da haczi olanaklıdır (Arkan, 1997: 207).

### ➤ Lisans

Genel olarak lisans sözleşmesi ile bir fikri veya sınai hakkın sahibi, hakkının kullanılmasını bir ücret karşılığında belirli bir süre için bir başkasına devreder. Marka için lisans verme işlemi, markayı kullanma hakkı kural olarak eski sahibinde kalmakla beraber diğer bir kişiye de bu hakkın tanınması olarak ifade edilebilir (Dursun, 2008: 119).

#### 1.1.7. Markanın Menkul Kıymetleştirilmesi

Menkul kıymetleştirme, nakit akışı sağlayan varlıkların menkul kıymetlere dönüştürüldüğü ve bu menkul kıymetlerin de daha sonra yatırımcılara satıldığı yapısal bir finansal süreçtir. Borcun finansmanında marka varlıklarının kullanılması hususu da menkul kıymetleştirme kapsamında değerlendirilebilir. Markaların varlık değerinin, çeşitli mali işlemlerde borcun finansmanında kullanılma sıklığı, gün geçtikçe artmaktadır. Marka gibi fiziki olmayan varlıkların menkul kıymetleştirilmesi zamanla birleşme ve devralmalara, hisse senetlerinin geri satın alınma işlemlerine, yatırımcılara risk transfer edilme işlemlerine olanak tanıyan, kurumsal bir finanslama aracına dönüşmüştür. İşletmelerin maddi olmayan duran varlıklarının kurumsal güçlerinin büyük bölümünü oluşturduğunu fark etmeleri ile birlikte, bu söz konusu varlıklarını maddi duran varlıklar gibi finansman ihtiyaçlarında kullanma eğilimleri de artmıştır (Lindemann, 2010: 87).

Bir işletme, daha başka teminatlarla destekleyerek ya da desteklemeksizin nakit akışındaki faizi yatırımcılarına transfer ederek, menkul kıymetleştirme yoluyla finansman sağlayabilir. Transfer edilen varlıklardan varlığa dayalı menkul kıymet ya da menkul kıymetleştirme kredisinin temelini oluşturacak düzenli ve tahmin edilebilir bir nakit akışı sağlaması beklenir. Tipik bir transfer işleminde, işletme nakit akışı yaratan varlıklar üzerindeki haklarını, özel amaçlı aracı işletmelere toptan ödemelerine karşılık olarak satar. Varlıklardan elde edilen nakit akımları ile geri ödenen varlığa dayalı menkul kıymet borçlarının kullanılması ile özel amaçlı aracı kurumlar, bu varlıkların satın alma masraflarını finanse ederler. Menkul



kıymetleştirme birçok finansal avantaj sağlamaktadır. Bu avantajlar içinde en önemlisi olarak acil nakit ihtiyacının karşılanması sayılabilir. Ayrıca, menkul kıymetleştirme daha yüksek bir kredi derecelendirmesi ve böylece daha düşük finanslama maliyeti ve daha geniş bir yatırımcı yelpazesi sunar. Marka, iktisadi doğası gereği ve sağlayacağı nakit akımının güvenilirliği dolayısıyla ilgili işlemlerin büyük çoğunluğunda AAA ile Ba3 arasında yüksek yatırım dereceleri alır. Entelektüel varlıklar kapsamında değerlendirilen marka, özellikle varlığa dayalı menkul kıymet yatırımcıları için oldukça caziptir. Bunun nedeni, markanın menkul kıymetleştirme işleminin kanıtlanmış olma, durağan olma ve tahmin edilebilir olma gibi ana kriterleri sağlamakta oluşudur. Varlığa dayalı menkul kıymet işlemleri kapsamına markaların da dahil edilmesinde, marka değerlendirme tekniklerinin finansman kurumlarınca kabul edilme düzeyinin artışı etkili olmuştur. Birçok seçkin marka da bu anlamda menkul kıymetleştirme sürecine konu olmuştur. Örneğin; 1993 yılında Calvin Klein markası kapsamında parfümlerin gelecekteki satışlarına ilişkin menkul kıymetleştirilme işleminden 58 milyon dolar fon sağlanmıştır. Son zamanlarda marka tabanlı menkul kıymetleştirme işleminin çarpıcı bir biçimde arttığı gözlemlenmektedir. Dunkin' Donuts, Baskin-Robbins ve Togo's markalarının imtiyaz bedellerinin menkul kıymetleştirilmesi yine bu duruma örnektir. Hatta kurumsal devralma işleminin finanse edilmesi amacıyla, imtiyaz haklarının menkul kıymetleştirilmesi uygulamasının ilk örneğini, söz konusu şirketler gerçekleştirmiştir. Dunkin' markaları (Dunkin' Donuts, Baskin-Robbins ve Togo's) AAA kredi notlu fast food zincirindeki imtiyaz haklarından menkul kıymetleştirme yoluyla 1.7 milyar dolar elde etmiştir (Lindemann, 2010: 89).

Hissedar değerinin üçte ikisinden fazlasının fiziki olmayan varlıkların muhasebesi ile gösterilmesi ve bu miktarın büyük çoğunluğunun markanın muhasebeleştirilmesi ile ilgili olması, marka tabanlı menkul kıymetleştirmenin yaygınlaşacağına işaret etmektedir. Bu işlemlerdeki yaygınlaşma ise markaların nakit akışı yaratan varlık olarak algılandığını göstermektedir (Lindemann, 2010: 90).

### 1.1.8. Markaya Yapılan Yatırımların Getirisi

Sarbanes-Oxley yasasının kabulünden sonra şirket yönetimleri, pazarlama için gerçekleştirilen kaynak tüketiminin hissedarlar yararına olacağını ispatlamaya yönelik ölçülebilir kanıt arayışına girmiştir. Marka yaratma çalışmaları, azımsanmayacak derecede hem para hem de zaman yatırımı gerektirdiği için şirketler, hissedarlarına maksimum değer yaratmak üzere kaynakları optimize edecek bir yatırım getirisi (ROI) oluşturmaya çalışmaktadır (Lindemann, 2010: 125).

Marka oluşturmak, sürdürülebilir bir hissedar değeri yaratmaktadır. Bugüne kadar yapılan birçok araştırma, bulunduğu endüstriye bağlı olarak markanın %30-80 aralığında hissedar değerini açıkladığını göstermiştir. Bu tespit ise bütün marka yatırımlarının, hissedar değeri üzerinde olumlu bir etkisi olduğu düşüncesini doğrulamıştır. Markanın hissedar değeri üzerindeki doğrudan etkisi, gelecekte beklenen getirilerinin net bugünkü değerini gösteren marka değeri ile ölçülebilir. Bu nedenle marka değeri, marka yatırımlarının başarısının ölçülmesinde iyi bir ölçüt olarak kabul edilir. Marka yatırımları; stratejik marka unsurları, marka imajına ilişkin reklamlar, ürün geliştirme ve tasarımı, ticaret alanı, satış gücü ve tüketici ilişkileri, personel eğitimi gibi faktörleri içerir. Pazarlama yatırımlarının, marka değeri ve hissedar değeri üzerindeki olumlu etkisini ispatlayan, çok sayıda çalışma mevcuttur. Değer yaratma süreci, artan ve sürdürülebilir bir etki göstermektedir. Bu süreç, uzun vadeli olarak sonuç verir ve bu nedenle söz konusu etkiler, kısa vadeli yatırımın getirisi ölçütünde görülemez. Satış verilerine ulaşılmasının kolaylığı ve yaygınlığı, pazarlama faaliyetlerinin ve özellikle de satış tutundurma faaliyetlerinin kısa vadede orantısız değişimine neden olur. Satış tutundurma faaliyetleri seyrek olarak uygulandığı ve tüm marka imajını destekleyecek şekilde organize edildiği takdirde, tek başına değer yaratan faaliyetlerdendir. Devamlı ve sık sık gerçekleştirilen tutundurma faaliyetleri, marka değerine ve kar marjına zarar vermektedir. Farklı pazarlama faaliyetleri içinde en etkili karma, söz konusu unsurların marka yaratma potansiyellerine bağlıdır. Bu nedenle yatırımların getirisi (ROI) yaklaşımı, her bir pazarlama faaliyetinin uzun vadeli marka değeri yaratma ve marka yatırımlarından

en yüksek getirinin elde edilebilmesi için optimal etkileşimin sağlanmasını gerektirmektedir (Lindemann, 2010: 125).

Hiçbir işletme, kısa vadeli satış rakamlarındaki değişikliklere bakarak, sermaye harcamalarının getirisini tespit etmeye çalışmaz. Çünkü, sermaye harcaması kapsamında değerlendirilebilecek bina, arsa gibi sabit varlıklar yanında marka gibi maddi olmayan varlıkların ömürleri 20 yıl ve daha fazla zamana yayılmıştır. İşletmelerin hisse senedi fiyatlarının ortalama %70'inden fazlası, 3 yıl sonrası için beklenen nakit akışına bağlı olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca 25 yıla ilişkin gelecekteki nakit akımına yönelik beklentiler ise birçok işletmenin net bugünkü değerinin dörtte üçünü oluşturmaktadır. Bu nedenle işletmenin en önemli varlıklarından biri olan markanın uzun vadeli değeri, uzun vadede markanın değer yaratma potansiyeli göz önünde bulundurularak yönetilmelidir. Markaya, uzun vadeli planlama ve yatırım gerektiren bir uzun vadeli varlık olarak bakılması gerekmektedir. Bu anlamda uygun bir ROI modelinin geliştirilebilmesi için pazarlama faaliyetleri ve yatırımlarının uzun ve kısa vadeli etkilerinin iyi tanımlanması gerekmektedir (Lindemann, 2010: 126).

Marka ya da pazarlama yatırımlarının getirisi, markaya yapılan yatırımlar ve pazarlama harcamaları ile bu kalemlerin ekonomik getirileri arasındaki ilişkiye dayalı olarak hesaplanabilir. Marka yatırımlarının getirisi, markaya has getiri ve yatırımların karşılaştırılması suretiyle kısa ve uzun dönemdeki pazarlama harcamalarının optimize edilmesinde kullanılan bir ölçüttür. Geliştirilmiş marka yatırımlarının getirisi modeli ile aynı düzeydeki harcama karşılığında daha yüksek gelir ve karın elde edilmesi mümkün olacaktır. Ancak bu değerlendirme, pazarlama yatırımları ve girişimlerine ilişkin zaman unsurunun devreye girmesi ile karmaşıklaşmaktadır. Doğrudan elektronik posta kampanyaları gibi birtakım marka girişimleri, kısa vadeli satışların artışı ve değer yaratılmasına odaklanmaktadır. Geliştirilmiş müşteri deneyimi ya da marka imaj kampanyaları gibi uygulamalar ise değer yaratılması konusundaki etkisini uzun yıllar içinde göstermektedir. Bu nedenle kısa vadeli ROI değerlendirmesi, kısa periyotta yatırım ve getiri arasındaki ölçülebilirliğin sağlamış olduğu kolaylık açısından, daha geniş çaplı olarak tercih edilmektedir. Tabii, bu uygulamanın geçerli olması, marka yatırımı adına uygulanan

pazarlama faaliyeti süresince başka hiçbir pazarlama faaliyeti ya da beklenmeyen bir gelişmenin gelirden artışa neden olmaması şartına bağlıdır. Kısa vadeli yatırımlar için gelirin ve her bir pazarlama faaliyeti için harcanan her birim paraya karşılık gelen marka getirisinin tespiti, tüm pazarlama karmasının geliştirilmesine yönelik kararda yeterlidir. Ancak, söz konusu olan stratejik marka yatırımları ise, bu durumda getirilerin ölçümü, yatırımların etkisinin uzun yıllar süresince tespit edilmesini gerektirir. Birçok işletmenin bu duruma bir çözüm getirmek amacıyla, marka ve pazarlama yatırımları ile ilgili olan varlık değeri göstergesi olarak marka değerini kullandığı görülmektedir. Örneğin; yatırım öncesi markanın değeri 1 milyar dolar olan bir işletme beş yıl sürecek ve yılda 20 milyon dolarlık yatırım gerektiren bir sponsorluk anlaşmasına yatırım yaparsa, bu girişimden söz konusu süreç boyunca elde edilmesi beklenen ilave marka değeri 100 milyon dolar sınırını aşmalıdır. Marka değeri 1.12 milyar dolar düzeyine çıkarsa ve bu süreç boyunca başka hiçbir ek yatırım veya girişim söz konusu olmaz ise sponsorluk yatırımının getirisi %120 olur. Bu ek 120 milyon dolar, 100 milyon dolarlık sponsorluk yatırımı ile elde edilen ek marka nakit akışını göstermektedir (Lindemann, 2010: 135).

Marka yatırımlarının getiri oranının tespit edilmesinde, müşteri perspektifinden marka değeri yaratım sürecini etkileyen anahtar faktörlerin iyi tanımlanması gereklidir. Daha sonra bu faktörlerin değer yaratma zincirine entegre edilerek tüketicinin satın alımlarından çıkarılan finansal değer ile ilişkilendirilmesi gerekir. Marka yatırımlarının getiri oranı aşağıdaki formül ile gösterilebilir;

$$\text{Marka yatırımları getiri oranı (Brand ROI)} = \frac{\text{Artan Marka Değeri}}{\text{Marka Yatırımı}}$$

Marka değeri, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ya da sermaye maliyeti üzerinde bir değer yaratmak üzere yapılan pazarlama faaliyetleri neticesinde elde edilmesi beklenen marka getirilerinin, net bugünkü değerini göstermektedir. Bu da sırayla gerçekleştirilen her bir faaliyetin, artan net bugünkü değerinin maliyetinden daha yüksek olacağı anlamına gelir. Marka yatırımlarının getiri oranı yaklaşımı, marka yatırımları ile diğer şirket varlıklarını göz önünde bulundurduğunda pazarlama harcamalarını sermaye harcamaları gibi yatırımlar ile aynı düzeyde tutar. Bu

yaklaşım, markayı diğer işletme varlıkları için söz konusu olan yenilenme sürecine ihtiyaç duyan bir varlık olarak kabul eder. Marka yatırımlarının getiri oranının ölçülmesi kısa ve uzun dönemli ölçütler arasında bir dengenin sağlanmasını gerektirir (Haxthausen, 2009: 24).

## 1.2. Marka Değeri

### 1.2.1. Marka Değeri Kavramının Tanımı

Marka kavramı yüzyıllar öncesinden beri var olan bir kavram olmasına rağmen, markanın değerlemesine ilişkin çalışmalar yaklaşık 25 yıl öncesine dayanmaktadır. Markanın bir ürün ya da hizmetten ayrı bir varlık olarak değerlendirilmesi hem finans hem de pazarlama literatürü için henüz çok yeni bir uygulamadır. Marka değerlemesinin tanımı konusunda çok farklı görüşler vardır. Marka değerine ilişkin, markalı şirketlerin değeri, geçmişte yapılan pazarlama harcamalarının toplam değeri, tüketici bağlılığının değeri şeklinde farklı algılamalar söz konusudur (Haxthausen, 2009: 19). Bu nedenle marka değerini tanımlamadan önce, markanın değerinin önemli olduğu durumlara bakmakta fayda vardır. Rekabet üstünlüğü kaynağı olarak bir markaya değer yüklenmesinin önemli olduğu pek çok durum vardır. Bunlardan bazıları şu şekilde sıralanabilir (Haxthausen, 2009: 20);

- **İç Haberleşme:** Bir markaya finansal değer biçilebilmesi ve işletmenin hisse fiyatlarının belirli bir yüzdesinin marka ile oluşturuluyor olması, pazarlama fonksiyonunun rolünü dikkat çekici bir şekilde değiştirmiştir. Pazarlama faaliyetleri bir maliyet merkezi olmaktan çıkmış, işletmelerin hisse fiyatları üzerinde doğrudan etkisi olan, işletmenin en değerli varlıklarından birinin yöneticisi haline gelmiştir. Ekonomide ani düşüşlerin olduğu ve harcamalarda kısıtlamaya gidildiği dönemlerde, pazarlama yöneticileri hissedar değeri yaratıcısı olarak üstlendikleri rolde ve bütçelerinde düzenlemeye giderler ve

bu noktada da marka değerleme, en ideal yaklaşım olarak değerlendirilmektedir.

- **Marka Yerleştirme ve İletişim:** Marka değerleme, sadece bir markaya rakamlar atfetmek değildir. Markanın satın alma tercihi üzerindeki etkisi tanımlanırken tüketicinin tercihlerini hangi niteliklerin yönettiği, satın alma etmenlerinin her birinin marka sayesinde nasıl aynı eksene geldiği belirtilir. Yapılan analizlerin büyük çoğunluğu markanın finansal değeri ile ilişkili olduğundan, marka değerleme ile farklı marka konumlandırma ve marka iletişim seçeneklerinin finansal potansiyeli tanımlanabilmekte, hissedar değeri yaratma bakış açısıyla optimal bir marka stratejisi belirlenebilmektedir.
- **Marka Değeri İzleme ve Yönetme:** Markaya bir değer atfedilmesi ile birlikte değerleme çalışmaları sonucu belirlenen fırsatlara ilişkin yeni bir marka stratejisi geliştirilmekte ve sonrasındaki aşama olarak marka değeri takip edilmektedir. Marka değerinin takip edilmesi ve yönetimi, yeni marka ve pazarlama stratejilerinin beklenen sonuçlara ulaşmasını sağlamaktadır. Kusursuz bir marka takip ve yönetim programının geliştirilmesi, işletmelere sadece kendi markalarından getiri elde etmeyi sağlamamakta, aynı zamanda marka varlıkları ile ilişkili risk ve dalgalanmaları da azaltmaktadır.
- **Dış Büyüme:** İşletmeler yeni işletmeleri ele geçirmeyi amaladıka, marka önemli bir faktör olarak değerlendirilmektedir. Ele geçirme sonrası markaların varlıklarını devam ettirdiği durumlar, daha yüksek bir ele geçirme fiyatının haklılığını ortaya koymaktadır. İşletmeler birleştikçe ele geçirilen marka ile ele geçiren marka arasındaki ilişkiye bağlı olarak, yeni bir markanın inşa edilme durumu ortaya çıkacaktır. Marka değerleme, şirket ele geçirmeleri ile ilişkili marka strateji seçenekleri ve yeni marka inşasındaki ölçümlere ilişkin finansal bir çerçeve oluşturmaktadır.

- **Markanın Lisansı:** Marka lisansının temeli, lisanslı bir markayı kullanarak lisans alan işletmelerin tüketicilerin satın alma tercihlerini etkilemek yoluyla daha yüksek satış rakamlarına ulaşacakları varsayımına dayanmaktadır. Marka değerlendirme, satın alma tercihini etkileme derecesini ölçerek, lisans alanın markayı kullanmak için lisans verene ödemekle yükümlü olduğu lisans ücretini ölçmek için bir yol göstermektedir. Karşılaştırılabilir işlem analizi genel olarak piyasa beklentilerinin neler olduğuna ilişkin bir fikir elde etmek açısından önemliken, marka değerlendirme çalışması belirli bir markanın satın alma tercihlerini nasıl etkilediği ve departmanlar için nasıl bir değer yarattığını tanımlayarak daha güçlü bir müzakere ortamı sağlamaktadır.

Varlık değerlendirme; veri analizine ve belirli bir dönemde süregelen varsayımlara dayanan, varlıkların parasal değerleri üzerine uzman görüşleridir ve bir sanat eseri, şarap veya marka gibi herhangi bir varlık çeşidine ilişkin değerlendirme bu şekildedir. Bu yüzden marka değeri; nitelikli bir uzmanın bir dizi öncül ve hipotezlere bağlı olarak, kendisinden uzman görüş talep eden kitleler ve bu kişilerin amaçlarını dikkate alarak bir fikir oluşturma süreci olarak tanımlanabilir (Salinas, 2011: 18). Marka değeri, finansal muhasebede kullanılan “kullanım değeri” kavramı ile benzer niteliktedir. Kullanım değeri; varlıklarını yönetme konusunda işletmeye has özelliklerden kaynaklanan şahsi varlıkların yaratmış olduğu artan işletme değeri olarak tanımlanabilir. Benzer şekilde marka değerinin yaratmış olduğu birikmiş artan getiriler ve nakit akımları da artan işletme değerinin bir göstergesidir (Barth ve Landsman, 1995: 98).

Finansal açıdan bakıldığında marka değeri, işletmeye ya da işletme ortaklarına ek değer sağlayan ve maddi olmayan bir varlık olan markanın finansal bedeli, markaya biçilen parasal değer olarak ifade edilebilir (Aypek ve Ban, 2002: 331). Bir başka bakış açısından marka değeri, markası olmayan ürünlere kıyasla markası olan ürünlerin gelirinden elde edilen indirgenmiş gelecekteki nakit akışları toplamıdır (Simon ve Sullivan, 1993: 29).

### 1.2.2. Brand Equity ve Brand Value Farkı

Marka değeri, uluslararası literatürde brand value ve brand equity olmak üzere iki farklı şekilde ifade edilmektedir. Her ne kadar gerek uluslararası literatürde, gerekse uluslararası literatürden dilimize çevrilmiş birçok çalışmada birbirine eş kavramlar olarak nitelendirilse de brand equity ve brand value olarak ifade edilen kavramlar aslında birçok açıdan birbirinden farklılaşmaktadır.

Brand equity ve brand value kavramları birbirleri ile ilişkili fakat birbirinden farklı kavramlardır. Literatüre bakıldığında brand equity'nin ölçümüne ilişkin genel kabul görmüş bir metodun olmayışının ana nedenlerinden biri olarak, son 22 yıldır brand equity ve brand value'nun aynı kavrammış gibi kabul edilmesi gösterilebilir. Bu iki kavramın birbirinden ayrıştırılması, beraberinde brand equity'nin brand value'a nasıl katkı sağladığı, her iki varlığın nasıl artırılacağı şeklinde tartışmaları da beraberinde getirmiştir (Raggio ve Leone, 2007: 380).

Brand value; markalı bir üründen beklenen gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerinden aynı özellikte fakat markası olmayan bir üründen beklenen gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerinin çıkarılması ile elde edilen değerdir. Bir başka ifade ile markanın işletme yönetimi ve hissedarları için ifade ettiği bedeldir. Brand equity ise, tüketici açısından markalı bir ürüne talep yaratan veya fiyat yükselten algı, inanış, davranışlar dizidir. Daha basit bir ifade ile markanın müşteriler için ifade ettiği bedeldir (Tiwari, 2010: 422). Brand equity aynı zamanda pazarlama faaliyetlerinin tüketici faaliyetleri üzerindeki etkisi olarak da tanımlanabilir (Bröls, 2010: 10). Equity ve value kavramları arasındaki farkı, en iyi iki işletmenin üçüncü bir işletmeden bir marka satın almak üzere teklifte bulunması durumunda görmek mümkündür. Söz konusu anda brand equity için objektif bir ölçümün mevcut olduğu ve bunun üç işletme tarafından da kullanıldığı varsayıldığında, her bir işletme brand equity için aynı rakama bakmaktadır. Markanın muhtemel yeni sahibi, mevcut koşullar ve kaynakları doğrultusunda tamamen farklı marka değerlemeleri geliştirebilir ve bu da işletmelerin brand equity kanalıyla değer yaratma kabiliyetlerini etkileyebilir. Benzer şekilde eğer markanın yeni sahibi mevcut brand equity'yi güçlendirmeyi başarır (başaramazsa), teklif



verenlerden biri için brand value artabilir (azalabilir). Farklı teklif fiyatları, işletmeler tarafından hesaplanan brand equity'nin farklı değerlemelerini göstermez. Fakat, onun yerine mevcut brand equity'yi güçlendirme ya da yeni bir brand equity inşa etme yeteneklerine bağlı olarak gelişenden farklı değerlemeleri gösterir. Hatta bir satın alma söz konusu olursa satın alan firmanın değerlemesi brand value'nun sistematik olmayan doğası gereği, cari marka sahibinin değerlemesinden daha yüksek olmak zorundadır. Bu da markayı satın almaya karar veren muhtemel yeni marka sahibinin satın alma öncesi marka için yaptığı değerlendirme çalışmalarından kaynaklanır. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, brand equity'nin müşteriler için aidiyetin değişimi sonrası hemen yükselmeyişidir. Brand equity, müşterilerin yeni mülkiyetten haberleri olması halinde yükselecektir. Bu artış da ancak tüketicilerin yeni marka sahibi ile olumlu bir birliktelik kurması ve bu olumlu birlikteliğin değer artışına katkı sağlaması ile mümkün olmaktadır (Raggio ve Leone, 2007: 382).

Brand value, işletme odaklı bir perspektifle markanın sahibi olan işletmeye özel bir değerdir. Brand equity ise bu brand value'ya bağlı olan ve her müşteriye özel bir değerdir. Bundan dolayı bireysel düzeyde ve basit bir şekilde gerçek bir brand equity değerine objektif ölçütlerle ulaşmak mümkündür. Çünkü brand equity markaya değil, müşterilere dayanan bir değerdir. Brand equity, bir markanın sağlamayı vaadettiği faydaların karşılanması hususundaki algı ve istekler olarak tanımlanabilir. İşlevsellik açısından bakıldığında brand equity, pazarlama faaliyetlerinin (ürün, reklam mesajı vb.) tüketici tepkileri üzerindeki etkisini yönlendiren bir etken olarak düşünülebilir (Raggio ve Leone, 2007: 384). Bu anlamda marka yöneticilerinin esas görevi, brand value'u artırmak için brand equity'yi dengeleyecek ve artıracak faaliyetlerde bulunmak olarak ifade edilebilir (Tiwari, 2010: 432).

Brand value, markanın işletme için ne anlama geldiğini göstermektedir. Brand value, markanın sahibinin değişme durumuna bağlı olarak değişebilmektedir. Çünkü, marka sahibi farklılaştıkça brand equity'yi güçlendirme kabiliyetine bağlı olarak daha yüksek veya daha düşük bir değer potansiyeli tespit edilebilmektedir. Başka bir açıdan brand value, bir markanın satış ya da yerine koyma değeri olarak ifade edilebilir (Raggio ve Leone, 2007: 387).

Brand value ve brand equity'i birbirinden ayıran bir diğer özellik, brand value'nun fiyatlandırma, marka faaliyet alanı, bölümlendirme, konumlandırma gibi yönetimle ilgili kararlardan etkilenmesidir. Ayrıca brand value, doğrudan müşteriler veya genel anlamda tüketiciler ile ilişkili olmayan kaynaklardan etkilenir. Patentler, ticari markalar, iletişim kaynakları, üst yönetim ve yaratıcı yetenek brand value'ya katkı sağlayan marka varlıklarıdır. Fakat bu varlıklar, müşterilerden elde edilmediği için brand equity'nin bir parçası olarak görülmemelidir. Söz konusu varlıklar işletmenin rekabetçi yapısını güçlendirmeye (örneğin; patent ve ticari marka kullanımı ile) ve brand equity'nin yaratılması veya güçlendirilmesine olanak tanırırlar. Bu nedenle işletmeler için önemlidirler (Raggio ve Leone, 2007: 389). Brand value ve brand equity'yi birbirinden ayıran bir diğer faktör de bilgi verdikleri kesimdir. Brand value ile daha çok yatırımcılar ilgilenmekte iken, brand equity marka yöneticileri ve pazarlamacıların bilgi sahibi olmak istedikleri değerdir.

Marka değerlemesi kapsamında yapılan çalışmalarda uygulanan metotların farklılıkları, esasında bu iki kavramın farklılaşmasından kaynaklanmaktadır. Bu anlamda, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde marka değeri kavramı ile ifade edilmek istenen, uluslararası literatürde marka değeri anlamına gelen brand value'dur.

### **1.2.3. Marka Değerinin İlk Kullanımı**

1988 yılında Rank Hovis McDougall (RHM) şirketinin yönetimi, şirkete ait markaları değerlemek üzere bir girişimde bulunmuştur. Bu girişimin ana nedeni, Good Fielder Wattie (GFW) şirketinin sektördeki firmaları ele geçirmek üzere sunmuş olduğu tekliflere karşı koymak olmuştur. Söz konusu dönemde yani 1980'lerde GFW çok güçlü markaları olan işletmeleri, değerlerinin çok altında bir fiyata ele geçirmiştir. Örneğin 1986 yılında Imperial Group'a £2.3 milyon ödeyerek aldığı Hanson Trust markasının daha sonra sadece yiyecek portföyünü £2.1 milyon'a satmıştır. Satın almış olduğu marka kapsamında esas nakit sağlayan bütün işletmelerinin faaliyetlerini bünyesinde sürdürerek net £200 milyar değere ulaşmıştır (McAuley, 2003: 2). Bu durum, güçlü markası olan işletmelerin temel varlıklarının

düşük değeri olduğunun bir göstergesi olmuştur. Bu değer ihlalden kaçınmak için RHM kendi marka değerlendirme sürecini faaliyete geçirmiştir. Çünkü, sahip olduğu birçok güçlü markanın her ne kadar finansal tablolarında gösterilmese de geçmişte elde ettiği karların sebebi olduğunu ve gelecekteki büyümesine temel oluşturacağını öne sürmüştür. Bu şekilde belirlemiş olduğu marka değerlerine ilişkin bilgiler doğrultusunda, yatırımcılarını ikna etmeyi başarmıştır. Yatırımcılar işletmeyi yeniden değerlediğinde RHM'nin piyasa değeri yükselmiş, GFW ele geçirmek üzere sunmuş olduğu teklifini geri çekmek durumunda kalmıştır. GFW'nun ele geçirme teklifini reddetmesinin ardından RHM ele geçirme yoluyla ve iç kaynakları ile oluşturduğu markalarını maddi olmayan duran varlıklarının toplam değeri £400 milyar'dan daha düşük olmasına rağmen £680 milyar olarak 1988 yıllık raporunda belirtmiştir. Marka değerlendirme konusunda çalışan akademisyenlerin büyük çoğunluğu marka değerlemenin ilk çıkışını bu olaya dayandırmaktadır (Salinas, 2011: 35).

#### **1.2.4. Marka Değerinin Kullanım Alanları**

Literatüre bakıldığında marka değerlemenin, daha çok teknik ve süreç odaklı ele alındığı görülmektedir. Bu doğrultuda birçok hesaplama yöntemi geliştirilmiştir. Ancak hesaplamaların öncesinde bakılması gereken bu değerlemenin altında yatan nedenler, yani başka bir ifade ile marka değerinin hangi alanda kullanılacağıdır. Çünkü markanın değerlemesinin altında yatan nedene bağlı olarak, değerlendirme yaklaşımları değişmektedir (Haxthausen, 2009: 19). Marka değeri, genel olarak bakıldığında birçok paydaşına kamusal ve sosyal konularda, risk yönetiminde, yatırımcı ilişkilerinde, derecelendirme kuruluşlarının faaliyetlerinde, kontrol aşamalarında, vergilendirmelerde, pazarlama faaliyetlerinde, stratejik kurumsal gelişimde, birleşme ve devralmalarda ve işletme gelişiminde ilave değer yaratmaktadır (Clifton, 2009: 52).

Marka değerinin kullanım alanları şu şekilde sıralanabilir (Clifton, 2009: 53):

- Marka değerine bağlı olarak işletmenin genişletilmesi
- Markalaşma kararında ekonomik etkinin belirlenmesi

- Yönetim amaçları için performans ölçütlerinin belirlenmesi
- Vergiyle ilişkili konularda transfer fiyatlarının belirlenmesi
- Marka değerinin raporlanması
- Projelerin ve yeni işlerin finanse edilmesi
- Lisanslama anlaşmalarında telif bedelinin belirlenmesi
- Adil bir görüş sağlanması
- Marka ile ilgili davalara esas oluşturması
- Yatırım önerileri sunması
- Marka yatırımlarının ve işletme içi görüşlerin haklılığının ortaya koyulması
- Risk yönetiminin desteklenmesi

#### **1.2.4.1. Marka Değerine Bağlı Olarak İşletmenin Genişletilmesi**

Marka değerlendirme, marka varlığının hissedar değerine olan katkısını tanımlar ve bunu, diğer maddi ve maddi olmayan işletme varlıkları ile kıyaslamak suretiyle gerçekleştirir. Marka, çoğu zaman işletmelerin en değerli varlığı olarak kabul edilmekte ve işletmelere, o marka adı altında işletme faaliyetlerini genişletme olanağı sunmaktadır. Bunun gerçekleştirilebilmesi için de cari varlıklar üzerinden değer yaratan etkenlerin anlaşılması büyük fayda sağlamaktadır (Clifton, 2009: 52).

Marka değerlemede kullanılan yöntemler, işletmelerin markalarını daha iyi anlamak ve yönetmek için kullandıkları araçlar olarak görülmektedir. Bu anlamda işletmeler marka değerinin korunması ve işletme markalarının güçlendirilmesi şeklinde stratejik hedefler belirlemektedirler (Kaya, 2012: 5). Marka değerindeki artışa paralel olarak müşterinin gözündeki marka imajındaki artış, aynı marka adı altında yeni iş kollarına yönelmeye olanak tanıyacaktır.

#### **1.2.4.2. Markalaşma Kararında Ekonomik Etkinin Belirlenmesi**

Markaya ilişkin markanın stratejik odağı, unsurları ya da mesela rengi gibi esasların değiştirilmesine yönelik herhangi bir karar, markanın işletmeye ekonomik katkısı üzerinde etkiler yaratacaktır. Bu karara ilişkin potansiyel avantajlar ve dezavantajların ortaya çıkma riski analiz edilebilir, prognostik modellerin yardımıyla ölçülebilir ve ortaya çıkacak etkiler finansal verilerle ifade edilebilir (Kaya, 2012: 5). Marka yatırımlarının getirilerinin ölçülmesinde diğer yatırımlar ile doğrudan kıyaslama yapabilmek amacıyla yatırımın getiri değerine ulaştıracak marka değeri kullanılır (Clifton & Simmons, 2003: 9).

#### **1.2.4.3. Yönetim Amaçları İçin Performans Ölçütlerinin Belirlenmesi**

İşletme yönetiminin dikkatinin değer yaratmak üzerine odaklanması gerekmektedir. Bu anlamda marka değeri finansal performans ölçütleri için merkezi bir platform yaratmaktadır ve çeşitli yönetim amaçları için de bir performans göstergesi olarak hizmet etmektedir. Bu performans göstergesi olarak kullanılan anahtar veriler, işletme içindeki tüm performans ölçüt sistemleri ile de uyum sağlamalıdır. Performans göstergesinin amacı, marka yönetim performansını stratejik amaçlar ve işletmenin finansal başarısı ile ilişkilendirmektir (Clifton, 2009: 53). Marka değerlemesi işletmelerin üst yöneticileri tarafından pazarlama faaliyetlerine ilişkin performans ölçümü, motivasyon ve hedef koymak gibi amaçlarla da kullanılmaktadır (Kaya, 2012: 6).

#### **1.2.4.4. Vergiyle İlişkili Konularda Transfer Fiyatlarının Belirlenmesi**

Marka değerlendirme, ana işletme ile bağlı ortaklıklar arasında bir iç lisans anlaşması kurulacağı zaman, telif bedelinin belirlenmesinde anahtar rol oynamaktadır. Lisans verme, bir dizi finansal, yasal ve faaliyetle ilgili faydalar

sağlamaktadır. Eğer marka düşük vergili bir ülkede oluşturulmuş ise ele geçen telif ücreti daha düşük bir oranda vergilendirileceğinden, vergiden kaçınma sağlanabilecektir. İç lisanslama tasarısının faydaları sadece finansal anlamda değildir. Buna ek olarak markanın yasal korunaklılığını artırmak suretiyle ülkeler düzeyinde yönetilmesine yönelik bir strateji ile marka yönetimi bir kar merkezi gibi işlevselleştirilip daha “marka odaklı” örgüt yapılarının kurulması sağlanabilir (Clifton, 2009: 53). Bu tür vergiden kaçınma taktikleri, genel olarak transfer fiyatlama olarak adlandırılmaktadır. Benzer uygulamalar Türkiye’de de halka açık işletmelerde görülebilmektedir. Grubun markaları halka kapalı bir holding işletmesinin aktifinde yer almakta, halka açık işletmeler holding işletmesine isim hakkı bedeli ödemektedir (Kaya, 2005: 31).

#### **1.2.4.5. Marka Değerinin Raporlanması**

Finansal analistler ve yatırımcılarla yapılan mülakatlar, marka değerinin ölçülmesi ve analizine olanak tanımaktadır. Entelektüel sermaye bilançosu işverenin, müşterilerin, birlikte çalışılan ortakların, yatırımcıların kendileri için bir işletmenin nasıl değer yarattığını görmelerine olanak tanıyan, bir bilgi kaynağı ve yönetim aracıdır. Bu bilançolar genellikle markanın işletmelerle nicel olarak ilişkisini, markalaşma ile kurumsal strateji arasındaki ilişkiyi, varlıkların performansını takip edecek ölçütleri ve marka değerini artıracak ve devamlılığını sağlayacak ölçütleri içermektedir (Kaya, 2005: 53).

#### **1.2.4.6. Projelerin ve Yeni İşlerin Finanse Edilmesi**

İşletmeler, artan bir hızla marka gibi fikri mülkiyet haklarını, borçlarının finansmanında teminat olarak kullanmaktadır. Bu durum, marka varlığının menkul kıymetleştirilmesine yöneliktir. Menkul kıymetleştirme, işletmelere gelecekteki nakit beklentileri doğrultusunda borçlarını artırma olanağı tanıyan bir süreçtir. Borç

sermayesi en çok marka ile ilişkili telifler veya bazı durumlarda da markanın tam değeri ile teminat altına alınmaktadır. Bu uygulama ile elde edilecek ana fayda, sermaye maliyetinin azaltılması ve bu işlemin bilanço dışında gerçekleştirilmesidir. Benzer şekilde işletmenin finansmanı, markanın finansal bir kuruma satılarak sonradan kiralanması yoluyla da sağlanabilir. Her iki uygulama da, ele geçirilen bir markaya sahip olan, kendi içinde marka geliştiren veya diğer markaları ele geçirerek başarı alanını genişletmeyi hedefleyen işletmelerin takip edebileceği uygulamalardır. Marka değerlendirme, işlem riski ve değere ilişkin bir öngörü ortaya koyar ve varlığın likiditesi üzerinde bir kontrol sağlar (Clifton, 2009: 53). Disney şirketi 1988 yılında bir Japon şirketi tarafından sahip olunan ve yönetilen Tokyo Disneyland'dan gelecek 20 yılda elde edeceği isim hakkı gelirlerini borçlanmak için kullanmıştır. Bu işlem sonucunda çıkarılan tahvillerden toplam 725 milyon ABD doları toplamıştır. 1993 yılında Calvin Klein şirketi markalarını, 58 milyon dolar tutarındaki 7 yıllık borçlanma araçları ihracı için kullanmıştır. Söz konusu ihracat anapara ve faiz ödemeleri, Calvin Klein'a ait parfüm markalarından doğacak isim hakkı gelirinə bağlanmıştır. Benzer şekilde 1991 yılında Borden's şirketi markalarına dayanarak 480 milyon dolar borçlanmış, 1999 yılında Industrial Bank of Korea tarafından internet alan adlarının teminatı olarak alacağı krediler önerilmiştir (Kaya, 2005: 29).

#### **1.2.4.7. Lisanslama Anlaşmalarında Telif Bedelinin Belirlenmesi**

Marka değerlendirme, markanın üçüncü kişilere lisanslanması aşamasında marka varlığından en uygun düzeyde istifade edebilmek için markaya ilişkin adil ve sağlam bir telif bedeli belirlenmesine olanak sağlamaktadır. Lisans alan işletme ile lisans veren işletme arasında, risk ve maliyetin dağılımının yanı sıra markadan elde edilecek ekonomik faydanın adil bir şekilde dağıtımını sağlar. Yapılan analiz ayrıca markanın kullanımında en uygun telif bedelini ortaya koyar. Yeni kategorilerde ve yeni coğrafi piyasalarda yapılan lisans anlaşmaları ve birden fazla markaya sahip olunması gibi tüm ticari durumlar için belirlenen telif bedelleri kullanılabilir (Clifton, 2009: 53).

#### **1.2.4.8. Adil Bir Görüş Sağlanması**

Bir markanın sahibinin birleşme, devralma ya da müşterek girişim (joint venture) gibi uygulamalarla değişmesi durumlarında yapılacak müzakerelerde, marka değerlendirme bir esas ortaya koymaktadır. Marka değerlendirme sayesinde markanın sadece cari değeri değil, bununla birlikte yeni marka sahibi bağlamında potansiyel değeri de belirlenebilir. Bunun yanı sıra markanın müşterek girişime sağlayacağı katkıları da görmek mümkündür. Marka değerlendirme ortak işletmelerde hissedarlık, yatırım talepleri ve kar paylarının belirlenmesine olanak tanımaktadır (Clifton, 2009: 53). Bunun yanı sıra değeri yüksek olan markalar garanti, kefalet ve güvenlik görevi ifa ederek işletmenin kredi notunu artırmaktadır (Kaya, 2005: 29).

#### **1.2.4.9. Marka İle İlgili Davalara Esas Oluşturması**

Marka değerlendirme, marka ihlalinin sebep olacağı zararın ölçülmesi için ve zarara ilişkin hak talebinde bulunulabilmesi için destekleyici bilgi olarak kullanılabilir. Söz konusu zarar, belirli bir coğrafi bölge ya da belirli bir süreç gibi toplam marka değerinin belirli bir yönü ile ilgili olabilmektedir. Bu nedenle marka varlığı ile ilgili maruz kalınan zararın tespit edilmesi ve bunun parasal olarak ifade edilebilmesi hayati öneme sahiptir. Yasal bir davada çeşitli parametreler ve mantıksal ilişkilere dayandırılan bu tarz durumlar, davanın kazanılmasında önemlidir (Clifton, 2009: 53). Örneğin 2002 yılında ABD Vergi idaresi ile DHL şirketi arasındaki uyuşmazlık mahkemeye taşınmış olup, davanın konusu DHL'nin sahip olduğu markasını yurtdışındaki iştirakine 100 milyon dolar bedelle satması olmuştur. ABD Vergi İdaresi bu tutarı kabul etmemiş ve markanın değerinin 600 milyon dolar olması gerektiği sonucuna ulaşarak, 270 milyon dolar ceza kesmiştir. Mahkemeye taşınan olayda, ilgili ABD mahkemesi kararında, DHL'nin marka değerlemesinde eksiklikler bulunduğunu ifade etmiş, ancak DHL tarafından kullanılan yöntemde çok belirgin ve açık bir hatanın varlığı ispat edilemediği gerekçesiyle vergi idaresi mahkemece haksız bulunmuştur (Kaya, 2005: 30).



#### **1.2.4.10. Yatırım Önerileri Sunması**

Güçlü markaya sahip işletmelerin hisse senetleri, sermaye piyasalarında daha yüksek performans gösterme eğilimindedir. Son zamanlarda analistler ve yatırımcılar için işletmelerin anahtar değeri olan markaların anlaşılması büyük önem kazanmıştır. Marka değerlendirme, marka değeri, marka gücü ve marka ile ilgili diğer kriterler aracılığıyla sermaye piyasasındaki hisse senetlerini derecelendirmek suretiyle piyasada daha yüksek performans gösterme potansiyeli olanları tanımlamaya yardımcı olmaktadır. Tescilli niceliksel finansal modeller, bu faktörlerin ağırlıklarını ölçmek için kullanılabilir. Bu kriterlerin etkileşimi, en yüksek finansal performansı gösteren portföyde yer alan hisse senedinin seçiminde yardımcı olmaktadır. Marka değerlendirme, varlık yöneticileri, fon yöneticileri ve yatırımcıların tümünün kullanabileceği bir araçtır (Clifton, 2009: 54).

#### **1.2.4.11. Marka Yatırımlarının ve İşletme İçi Görüşlerin Haklılığının Ortaya Koyulması**

İçinde bulunduğumuz dönemde bile birçok endüstri kolunda markalaşma, hala önemsiz bir konu olarak görülmekte ve hızlı tüketim malları dünyasında bir pazarlama hilesi olarak algılanmaktadır. İşletme yöneticilerini ve diğer paydaşları, markanın değeri ve işletmeye olan katkısı konusunda ikna etmek daha profesyonel ve sistematik bir marka yönetimi sürecinin ilk basamağıdır (Clifton, 2009: 54). Marka değerinin tespit edilmesi, marka yaratmak ve devamlılığını sağlamak amacıyla yapılan reklam harcamaları ya da araştırma geliştirme harcamalarının gerekliliğini ortaya koymaktadır. Aynı zamanda bir sonraki aşama olarak, marka değerinin işletmenin tüm paydaşlarına sağladığı katkının da ortaya koyulması, bu yatırımların haklılığını bir kez daha kanıtlamış olacaktır.

#### **1.2.4.12. Risk Yönetiminin Desteklenmesi**

Son zamanlarda risk yönetimi, yasal, çevresel ve sosyal yükümlülükler içererek daha geniş kapsamlı bir konu haline gelmiştir. Bu riskler büyük ölçüde bertaraf edilemediği için işletmeler için daha içerikli risk izleme sistemleri kurmak, bu tarz riskleri azaltmak için faaliyet planları oluşturmak zorunlu hale gelmiştir. Ancak, marka ile ilişkili risk henüz yeterince anlaşılammıştır. Özellikle işletmeler için bu tarz bir riskin kavranması oldukça güç olmuştur. İsim ya da marka gibi birtakım yükümlülüklerin ortaya çıkması ile marka değerlendirme ve özellikle marka riski belirleme, işletme risk yöneticileri için kritik öneme sahip olmuştur (Clifton, 2009: 54).

Almanya’da marka değerlemesi ve kontrolü üzerine yapılan bir çalışmada marka değerlendirmeyle ilgili olarak; marka odaklı bütçeleme sürecinin, kaynakların daha etkin kullanılmasına olanak tanıdığı, marka değerlemenin pazarlama ve finans departmanları arasında kurumsal bir iletişimin gelişimine katkı sağladığı, marka değerlemenin markadan sorumlu birimin performans değerlendirmesinde uygun bir ölçüt olduğu, marka değerinin bir performans ölçütü olarak kullanılmasının uzun vadeli değer artırıcı yaklaşımları özendirmediği, markanın değerlemesinin işletme sahipleri arasındaki iletişimi artırdığı yönünde tespitlerde bulunulmuştur (Günther ve Kriegbaum-Kling, 2001: 277).

#### **1.2.5. Marka Değeri ve Hissedar Değeri İlişkisi**

İşletme değerinin tespitinde maddi olmayan duran varlıkların öneminin fark edilmesinin geçmişi son otuz yıla dayanmaktadır. 1980 yılında S&P 500 şirketinin piyasa değerinin %80’i geleneksel muhasebe varlıklarından oluşmakta iken, 2002 yılı itibariyle bu oran %25’e düşmüştür. Son yıllarda işletme değerlerinin %75’ini ise markaları ve diğer pazarlama tabanlı maddi olmayan varlıkları oluşturmaktadır (Bick, 2009: 117).

Marka değeri, hisse senedi getirilerini doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki şekilde etkilemektedir. Dolaylı etki, cari kazanç üzerindeki etkidir. Diğer tüm şartlar eşit iken belirli bir dönemde marka değeri yükselen işletmeler, söz konusu dönem boyunca bekledikleri karın üzerinde bir kar elde etmektedirler. Markalaşma sayesinde elde edilen daha yüksek cari karlar, ayrıca yatırımcıların işletmenin gelecekteki karları ve nakit akışlarına ilişkin beklentilerini yükseltmektedir. Sonuç olarak marka değerindeki artış, dolaylı olarak işletmenin piyasa değerinde artışı sağlamaktadır. Doğrudan etki ise etkili bir markalaşmanın işletme değerini cari satışlar ve kardan bağımsız olarak artırması ile gerçekleşmektedir. Bu da, marka değerinin yatırımcılar gözünde şirket riskini düşürmesi ya da gelecekteki büyümeye yönelik beklentileri artırması yoluyla sağlanmaktadır (Gerzama, Lebar, ve Rivers, 2009: 79).

Etkin piyasa hipotezinin temel varsayımı; bir işletmenin hisse senedinin piyasa fiyatının o işletmeye ait maddi ve maddi olmayan tüm varlıklarını ve hissedarları için yaratması beklenen nakit akışlarına ilişkin ulaşılabilecek tüm bilgileri tam anlamıyla yansıtan en iyi ölçüt olduğudur (Fama, 1991: 1575). Bu varsayımına dayanarak, hisse senedi piyasasının marka değerine ilişkin bilgiyi benimseyerek güçlü bir marka isminin ve isimle ilişkili marka değerinin, kendini hissedar değerinde açıkça göstermesi gerektiğini söylemek mümkündür (Kerin ve Sethuraman, 1998: 262). Bununla birlikte göz ardı edilmemesi gereken bir husus da, hissedar değerinin yalnızca pozitif hisse senedi getirisi ya da piyasa değerindeki artışla sağlanamayacağıdır. Hissedar değeri, hissedarların benzer riskteki alternatif yatırımlardan elde edebilecekleri getiriden daha yüksek bir getiri söz konusu ise yaratılmış olacaktır (Madden, Fehle, ve Fournier, 2006: 225).

İçinde bulunulan yüzyılda yöneticiler, hissedar değeri yaratmak konusuna artan bir ilgiyle yönelmektedir. Ancak işletmelerin kısa vadeli hedeflerini yerine getirmek üzere, birçok yönetici kısa vadeli hedefleri uzun vadeli yatırımlara tercih etmektedir. Mizik ve Jacobson yapmış oldukları bir çalışmada işletmelerin %65'inin bu tarz bir "miyopik yönetim" anlayışıyla kendi maddi olmayan pazarlama varlıklarına zarar verdiklerini ve sonuç olarak da uzun vadeli hissedar değerini olumsuz etkilediklerini tespit etmişlerdir (Mizik ve Jacobson, 2007: 376). İçinde

markaya yapılan harcamaların da yer aldığı pazarlama harcamalarının uzun yıllar sadece gelir etme üzerine etkisi ele alınmıştır. Ancak söz konusu harcamalar başka birçok yoldan da finansal değer yaratmaktadır. Bu nedenle pazarlama harcamaları ile yaratılan finansal değerın ölçülmesi için birtakım finansal veriler kullanılmaya başlanmıştır. Pazarlama harcamalarındaki etkinliğin ölçülmesi için hissedar değeri-nakit akış hızı, nakit akışındaki artış, nakit akışındaki kırılganlık ve oynaklığın azaltılması ve işletmenin uzun vadedeki büyüme oranı üzerindeki etkiye bakılması bu durumun bir sonucudur (Srivastava, Shervani, ve Fahey, 1997: 49) Marka değeriinin hissedar değeri üzerinde yarattığı etkiyi gösteren yukarıdaki faktörleri şu şekilde sınıflandırmak mümkündür (Srivastava, Shervani, ve Fahey, 1998: 9);

- **Nakit Akışlarındaki Hızlanma:** Pazara dayalı varlıklar, nakit akışlarının ele geçme süresini kısaltmak ya da nakit akışlarının ivmesini artırmak suretiyle hissedar değerini yükseltebilmektedirler. Nakit akışlarının ele geçme süresinin kısalması, net şimdiki değerinin de yükselmesini sağlamaktadır. Aynı zamanda olumlu marka imajı ile işletme ve müşterileri arasında yaratılan uzun dönemli ilişkiler sayesinde müşteriler, işletmenin pazarlama stratejilerindeki değişikliklere çabuk cevap vererek satın alma eğilimini daha erken gerçekleştirmektedirler. Bu da nakit akış hızını artırarak hissedar değerini yükseltmektedir. Marka yatırımları, işletmelerin pazara nüfuz etme süresini kısaltarak nakit akış hızını ve nakit akışının net bugünkü değerini artırmaktadır. Birçok çalışma göstermektedir ki yeni ürün inovatif avantajını yitirmeden söz konusu ürün ile dünyadaki tüm pazarlara nüfuz edebilecek işletme sayısı yok denecek kadar azdır. Böyle durumlarda başka bir işletme ile kurulan stratejik ortaklıklar, küresel pazarın daha büyük bir kısmına nüfuz etmek suretiyle nakit akışını hızlandırabilmektedir.
- **Nakit Akış Miktarını Artırma:** Nakit akışlarını artırmanın dört temel yolu vardır. Bunlar; daha yüksek gelir elde edilmesi, maliyetlerin düşürülmesi, çalışma sermayesi ihtiyaç düzeyinin ve sabit sermaye ihtiyacının düşürülmesi olarak sıralanabilir. Marka açılımları kazancın artırılmasında önemli bir

fonksiyondur. Simon ve Sullivan (1993), güçlü markaya sahip işletmelerin gelecekteki nakit akışları ve getirilerinin hiç markası olmayan bir işletmenin gelecekteki getiri ve nakit akışlarından fazla olacağını öne sürmüşlerdir (Simon ve Sullivan, 1993: 31). Bucklin ve Sengupta (1993), ortak marka ve ortak pazarlama birlikteliği gibi müşterek teşebbüslerden işletmelerin nakit akışını artırma olanağı olduğunu öne sürmüşlerdir (Bucklin & Sengupta, 1993: 34). Ortak markalaşma ve bireysel markalaşmanın esası, diğer markaların müşteri tabanına erişim sağlamaktır. Markaların ve müşteri ilişkilerinin paylaşılmasını öngören birliktelikler işletmelere;

1. Birliktelik kurdukları diğer işletmelerin hâlihazırdaki kaynaklarını kullanmak suretiyle iş yapma maliyetlerini düşürme olanağı
2. Yeni pazarlara nüfuz etmeye veya diğer ortakların ürünlerini ulaşılabilir kılma dolayısıyla geliri artırma olanağı
3. Müşteri tabanı oluşturma, mevcut müşteri tabanını genişletme ya da yeni bir marka yaratma için sabit yatırım harcamalarından kaçınma olanağı sağlamaktadır.

- **Nakit Akışlarının Oynaklığı ve Kırılganlığı Üzerindeki Etkisi:** Düşük kırılganlık ve oynaklık, nakit akışları ile ilişkili olan riski azaltmakta ve bu durum da daha düşük bir iskonto oranı ve sermaye maliyeti ile sonuçlanmaktadır. Böylece, daha durağan ve tahmin edilebilir nakit akışları, daha yüksek bir net bugünkü değere sahip olarak daha yüksek bir hissedar değeri yaratmaktadır. Nakit akışlarının kırılganlığının azalması tüketici tatmini, sadakati ve korumasının artışı ile doğru orantılıdır. İşletmelerin tatmin olmuş ve sadakat düzeyi yüksek müşterilerinin var olması, bu müşterilerden gelecek olan nakit akışlarının rekabet faaliyetlerine karşı daha az duyarlı olmasını sağlamaktadır. İçinde markalaşma için yapılan yatırımların yer aldığı bir dizi pazarlama faaliyeti, müşteri sadakati yaratmak üzere gerçekleştirilmektedir. Bu faaliyetler sayesinde katlanılan maliyetler, faydaya dönüştürülmekte ve daha sadık olan müşteriler için risk azalmaktadır. Faaliyetlerin sürekliliğini destekleyecek şekilde müşterilerle ve

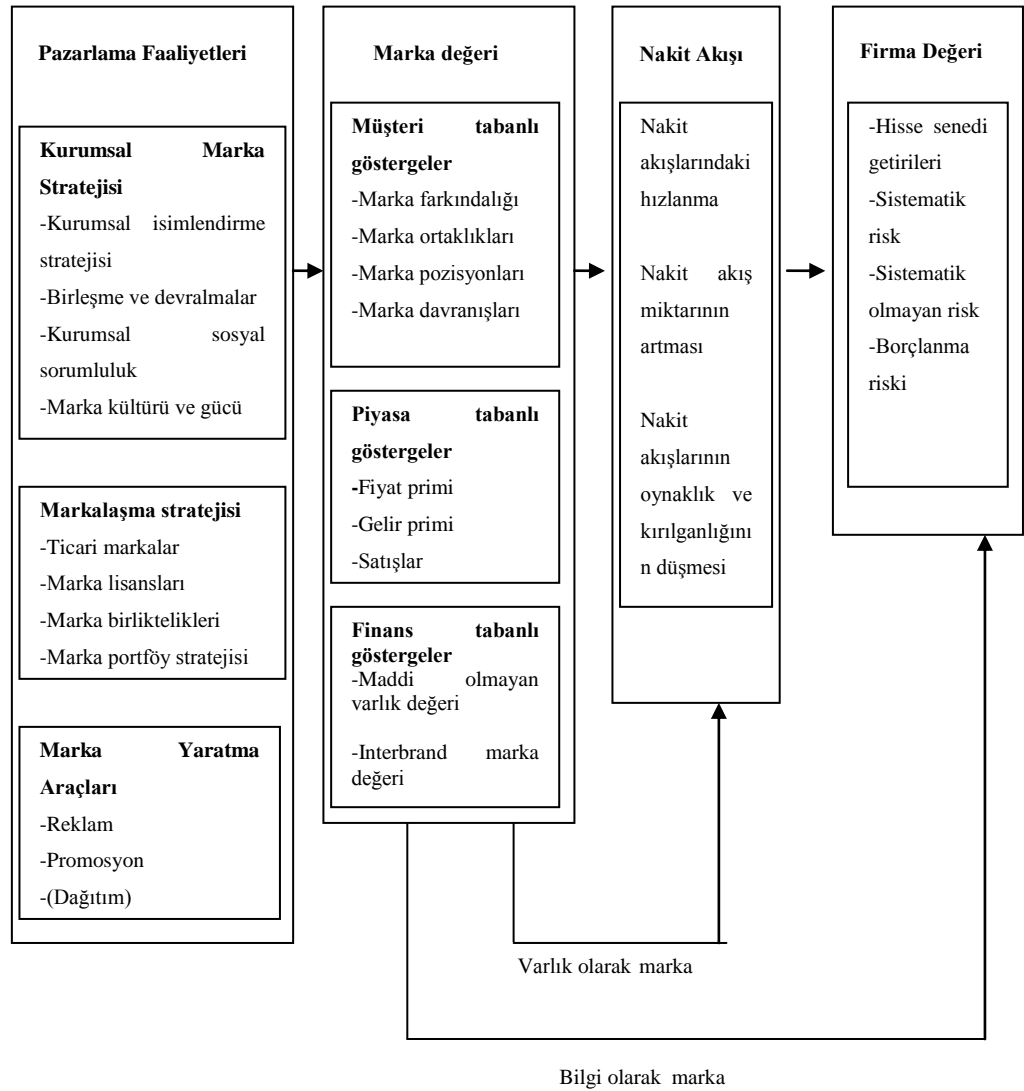
faaliyet ortakları ile ilişkilerin geliştirilmesi, nakit akışlarının oynaklığını düşürmektedir. Müşteri ve ortaklarla olan ilişkiler, işletmelere faaliyetlerini bir değer zinciri çerçevesinde sürdürme olanağı vermektedir. Bu değer zincirinin bir üyesi olarak işletmeler, nakit akışlarını durağanlaştırma imkanına sahip olmaktadır. Böylece, müşteriler ve kanal ortakları arasındaki bilgi paylaşımının artması otomatik sipariş, ikmal ve daha düşük stoklama ile nakit akışlarının tahmin edilememe oranını düşürmektedir. Buna ek olarak, işletmeler için müşterilerinin büyük bölümünü elde tutabilmeleri durumunda oynaklık düşmektedir. Çünkü müşterileri elde tutmanın maliyeti, yeni müşteri elde etmenin maliyetinden daha tahmin edilebilir düzeydedir.

- **Nakit Akışlarının Net Defter Değeri Üzerindeki Etkisi:** Pazarlama tabanlı varlıklar ile net defter değeri arasında güçlü bir ilişki kurmak mümkündür. Örneğin, bir ürün ya da hizmetin daha önceki versiyonlarını kullanan kullanıcılar, aynı zamanda söz konusu ürün ya da hizmetin sadece daha sonraki versiyonlarının alıcıları olmazlar, ayrıca o ürün ya da hizmetle ilişkili diğer ürün ya da hizmetlerin ve aynı marka çatısındaki diğer ürün ve hizmetlerin de alıcısı olurlar. Daha da önemlisi söz konusu kişiler, kullanmış oldukları ürün ya da hizmetleri potansiyel kullanıcılara da tavsiye ederek benimseme sürecine katkıda bulunurlar. Kim, Mahajan ve Srivastava (1995), birçok endüstri kolunda nakit akımlarının doğrudan dergi, kablolu televizyon ya da cep telefonu hizmetleri vasıtasıyla müşteriler ile ilişkilendirilebileceğini göstermişlerdir. Söz konusu sektörlerde net defter değeri, müşteri tabanının nitelikleri ve büyüklüğü ile yakından ilgilidir. Oynaklık ve kırılganlığın azaltılması ile nakit akışlarındaki artışı sağlayan birçok etmen, daha yüksek net bugünkü değerinde elde edilmesinde de büyük rol oynamaktadır. Örneğin, ne kadar geniş ve nitelikli bir müşteri tabanı söz konusu ise (satın alma hacmi yüksek, ekstra fiyat ödemeyi kabullenen, satış ve hizmet maliyeti düşük müşteriler gibi) o kadar yüksek net bugünkü değer söz konusu olacaktır. Çünkü, hissedar değerinde artışa yol açacak olan esasında müşteri tabanındaki bu nitelikli müşterilerdir. Sonuç olarak, sürekli ve uzun vadeli

müşteri sadakati daha durağan bir işletmeyi beraberinde getirir ve bu durağanlık daha düşük sermaye maliyeti ile sonuçlanır ve net bugünkü değeri artırır (Kim, Mahajan, ve Srivastava, 1995: 259).

Marka değeri ve hissedar değeri arasındaki pozitif ilişkiyi destekleyen mantıksal yaklaşım, bu ilişkinin lineer ya da lineer olmayan bir ilişki mi olduğuna dair fikir vermemektedir. Çünkü marka değeri ve hissedar değeri ilişkisi, günümüzde henüz tam olarak açıklığa kavuşmuş bir konu değildir. Ancak bununla birlikte kendini işletmenin piyasa değeri/defter değeri oranında gösteren başarılı markaların oluşturduğu bir işletme portföyünün finansal değeri markadan sağlanan dağıtılmamış kar ve nakit akışlarının tahmin edilebileceğini vurgular. Marka değerlemenin amacı ve esas konusu da söz konusu kar ve nakit akımlarının tanımlanması ve ölçülmesidir (Kerin ve Sethuraman, 1998: 261). Ancak unutulmaması gereken bir nokta da güçlü bir markanın işletmenin piyasa değerini sadece cari getiri ve karları artırmak suretiyle sağlamayacağı, ayrıca yatırımcılar ve analiz yapan kişilerin gelecekteki kâra ilişkin beklentilerini artırmak yoluyla da artıracığıdır (Gerzama, Lebar, ve Rivers, 2009: 79).

Marka değeri ve hissedar arasındaki ilişki Şekil 1.1.'de gösterilmiştir.



**Şekil 1.1.** Kavramsal Çerçeve: Marka Hissedar Değeri Nasıl Etkiler

**Kaynak:** Srinivasan, Hsu, ve Fournier, Branding and Firm Value, 2012: 156

### 1.2.5.1. Marka Değeri ve Hissedar Değeri İlişkisini Araştıran Çalışmalar

Marka değeri ve hissedar değer ilişkisini inceleyen birçok ampirik çalışma yapılmıştır. Simon ve Sullivan (1993), 1995-1997 döneminde Interbrand şirketinin en değerli markalar listesindeki şirketleri ele alarak marka değeri ve piyasa değeri/defter değeri oranı arasındaki ilişkiyi incelemişler, sözkonusu değişkenler arasında pozitif ilişki tespit etmişlerdir. Barth, Clement, Foster ve Kasnik (1998)



çalışmalarında marka değeri ve hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmalarında aynı zamanda itibar sahibi birtakım finansal dergilerce hesaplanan ve yayınlanan marka değerlerinin yeterince güvenilir olup olmadığını ve hisse senedi fiyatı ve getirilerinde kendini gösterip göstermediğini test etmişlerdir. Net kar (net income) ve sermayenin defter değerini içeren birtakım kontrol değişkenleri ve hisse başına marka değerinin hisse senedi ile ilişkisine bakan bir regresyon modeli kurmuşlardır. Ayrıca, iki aşamalı bir regresyon modeli ile de marka değerini hisse başına reklam harcamaları, piyasa payı, satış hacmindeki artış ve sermayenin piyasa değeri gibi bazı değişkenlerle tahmin etmeye çalışmışlardır. Bağlı marka değeri ve gerçek marka değeri (net kar ve belirlenen kontrol değişkenleri ile birlikte) daha sonra hissedar değerini tespit etmek üzere kullanılmıştır. Çalışma sonucunda marka değeri tahminlerinin anlamlı bir biçimde hisse senedi fiyatları ile pozitif ilişkili ve muhasebe değişkenleri ile artan ilişkili olduğu, reklam harcamalarının sermayenin piyasa değeri ile negatif ilişkili olduğu fakat marka değeri ile pozitif ilişkili olduğu tespitinde bulunmuşlardır. Kerin ve Sethuraman (1998), 1995 ve 1996 yıllarında Interbrand şirketinin en değerli markalar listesine giren şirketler ile yaptıkları çalışmalarında piyasa değeri / defter değeri oranı ile marka değeri arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Birçok şirkette marka değerinin defter değerine dahil edilmediği düşünüldüğünde ulaştıkları sonuç markanın ekonomik bir değeri olduğu şeklindedir. Yazarlar çalışmaları ile defter değeri ve piyasa değeri arasında farka sebep olan bileşenlerden birinin tanımlanmasına katkıda bulunmuşlardır. Mortanges ve Riel (2003), Young and Rubicam'ın Brand Asset Valuator (BAV) modelini kullanmak suretiyle toplam hissedar getirisi, hisse başına kar, piyasa değeri/defter değeri oranı ile kurumsal marka değeri arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Sonuç olarak bir markanın firmanın piyasa değeri üzerinde belirgin bir etkisi olduğunu öne sürmüşlerdir. Kallapur ve Kwan (2004), finansal tablolarında marka varlığını sermayeleştiren 33 İngiliz firması üzerine yapmış oldukları çalışmada sermayenin piyasa değerini tahmin etmek üzere kurdukları denklemde marka değeri için pozitif ve anlamlı bir katsayı elde etmişlerdir. Sonuç olarak da marka değerinin hissedar değerine katkı sağlayan bir maddi olmayan varlık olduğunu öne sürmüşlerdir. Madden, Fehle ve Fournier (2006), Interbrand şirketinin yapmış olduğu marka

değerleme yöntemi ile değeri belirlenen markaları birtakım portföy analizleri yardımıyla piyasa değeri/defter değeri oranı ve hisse senedi performansı ile kıyaslamışlardır. Ulaştıkları en önemli sonuç; güçlü markaların hissedarlarına daha yüksek getiri sağlamakla kalmayıp aynı zamanda aynı şartlardaki kıyaslanan işletmelere göre daha düşük risk sağladıkları olmuştur. Fehle, Fournier, Madden ve Shrider (2008), 1994-2006 yılları arasında Interbrand listesindeki en değerli markalara sahip işletmeler üzerine yaptıkları çalışmalarında Fama French üç faktör modelini risk açısından bir düzenleme yaparak kullanmışlar ve sonuç olarak da güçlü markaya sahip olan işletmelerin istatistiksel ve ekonomik olarak markası olmayan işletmelere ait ortalama getirinin üzerinde bir getiriye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca düşük ve yüksek marka değerine sahip işletmeler arasındaki getiri farklılığını tespit etmek üzere Fama French modeline yeni bir faktör ekleyerek literatüre bu yönde bir katkı sağlamışlardır. Bu konudaki çalışmalardan biri de Mizik (2009) tarafından yapılmıştır. Çalışmasında literatürü destekleyen, marka değerinin işletmenin cari dönemdeki finansal performansını pozitif olarak etkilediği sonucunu bulmuştur. Bununla birlikte marka değerinin esas etkisinin işletmenin gelecekteki finansal performansı ile ilgili olduğunu öne sürmüştür. Şöyle ki; markanın yarattığı toplam finansal etkinin sadece %10'u cari dönemdeki kara yansımakta, geri kalan %90 oranındaki karlılık ise gelecekte gerçekleşmektedir. Bu nedenle eğer yöneticiler markalaşma çabalarının gelecekteki uzun vadeli karlılığı sağlayacağını düşünmezler ve eğer stratejilerini görünen cari dönem ürün-pazar çıktılarına göre ayarlarlarsa değer üreten marka varlıklarını düşük değerlemiş olacaklardır.

### **1.2.6. Marka Konusunda Pazarlama ve Finansman İşbirliği**

Pazarlama ve finans bilimi esasında birçok yönden farklı bakış açlarına sahiptir. Finans araştırmacıları işletme stratejilerinin ve kararlarının yatırımcıların beklentileri üzerindeki etkisine odaklanırken, pazarlama araştırmacıları pazarlama stratejilerinin ve kararlarının tüketici üzerinde bıraktığı etkiye odaklanmaktadır. Finansal perspektiften bakıldığında ana paydaş grubunu hissedarlar oluşturmaktadır

ve araştırmalar hissedar değeri yaratma odaklı olarak yürütülmektedir. Pazarlama bakış açısından ise müşteriler ana ilgili gruptur ve odak noktası pazardan gelir elde etmek üzere geliştirilmesi gereken davranış ve tutumlardır. Finansçılar firma düzeyindeki ikincil veriler ile çalışmaktadır, firmaların finansal tablo verileri ve hisse senedi piyasası verilerinin doğruluğuna güvenirler. Pazarlamacılar ise anket ve deneysel araştırmalar yoluyla topladıkları tüketicilerine odaklanırlar. Diğer bir deyişle, pazarlamacıların çalışma alanı müşteri değeri yaratmak, finansçıların çalışma alanı ise hissedar değeri yaratmaktır (Madden, Fehle, ve Fournier, 2006: 224). Ancak, hem müşteri hem de hissedar gruplarının beklentilerini karşılayacak marka kavramı, bu iki ayrı alanı ortak paydada buluşturmuştur. Özellikle Doyle (2000)'in Değer Temelli Pazarlama konulu çalışması, pazarlamayı değer yaratma sürecinin merkezine yerleştirmiştir. Pazarlamacıların işletme performansına önemli katkı sağlaması ancak finans dilini öğrenmeleri ile mümkündür. Pazarlama faaliyetlerinin esas amacı olarak tüketicileri göz önünde bulundurmak yerine, pazarlamacıların tüketicileri, şirket değeri yaratmak üzere kaldıraç etkisinden yararlandıkları bir varlık olarak görmeleri gerekmektedir (Brls, 2010: 7). Nihai olarak bakıldığında pazarlama finans işbirliği, pazarlama faaliyetleri ve hissedar değeri arasındaki ilişki üzerinde odaklanmalıdır ifadesini kullanmak mümkündür (Lukas, Whitwell, ve Doyle, 2005: 414). Marka konusunda pazarlama finans işbirliği sadece pazarlama faaliyetlerinin hissedar değerine katkısı şeklinde düşünülmemelidir. Aynı şekilde hissedar değerinin de pazarlamaya kattığı dil ile pazarlamayı işletmenin diğer fonksiyonları ile bütünleştirme, pazarlamaya sahip olduğu varlıkların önemini gösterme imkanı sunma, pazarlama bütçesini kar maksimizasyonu politikalarından koruma, pazarlamaya işletmenin strateji oluşturma sürecinde pivot bir rol verme gibi yaklaşımlarla pazarlama faaliyetlerine katkısından söz edilebilir (Lukas, Whitwell, ve Doyle, 2005: 415).

Çoğu zaman açıkça belirtilmese de varsayımlar, teori ve uygulamaların temelini oluşturarak şekillendirir ve kısıtlamalar getirir. Bundan dolayı pazarlamacıların da kendi alanlarına temel oluşturun varsayımları sürekli olarak tanımlamaları ve değişiklikleri açık bir şekilde ifade etmeleri gerekmektedir. Bilhassa işletme performans ölçümlerinde hissedar değeri tabanlı ölçütlerin

benimsenmeye başlanması ile pazarlamanın geleneksel varsayımlarının pazarlama finans işbirliğini işaret edecek şekilde genişletilmesi gerekmektedir. Tabii bu pazarlama ve finans arasındaki ilişki ile ilgili yeni varsayımlar geleneksel varsayımların yerini almayacak, söz konusu varsayımları genişletecek ve ilişkilendirecektir. Pazarlama biliminin geleneksel varsayımları ve pazarlamanın finans ile işbirliğini öngören gelişmekte olan varsayımlar Tablo 1.2.'de gösterilmiştir (Srivastava, Shervani ve Fahey, 1998: 3):

**Tablo 1.2.** Pazarlama Biliminin Geleneksel ve Gelişmekte Olan Varsayımları

	<b>Geleneksel varsayımlar</b>	<b>Gelişmekte olan varsayımlar</b>
<b>Pazarlamanın Amacı</b>	Müşterilerine değer yaratmak ve ürün pazarını ele geçirmek	Hissedar değeri yaratmak üzere piyasa tabanlı varlıkların yaratılması ve yönetilmesi
<b>Pazarlama ve Finans Arasındaki İlişki</b>	Pozitif ürün piyasa ilişkisinin pozitif finansal sonuçlara dönüştürülmesi	Pazarlama finans işbirliğinin sistematik olarak yönetilmesi
<b>Tüketici Ve Dağıtım Kanalına Bakış Açısı</b>	Ana amaç pazarlama faaliyetleri	İlişkisel bir varlığın geliştirilmesi ve güçlendirilmesi
<b>Pazarlama Analizlerinin Girdisi</b>	Pazarın ve örgütün anlaşılması	Pazarlama kararlarının finansal sonuçları
<b>Varlık Algısı</b>	Ağırlıklı olarak örgüte has varlıklar	Örgüt ve çevrenin kaynaşması sonucu oluşan varlıklar
<b>Pazarlama Karar Alıcıları: İçsel</b>	Ağırlıklı olarak pazarlama uzmanları, gerekli görülürse diğer uzmanlar	Görev ve pozisyonuna bakılmaksızın ilgili tüm yöneticiler
<b>Pazarlama Paydaşları: Dışsal</b>	Tüketiciler, rakipler, yasa yapıcılar, dağıtım kanalları	Hissedarlar ve potansiyel yatırımcılar
<b>Ne Ölçülüyor</b>	Ürün pazar sonuçları, müşterilerin değerlendirilmesi, dağıtım kanalları, rakipler	Finansal sonuçlar, piyasa tabanlı varlıkların yapısı
<b>Faaliyet Ölçütleri</b>	Satış hacmi, pazar payı, tüketici tatmini, satışların getirisi, varlıklar ve sermaye	Nakit akışlarının net bugünkü değeri; hissedar değeri

**Kaynak:** Srivastava, Shervani, ve Fahey, 1998: 3

Tablo1.2’de belirtildiği üzere; pazarlama disiplininin amacı, tüketici ve dağıtım kanalına bakış açısı, analiz verileri, paydaşları ve faaliyet ölçütleri vb.

açısından büyük bir dönüşüm yaşamış ve yaşamaktadır. Pazarlama disiplinine ilişkin gelişmekte olan varsayımlar söz konusu disiplini finansal perspektiften bakmaya yönlendirmektedir. Geleneksel varsayımlardan ziyade hissedar değeri yaratmak üzere piyasa tabanlı varlıkların yaratılması ve yönetilmesi amacına odaklanan bir pazarlama disiplininin finans disiplini ile entegre olduğunu söylemek mümkündür.

Marka ve marka değeri kavramlarının kavramsal çerçeve, tarihçe, hukuki boyut, muhasebeleştirilme gibi çeşitli boyutlar ile ele alındığı bu bölüm, marka ve marka değeri konularına ilişkin teorik bir çerçeve oluşturmayı amaçlamıştır. Bir sonraki bölümün konusu olan marka değerlendirme modellerinin açıklanmasından önce değerlemeye konu olacak marka varlığının temel özellikleri ve önemi ele alınmıştır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### MARKA DEĞERLEME MODELLERİ

#### 2.1 Marka Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Marka değerlendirme, bir işletme varlığı olarak kabul edilen markanın bugünkü ve gelecekteki değerinin tespitinde güçlü bir araçtır. Kesin olarak belirlenmiş bir marka değeri işletme varlıklarının değerini artırmada, işletmenin pazar derecesini yükseltmede, finansman maliyetlerini düşürmede, işletmeye rakiplerine karşı bir kıyaslama işletmesi olma vasfını sağlama hususunda önemli rol oynamaktadır. Tüm bu kazanımların elde edilmesi, şüphesiz uygun bir marka değerlendirme yönteminin kullanılmasına bağlıdır.

Marka değerlendirme yöntemlerini finansal modeller ve finansal olmayan müşteri tabanlı modeller, bir başka ifade ile davranışsal modeller olmak üzere iki sınıfta incelemek mümkündür. Davranışsal modeller, müşteri davranışları ve algılarına dayanmaktadır. Finansal modeller ise belirli bir anda marka değerini tahmin etmek üzere geliştirilen statik modellerden oluşmaktadır. Ancak, finansal modeller ile davranışsal modellerin en önemli farkı; finansal modellerin marka gibi maddi olmayan bir varlığı finansal göstergelere dönüştürmek suretiyle markanın gelecekte kazanç elde etme kabiliyetini ölçmesidir (Johansson, Dimofte, ve Mazvancheryl, 2012: 235). Bu modellere ek olarak çeşitli şirketler tarafından hem müşterilerin davranış ve algılarını hem de finansal tablo verilerini kullanan karma modeller geliştirilmiştir. Temel karakteristik özellikleri bakımından incelendiğinde davranışsal modellerde marka değeri, scorecard vasıtasıyla ortaya koyulabilecek niteliksel bir yapı olarak görülmektedir. Deneysel olarak doğrulanabilirliği söz konusu değildir. Marka gücünün tanımlanmasında kullanılan faktörlerin seçiminde subjektiflik çok yüksektir ve tüm çaba, müşterinin marka değerine ilişkin aklından ve kalbinden geçeni açıklamak amacıyla gerçekleştirilmektedir. Finansal modellerde, marka varlığına ilişkin parasal bir değer hesaplamak üzere kantitatif ölçümler

yapılmaktadır. Müşteri algıları dikkate alınmamakta, daha çok birleşme ve devralma, lisanslama ve analiz yapan kişiler için marka değeri belirlemek üzere kullanılmaktadır. Karma modeller ise marka varlığı için parasal bir değer ortaya koymaktadır. Marka ile ilgili getiri durumu, pazar durumuna ilişkin verileri içermektedir. Nihai olarak; karma modeller, kantitatif ve kalitatif faktörleri birbirleriyle ilişkilendirmektedir. (Zimmermann, Klein-Bölting, Sander, ve Murad-Aga, 2002: 6,7). Davranışsal ve finansal modeller birçok avantaj ve dezavantajlara sahip olarak birbirlerine benzeseler de en temel farklılıkları, elde ettikleri bulgular açısından ortaya çıkmaktadır. Davranışsal modeller marka gücünün mevcut durumunu ortaya koyarken, finansal modeller mevcut durumun yanı sıra markanın gelecekteki potansiyeline ilişkin tahminleri de ortaya koymaktadır (Ailawadi, Lehmann, ve Neslin, 2003: 5-8). Finansal perspektiften bakıldığında marka varlığı; markası olmayan ürünlere kıyasla markalı ürünlerin gerçekleştirdiği artan nakit akımları olarak tanımlandığından finansal marka değerlendirme modelleri marka değerini işletmenin diğer varlıklarının değerinden ayırtmaktadır. İlk olarak makro ölçekte bakılarak işletmenin markasına ilişkin objektif bir değer tespiti yapılarak, bu değer marka belirleyicileri ile ilişkilendirilir. İkinci olarak ise mikro ölçekte bir yaklaşımla marka varlığının ana pazarlama kararlarına tepkisi ölçülerek, bireysel marka düzeyinde markaya ilişkin değişiklikler elimine edilir. Çünkü pazarlama unsurları ve hisse senedi fiyatları her zaman pazarlama kararlarına yansıtılmaktadır (Motameni ve Shahrokhi, 1998: 276).

Maddi olmayan bir varlığın değerlemesi yapılırken göz önünde bulundurulması gereken birtakım faktörler vardır. Bunlar;

- Sermayedeki payla ilişkili olan hakların, önceliklerin ve birtakım özel durumların göz önünde bulundurulması,
- Maddi olmayan duran varlığın ekonomik ömrünün devam etmesi, getiri kapasitesi, gelişim süreci, yer aldığı endüstri kolunun durumu,
- Maddi olmayan duran varlığı etkileyebilecek ekonomik ve politik bakış açısı,
- Şerefiye,



- Maddi olmayan duran varlıkla ilgili sermaye payında gerçekleştirilen bir önceki işlemler,
- Pazarla ilgili veriler (örn, alternatif yatırımların getiri oranı),
- Benzer maddi olmayan duran varlıkların ele geçirilmesindeki piyasa fiyatı
- Maddi olmayan duran varlığın durumu ve ekonomik kabiliyetlerini görmek üzere geçmiş yıl finansal tablolarının incelenmesi olarak sıralanabilir (International Valuation Guidance Note 4, 2003 <http://www.romacor.ro/legislatie/18-gn4.pdf>, erişim tarihi 02.05.2013).

Finansal marka değerlendirme modellerini ayrıntılı olarak ele almadan önce, bir finansal değerlendirme modeli oluşturulurken göz önünde bulundurulması gereken kriterlere değinilmesinde fayda vardır. Bunlar (Klein-Bölting vd., 2000:3);

- 1. Değerlemenin Gerekçesi ve Fonksiyonlarının Dikkate Alınması:** Marka değerlemenin gerekçesi; değere dayalı bir marka yönetimi, finansal iletişim, markayla ilgili hukuki işlemler, marka haklarına tecavüz edilmesi ya da birtakım mali gerekçeler olabilmektedir. Marka değeri, mevcut işletme faaliyetleri ile iç içe olan marka yönetiminin kontrolünü destekleyerek, işletmenin kontrol fonksiyonunu etkileyen faktörleri tanımlamakta ve paydaşlara sunulacak zorunlu ve istek dahilinde hazırlanacak finansal raporlarda yer almaktadır. Ancak, muhasebe amacıyla yapılan değerlemelerde ulusal ve uluslararası ticaret kanunu ve mali düzenlemelerin mutlaka göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Hukuki işlemlerde markanın kullanım değerinin belirlenmesi gerekebilmektedir. Kullanım değeri, değerlendirme yapılacağı sırada markanın sahibine ya da yasal varisine ifade ettiği değer olarak kabul edilmektedir. Marka haklarına tecavüz edilmesi durumunda marka değerlemesi, bu tecavüzün sebep olduğu zararın parasal olarak ifade edilebilmesi için kullanılmaktadır. Benzer şekilde marka değeri, geçerli bir lisanslama oranının belirlenmesinde de kullanılmaktadır. Mali gerekçeler markanın transfer edilmesi ya da üçüncü kişilere marka haklarının lisansının

verilmesi durumlarında oluşmaktadır. Parasal marka değerlemenin amacı, transfer fiyatlandırmadaki yasal zorunlulukları karşılamak, iki kere vergilendirmeye maruz kalmamak ve bazı koşullarda uluslararası düzeyde vergi oranlarını optimize etmek için bir markanın ticari değerini belirlemektir. Bu anlamda hangi değerlendirme modelinin kullanılacağına karar verilirken değerlendirme amaçlarının hangisi için değerlendirme yapıldığının bilinmesi gerekmektedir.

2. **Marka Türünün ve Fonksiyonlarının Dikkate Alınması:** Markalar birçok biçimde oluşturulabilmektedir ve bu çeşitliliğin marka değerlemesi yaparken mutlaka göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Markalar coğrafi ölçek bakımından sınıflandırıldığında; yerel markalar, ulusal markalar ve uluslararası markalar olarak, markalı ürün ya da hizmet çeşidine göre; ürün markası ve hizmet markası olarak, markanın yapısına göre; bireysel marka, marka ailesi, şemsiye marka ve kurumsal marka olarak gruplandırılabilir. Hangi marka türüne göre hangi marka değerlendirme metodunun kullanılacağı belirlenmelidir. Örneğin kağıt sektöründe “Selpak” markası, seramik alanında “Vitra” markası ve sıhhi tesisat alanında faaliyet gösteren “Artema” markası Eczacıbaşı firmasının portföyünde yer alan markalarıdır. Bu noktada değerlemeye tabi tutulacak marka, Eczacıbaşı markası olabileceği gibi yalnızca Artema markası da olabilecektir (İldır, 2005: 41). Önemli olan nokta, değerlemeye konu olan markanın hangi ölçekte, hangi sınıf dahilinde ele alındığının doğru tespit edilmesi ve kullanılan değerlendirme metodunda bu tespit doğrultusunda kıyaslama veya değerlendirme verilerinin yer almasıdır.
3. **Markanın Yasal Korumasının Dikkate Alınması:** Marka değerlemenin ilk basamağı, markanın bir kanunla korunduğunun teyit edilmesidir (Bu aşama risk analizinin bir parçasıdır). Üçüncü kişilerin de dahil olduğu değerlemelerde, marka haklarının detaylı bir değerlendirmesinin eğer mümkünse bir yasal uzman tarafından yapılması tavsiye edilmektedir. Markanın yasal durumu ile ilgili analizde bir sonraki aşama, marka sahibinin üçüncü kişilere karşı tüm yasaklama haklarına sahip olup olmadığının tespit edilmesidir.

- 4. Marka ve Hedef Grup İlişkisinin Dikkate Alınması:** Her marka değerleme işlemi, piyasa ve endüstri çevresi ile markanın ilişkisi üzerine bir ön değerlendirme yapmış olmalıdır. Marka ilişkisi, bir piyasada hedef grubun satın alma kararlarında, markanın etkisini açıklar. Marka ilişkisi, muhakkak marka için hem içinde bulunulan dönemde yaratılan değer hem de gelecekte yaratılması beklenen değer, markaya katkılarını dikkate almak zorundadır. İşletmelerin mevcut faaliyet alanında bir markaya ilişkin hedef grup ya da grupların tanımlanması ve ayrıştırılması, olası marka genişlemelerine bir taban hazırladığı gibi aynı zamanda markanın değerlendirilmesi için de zemin hazırlamaktadır.
- 5. İlişkili Hedef Grubun Verilerinin Kullanılması Suretiyle Markanın Mevcut Durumunun Dikkate Alınması:** Değeri belirlenecek markaya ilişkin en az iki bileşenin bilinmesi gerekmektedir. Bunlar; söz konusu markanın pazardaki başarısı ve tüketiciler gözündeki çekiciliği (marka gücü) dir. Markanın pazardaki başarısının temel göstergeleri geri satın alma oranı, pazar payı, marka sahibi olmaktan kaynaklanan yüksek fiyat ve satış hacmi gibi değişkenlerdir.
- 6. Markanın Potansiyeli ve Ekonomik Ömrünün Dikkate Alınması:** Bir marka getirisinin gelecekte yaratacağı değer tahmin edilebilmesi için her bir marka değerlemesinde, marka potansiyelini tespit etmek üzere bireysel bir analiz yapılması gerekmektedir. Kural olarak bu da benimsenen işletme planı çerçevesinde markanın gelecekteki potansiyel getirilerine bağlıdır. Her işletme planı, markaya has davranışsal analizler temeline dayanmalıdır. Değerlemede tahminler, markanın muhtemel ekonomik ömrüne ve böylece beklenen nakit akımlarının sermayeleştirme sürecine dayanarak yapılmalıdır. Bu noktada kullanım ömrünün tahmin edilmesindeki varsayımların açıklanması gerekir. Bir ürüne ait olan markanın değerlendirilmesinde sınırlı kullanım ömrü, teknolojik değişiklikler veya davranışsal ve duyuşsal değişikliklerden etkilenen ürün yaşam döngüsü ve pazar analizlerine dayanarak tahmin edilmektedir. Kurumsal ya da şemsiye markalar söz konusu

olduğunda ise sınırlı kullanım ömrü rekabet durumuna dayanarak belirlenebilir.

- 7. İlişkili Hedef Gruba Ait Nakit Akımlarını Aşan Markaya Has Nakit Akımlarının Dikkate Alınması:** Marka değerlemesi tüketici ve kullanıcıların taleplerindeki eğilimde markanın rolünü netleştirmelidir. Yani kullanılan değerlendirme modeli, markanın yarattığı talebi diğer tercihlerin etkisinden ayırıştırmalıdır. Yapılan analizde marka tarafından yaratılan nakit akışları da diğer unsurlar vasıtasıyla yaratılan nakit akışlarından ayrı tutulmalıdır. Bunu gerçekleştirebilmek için uygulanabilecek yöntemler; ikincil verilerin elde edildiği mevcut pazar araştırmasının verilerinin kullanılması veya birincil veri toplamak üzere duruma has bir araştırmanın yapılması şeklinde sıralanabilir. Bu araştırmalar hedef grubun davranışlarını anlamaya yönelik ve hizmet ya da ürün markasına olan talebi yönlendiren motivasyonu anlamaya yönelik olmalıdır.
- 8. Net Şimdiki Değer Metodu ve Uygun İskonto Oranının Dikkate Alınması:** Marka değeri, gelecekteki finansal fazlanın değerlendirme tarihi itibarıyla indirgenmesi suretiyle bulunmaktadır. Nakit akımlarının indirgenmesinde seçilecek olan iskonto oranı, risk faktörünü yansıtacak bir primi de içermek zorundadır. Bu nedenle ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti, marka profilinin gerektirdiği risk faktörüne göre düzeltilerek kullanılabilir. Kurumsal bir markanın değerlemesinde markanın risk profili, kurumla özdeş olacaktır. Eğer değerlendirme için sermaye piyasası verilerinden elde edilen şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılacaksa yapılan hesaplama sermaye maliyetini, vergi sonrası borcun maliyetini ve sermaye yapısını da kapsamak zorundadır. Özsermaye maliyeti, sermaye varlıklarını fiyatlandırma modelinin öngördüğü şekilde risksiz faiz oranı ve markaya ait özelliklere göre düzeltilmiş pazar risk primini içermektedir. Temel orana cari getiri eğrisini baz alarak ulaşılır. Seçilen tahvillerin kalan vadesi ile markanın kalan ömrü birbirine denk düşmelidir. Markanın kullanım ömrünün tam olarak öngörülemediği durumlarda kullanım ömrü sonsuz olarak kabul edilmektedir.

- 9. Markaya Has Riskler (Pazar ve Rekabet Riskleri):** Güçlü marka, zayıf markaya göre daha yüksek müşteri sadakati yaratır. Bu nedenle zayıf ve riske açık bir markadan beklenen nakit akışları, güçlü ve riske karşı korumalı bir markadan beklenen aynı akışlarından farklı olarak ağırlıklandırılmalıdır. Pazarda kabul görmüş bir markanın devamlı yeni müşteriler çekmesi ve mevcut müşterileri ile hukukunu sürdürmesi, marka sahibi işletmenin faaliyet riskini düşürmeye yardımcı olmaktadır. Riskin azalması ise finansal maliyetlerin azalmasına olanak tanıyacaktır. Bu avantajın değerlendirilmesinde göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Marka riski, ağırlıklandırılmış sermaye maliyeti olarak ifade edilen işletmelerin sahip oldukları varlıklarından kaynaklanan şirket riskinden bağımsız olarak düşünülmelidir.
- 10. Yeniden Üretilirlik ve Şeffaflık:** Marka değerlendirme, bilimsel bir çalışmanın nitelik kriterlerini karşılamak zorundadır. Marka değerinin ölçümü eğer sistematik hatalar (örneğin bir değişenin etkisinin iki kere ölçülmesi gibi) söz konusu değilse geçerli olarak kabul edilebilir. Eğer aynı değerlendirme metodu ile değerlendirme işlemi tekrarlandığında aynı sonuca ulaşıyorsa bu modelin güvenilirliğinin göstergesi olarak algılanabilir. Değerlendirme riskinin mümkün olduğunca ölçülmesi ve açığa çıkarılması, değerlendirme çalışmasının objektifliğinin göstergesi olacaktır. Ölçüm metodu uygun ve açık ise ve değerlendirme yapmaktaki hedefi karşılıyor ise bu marka değerlendirme metodunun şeffaflığını gösterir.

2010 yılında önemli bir marka değerlendirme şirketi olan BrandZ Google markasını dünyanın en değerli markaları listesinde birinci sırada yer vermiş ve marka değerini 114 milyon dolar olarak açıklamıştır. Bir başka itibarlı marka değerlendirme şirketi Interbrand ise aynı markaya listesinde dördüncü sırada yer vermiş ve değerini 44 milyon dolar olarak açıklamıştır. Değerler açısından karşılaştırılan bu farklar Uluslararası Standartlar Örgütünü yeni bir standart hazırlama konusunda harekete geçirmiş ve sonuç olarak ISO 10668 “Parasal Marka Değerlendirme” standardı oluşturulmuştur. Marka değerlendirme modellerinin hangi varsayımlarla, hangi verilerle hareket edeceği önemsenmeksizin tümünün göz önünde bulundurulması gereken ana

temalar söz konusu standart kapsamında belirtilmiştir (Catty, 2011: 1). Bunlar (Catty, 2011: 1,2);

- Şeffaflık: Değerleme süreci girdilerin, varsayımların, risklerin ölçümü ve bildirimini içerecek şekilde şeffaf olmalıdır.
- Geçerlilik: Girdiler ve varsayımlar, değerlendirme tarihi ile ilişkili ve geçerli olmalıdır.
- Güvenilirlik: Değerleme sürecine dahil her modelin sonuçları, karşılaştırılabilir ve uzlaştırılabilir olmalıdır.
- Yeterlilik: Tüm değerlendirme modelleri, dayanıklı sonuçlar üretmek üzere yeterli veri ve analizlere dayanarak yapılmalıdır.
- Objektiflik: Değerleme yapan kişi, tüm önyargılı değerlendirmelerden uzak olmalıdır.
- Parametreler: Uygun finansal, davranışsal ve yasal parametreler, tüm değerlemenin bir parçasını oluşturmaktadır.
- Amaç: Bir değerlendirme raporu mutlaka, kullanım amacı, hedef kitle, tanımlanmış marka (tüm açıklamaları içeren), değer öncülü, değerlendirme yapanın pozisyonu, değerlendirme tarihi ve rapor tarihi gibi bilgileri içermelidir.
- Kavram: Marka değeri, beklenen kullanım ömrü boyunca sunacağı ekonomik faydayı yansıtmalıdır. Genel olarak bu sonuçlar nakit akımları, kazançlar, ekonomik karlar ve maliyet tasarrufları kullanılarak hesaplanmaktadır.

## **2.2. Finansal Marka Değerleme Modelleri**

Literatürde finansal marka değerlendirme modeli olarak geliştirilmiş çok sayıda model mevcuttur. Bu modelleri; varsayımları, uygulama prosedürleri bakımından üç temel değerlendirme yaklaşımı altında toplamak mümkündür. Bunlar; maliyet yaklaşımı, piyasa yaklaşımı ve gelir yaklaşımı olarak sıralanabilir (Cravens ve Guilding, 1999: 58). Değerleme sürecince, değer kavramı ve markanın özellikleri bakımından bu yaklaşımlardan hangisinin kullanımının daha uygun olduğu göz önünde bulundurulmalıdır (P.Catty, 2011: 2). Genel olarak bakıldığında tarihi maliyete

dayalı değerleme dışında kullanılan yöntemlerin büyük çoğunluğunun gelecekteki kazançları hesaplayan ve bunları uygun bir sermaye maliyeti kullanarak bugünkü değerine indirgeyen, indirgenmiş nakit akımı analizini kullandığını söylemek mümkündür (Camara, 2007: 14).

### **2.2.1. Maliyet Yaklaşımı**

Maliyet yaklaşımı, aynı zamanda düzeltilmiş varlık yaklaşımı olarak da ifade edilmektedir. Daha çok bilgisayar yazılımları, müşteri veritabanları gibi kolaylıkla yerine koyulabilen varlıkların olduğu durumlarda, maddi olmayan duran varlığın değerlemesinin yapılabilmesi için gerekli verilere ulaşılabiliyorsa tercih edilen bir yaklaşımdır. Maliyet yaklaşımı, yerine koyma prensibi üzerine inşa edilmiş bir yaklaşımdır. Yerine koyma prensibine göre, hiçbir varlık tüm bileşenlerini değiştirmek için katlanılan maliyetten daha fazla etmeyecektir. Maliyet yaklaşımı uygulaması, varlığın oluşturulmasında kullanılan her bir ögenin maliyetinin, bu maliyete girişimcinin karı da dahil olmak üzere değerleme tarihinde sahip olunan tüm bilgilerin kullanılarak tahmin edilmesini gerektirmektedir (International Valuation Guidance Note 4, 2003 <http://www.romacor.ro/legislatie/18-gn4.pdf>, erişim tarihi 02.05.2013). Bir başka ifade ile bu yaklaşımla hali hazırda mevcut olan varlıklar sayesinde elde edilen faydanın sağlanabilmesi amacıyla, benzer bir varlığa sahip olmak için katlanılması gereken maliyet hesaplanmaktadır (Reilly ve Schweih, 1999: 119). Marka açısından bakıldığında, maliyet yaklaşımı ile markanın geliştirilme maliyetinin (markanın ele geçirilmesi, yaratılması veya yenilenmesi için katlanılan maliyetler), geliştirme sürecinin tüm safhaları süresince (test etme, ürünün AR-GE safhası, geliştirme ve promosyonlar) göz önünde bulundurulması ile marka değerlenmektedir. Maliyet yaklaşımı ile maddi olmayan duran varlıkların değerinin tespit edilmesinde dört yöntem uygulanmaktadır. Bunlar aşağıdaki şekilde sıralanabilir;

- Marka yaratmanın tarihi maliyeti
- Yerine koyma maliyeti

- Yeniden üretim maliyeti
- Markaya yüklenebilir harcamaların aktifleştirilmesi

Marka yaratmanın tarihi maliyeti metotunda, markanın geliştirme aşamasında yapılan toplam harcamalar ölçülür. Bu metot teorik olarak kabul görmesine rağmen, bir marka yaratmanın maliyet bedelinin markanın şimdiki değerine uzak olması, yapılan harcamalardan hangilerinin doğrudan marka ile ilgili olduğunun tespit edilmesindeki güçlük sebebiyle, uygulamada çok kabul görmemektedir (Abratt ve Bick, 2003: 26). Her durum için söz konusu olmasa da marka için bir minimum taban değeri ortaya koyulmaktadır. Daha çok özel bir pazar uygulaması olmayan, bir fayda tanımlaması yapılmamış ilkel varlıklar (embryonic assets) için kullanılmaktadır. Tarihi maliyet metodu, markanın getiri potansiyelini göz önünde bulundurmaması, markanın rekabetçi yönü olan katma değeri yansıtmaması ve tarihi maliyetlerin yeniden elde edilmesinin zorluğu gibi birtakım dezavantajlara da sahiptir (Salinas ve Ambler, 2009: 42). Yerine koyma maliyeti metotunda, yerine koyma maliyeti bir markanın aynı karakteristik özellikleri taşıyan, sahibine aynı faydayı sağlayan başka bir markanın yerine getirilmesi için gerekli yatırım ve harcamaların parasal değeri olarak ifade edilmektedir (Smith G. V., 1997: 17). Bu yöntem gerçekleşmiş maliyetlerin kıyaslanmasından ziyade, eş faydanın sağlanmasına odaklandığı için tarihi maliyet metotuna göre daha mantıksal bir yaklaşım olarak kabul edilmektedir. Ancak, buna rağmen markanın yarattığı karları göz önünde bulundurmaması nedeniyle tek başına yeterli görülmemektedir (Salinas, 2011: 59). Ayrıca, her markanın oluşturulma sürecinin kendine has olması sebebiyle de sağlıklı kıyaslama yapmak mümkün değildir. Her markanın yapısı, müşteri ile ilişkileri farklıdır (Ellwood, 2002: 204). Yeniden üretim maliyeti metotunda, analizin yapılacağı tarihteki mevcut fiyatlar göz önünde bulundurularak, herhangi bir maddi olmayan duran varlığın aynı malzemeler kullanılarak, aynı üretim standartları, tasarımı, planı ve çalışan kalitesiyle tam eşini veya birebir aynısını oluşturmak için ne miktarda harcama yapılması gerektiği tespit edilerek, bulunan değer varlığın değeri olarak belirlenir. Bu yöntemin sağlıklı bir şekilde kullanılması firmanın, varlığın geliştirilme safhasında maliyet verilerini düzgün bir şekilde kaydetmiş ve saklamış olmasına bağlıdır (Nam, 2010: 52). Markaya yüklenebilir harcamaların



sermayeleştirilmesi metotunda ise markaya atfedilen geliştirme maliyetleri, markayı geliştirmek için tarihsel olarak oluşan harcamalar şeklinde görülür. Marka değeri, çoğunlukla gerçekleşen toplam pazarlama harcamaları içerisinde toplam reklam harcama tutarına dayanarak belirlenir (Salinas, 2011: 59). Maliyet yaklaşımının kullanım alanları şu şekilde sıralanabilir (Türkiye Değerleme Standartları Birliği, 2011: 12);

- Piyasada sık sık alım satımı yapılmayan mülklerin değerlemesinde
- Yarım kalmış ya da telif aşamasında olan projelerin değerlemesinde
- Emsal satış bilgileri yetersizse
- Alışılacağı bir mülk olduğunda veya devir hızı düşük bir pazarı olduğunda
- Eklentiler ve yenilemeler söz konusu olduğunda

Maliyet yaklaşımı ile marka değerlendirme yapıldığında, geçmiş harcamalar ile söz konusu harcamalar sayesinde geliştirilmiş markanın farkındalığı kıyaslanmalıdır. Harcanan para ile yaratılan değer arasında bir ilişkinin olacağına dair, kesin bir varsayım yapılmamalıdır. Maliyet yaklaşımı çoğunlukla geçmişe ait verilere dayanmakta ve şirketin gelecekteki kazanç potansiyelini göz önünde bulundurmamaktadır. Bu nedenle çoğunlukla diğer değerlendirme metotlarının uygulanma imkânının olmadığı, güvenilir başka herhangi bir veriye ulaşamadığı durumlarda kullanılabilir. Bazı zamanlar da diğer değerlendirme metotları ile ulaşılan sonuçların makullüğü ve tutarlılığından emin olmak için de kullanılmaktadır (Catty, 2011: 5).

Maliyet yaklaşımı, adından anlaşılacağı gibi değerden ziyade maliyete odaklanmış bir yöntemdir. Gelecekte çok geçmişe odaklanmıştır. Bu yaklaşımın, günümüzde çok popüler olan markalar için kullanımı söz konusu olmayabilir. Çünkü bu popüler markaların oluşturulma geçmişleri çok uzun yıllar öncesine dayanmaktadır. O yılların maliyet harcamaları ile tespit edilen marka değeri, bugün için kabul edilemez bir değerdir. Bunun yanı sıra maliyet yaklaşımının bir diğer dezavantajı; marka değerinin belirlenmesi amacıyla yatırımların hangi döneminin analize konu olacağı, pazarlama yatırımları kapsamında üretim ya da AR-GE fonksiyonlarının ağırlıklarının ne şekilde alınacağı net olmamasıdır.

### 2.2.2. Piyasa Yaklaşımı

Piyasa yaklaşımı, bir maddi olmayan duran varlık için her zaman gerçek bir piyasanın var olduğu ve bu piyasada benzer maddi olmayan duran varlıkların alım ve satımının yapıldığı varsayımı ile söz konusu varlığın değerinin söz konusu piyasada benzer bir varlığın alım satım durumlarında belirlenmiş piyasa değeri ile kıyaslanarak bulunduğu bir yöntemdir (Abratt ve Bick, 2003: 28).

Piyasa yaklaşımı, marka değerinin belirlenebilmesi için söz konusu marka ile benzer özellikler taşıyan markaların yer aldığı piyasadaki son dönem yapılan işlemler (satışlar, birleşmeler, lisans anlaşmaları vb.) neticesinde oluşan işlem fiyatlarını veri olarak kullanmaktadır. Piyasa yaklaşımında kıyaslama, satış işlemlerinde olabileceği gibi lisanslar için de olabilir. Satış işlemlerinin kıyaslanmasında marka değeri, benzer markaların işlem gördüğü fiyat verilerinin olduğu serbest piyasa referans alınmak suretiyle belirlenirken, lisanslama işlemlerinde bir markanın mülkiyet hakkına sahip olmayan bir şirketin bu markanın lisansını almak üzere üçüncü bir şirkete başvurması gerektiği varsayımı ile hareket eder. Bu metot, gelecekteki satışların tahmin edilmesini gerektirdiği gibi uygun bir telif bedelinin bu rakamlara uygulanmasını daha sonra gelecekteki vergi sonrası teliflerin şimdiki değerine indirgenmesini gerektirir. Sonuç olarak elde edilen tutar marka değerini gösterir (Salinas, 2011: 61). Piyasa yaklaşımı, ticari malların veya katkısı kolaylıkla tespit edilebilen varlıkların yer aldığı piyasalarda daha iyi sonuçlar vermektedir (Cohen, 2005: 91).

Piyasa yaklaşımı, esasında henüz aktif bir marka piyasası olmadığı için marka değerlendirme konusunda sınırlı bir kullanım alanına sahiptir (Salinas, 2011: 62). Ancak marka birleşmeleri ve devralmalar arttıkça, bu yaklaşımın kullanılabilirliği artacaktır (Ellwood, 2002: 204). Ayrıca, marka değerinin belirlenme sürecinde değer kim için ve ne amaçla yapılacağı, kullanılacak modeli belirlemektedir. Bu anlamda değerlemenin amacına göre marka değeri değişebilmektedir (Fernandez, 2013: 5). Piyasa yaklaşımı, bir markaya ilişkin farklı alıcıların belirlemiş oldukları farklı değerleri dikkate almamaktadır. Örneğin, Londra'nın en eski bankası Baring'in iflası ile bir Hollanda menşeli ING Bank Baring'i £1'e satın almıştır. Bu satın alımla ING

Bank şüphesiz söz konusu bankanın borçlarını da devralmıştır. Ancak piyasa değeri olarak görülen £1, Baring'ın marka değerini yansıtmamaktadır (Ellwood, 2002: 124). Mevcut piyasada daha önce değerlendirilmiş aynı özelliklere sahip bir marka değerinin, değeri piyasa yaklaşımına göre belirlenecek başka bir marka için kullanılması, ancak aynı amaçla bir değerlendirme yapılacaksa söz konusu olmalıdır. Bu nedenle, piyasa yaklaşımının marka değerlendirme amacıyla kullanımı her zaman mümkün olmayabilir.

### **2.2.3. Gelir Yaklaşımı**

Gelir yaklaşımı, beklenen kalan kullanım ömrü süresince marka ile ilişkilendirilebilecek gelecekteki gelir, kar veya nakit akımlarının belirlenmesi ve bu değerlerin şimdiki zamana indirgenmesi veya sermayeleştirilmesi yoluyla, marka değerini tespit eden bir yaklaşımdır. Bir sermaye değerine ulaşmak için indirgenmiş nakit akımı metotunun öngördüğü şekilde, markayla ilişkilendirilebilecek gelecekteki tahmini nakit akışı veya kar şimdiki değere indirgenmekte veya sermayeleştirme faktörü ile çarpılmaktadır (Salinas, 2011: 63). İzlenen bu süreç, öncelikle markaya sahip olunması sayesinde elde edilen vergi sonrası nakit akımlarının ya da gelirin tespit edilmesini ve sonrasında markanın mevcut gücüyle devam edilmesi ya da markanın güçlendirilmesi yoluyla gelecekteki nakit akışları veya gelirdeki beklentilerin tespit edilmesini gerektirmektedir.

Gelir yaklaşımı, üç temel finansal varsayım üzerine kurulmuştur. Bunlar; diğer tüm şartlar sabit iken yatırımcıların daha fazla nakit akımı getirecek yatırımlara daha fazla ödeyecekleri varsayımı, yatırımcıların daha erken nakit akımı yaratan yatırımlara daha fazla ödeyecekleri varsayımı ve son olarak da yatırımcıların daha düşük risk taşıyan nakit akımı yaratacak olan yatırımlara daha fazla ödeyecekleri varsayımıdır. Bu anlamda marka değerinin gelir yaklaşımı ile tespit edilmesi için izlenecek yöntem, kendisinden ekonomik fayda elde edilmesi beklenen marka varlığının tanımlanması, zamanla söz konusu varlıktan elde edilecek beklenen nakit akımının tahmin edilmesi ve geçerli bir risk ölçütünün hesaplamalara dahil edilmesidir. Ancak, gelir yaklaşımı ile marka gibi maddi olmayan duran varlıkların

değerlemede karşılaşılabilecek birtakım sorunlar mevcuttur. İlk olarak markadan beklenen nakit akımlarının tanımlanabilmesi kolayken, bunun gerçekleşme olasılıklarının hesaplanması zor olabilmektedir. Markaya ilişkin risk, şirket riskinden belirgin olarak farklı olabilmektedir. Yani şirketin bütünü için uygun olan bir iskonto oranı şirkete ait olan bir marka için doğru olmayabilmektedir. Son olarak, marka gibi maddi olmayan duran varlığın risklilik durumunun tespit edilmesinde, sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli gibi bir modelin kullanılması söz konusu ise bu durumlarda betanın hesaplanması oldukça zor olabilmektedir (Cohen, 2005: 74).

Maliyet yaklaşımı, özellikle markaya sahip olunması vesilesiyle elde edilen karları göz ardı etmesi sebebiyle, piyasa yaklaşımı ise birçok ülkede henüz tam anlamıyla etkin bir marka piyasası olmaması ve değerlendirme amaçlarındaki farklılaşmadan dolayı her değerın birbiriyle kıyaslanamaması sebebiyle, gelir yaklaşımı kadar çok tercih edilen yaklaşımlar değildir. Bu anlamda gelir yaklaşımı kapsamında geliştirilen modelleri ayrıntılı olarak incelemekte fayda vardır.

### **2.2.3.1. Fiyat Primi**

Fiyat primi yaklaşımı, marka değerini, markalı bir ürünün markası olmayan veya eşdeğer jenerik bir üründen fazla olarak elde edeceği gelecekteki fiyat primlerinin net bugünkü değeri olarak göstermektedir (Clifton ve Simmons, 2003: 36). Fiyat primi yaklaşımında benzer özelliklere sahip ürünler arasındaki fiyat farkı oransal olarak hesaplanmakta ve gelecek yıllara ilişkin tahmin edilen satış rakamları ile çarpılarak bulunan sonuçlar bugünkü değere indirgenmek suretiyle marka değeri bulunmaktadır (Yüksel ve Mermod, 2005: 126). Esasında bu yaklaşımda, tanınmış bir markaya sahip olan bir ürün ile markası olmayan ya da markası olup tanınmayan aynı özelliklerde bir ürünün kıyaslanması neticesinde, markalı ürün lehine bir fiyat farkı olacağı varsayımı söz konusudur (Feldwick, 1996: 87). Fiyat primi metodu, evrensel olarak anlaşılabilir bir yöntem olduğundan teorik olarak caziptir ancak, uygulamada kıyaslama amaçlı deneysel çalışmalara katılmak istemeyen bağımsız dağıtım kanalları ile çalışan şirketler ve rakiplerinin ürün ya da hizmetleri ile

kıyaslanabilmesi mümkün olmayan ayrıştırılmamış mal ve hizmet satan şirketler açısından kullanılabilirliği problemlidir (Salinas, 2011: 65). Tamamen markaya bağımlı olan bir fiyat primi pozisyonunun geniş bir zaman periyodu için sürdürülmesi güç olmaktadır. Bu nedenle tüm fiyat priminin marka sayesinde elde edilmiş kar olarak ele alınması mümkün olamamaktadır (Smith G. V., 1997: 88). Markalı bir ürün, bir fiyat primi içermediği zaman kar, maliyet ve satış rakamlarına bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Sadece fiyata odaklanılarak yapılan analiz, maliyet ve yüksek hacimli marka üretiminin yarattığı ölçek ekonomisi gibi faktörleri göz ardı etmektedir (Tollington, 1999: 207).

Fiyat primi yaklaşımında karşılaşılan bir diğer sorun, söz konusu marka için jenerik ürünün tespit edilmesi sorunudur. Süpermarketlerin kendi markaları, ürünlerin jenerik fiyatlarının belirlenmesinde yol gösterici olarak kabul edilmektedir. Bununla birlikte perakendecilerin de kendilerine ait oldukça güçlü markaları vardır (örneğin İngiltere’de Tesco, Fransa’da Carrefour gibi). Jenerik ürün fiyatının ölçümünde perakendeci markalar referans alındığı takdirde, değerlemesi yapılacak söz konusu markanın değerinin düşük tahmin edilmesi söz konusu olacaktır. Bu durum da, perakendecilerin markalı ürünlerinin belli bir primle satılıyor olmasından kaynaklanmaktadır (Miller ve Muir, 2004: 221).

Fiyat primi metotunun, hacim primi metodu ile birlikte ve maliyet tasarrufunun faydaları göz önünde bulundurularak kullanılması gerekmektedir. Hacim primi metotunda marka değeri, markaya sahip olarak yaratılan ek hacmin kullanılması suretiyle bulunur. Bu metotta daha büyük satış hacimleri sayesinde elde edilen ek nakit akışları, pazar payı analizinin temel dayanağını oluşturmaktadır. Pazar payı ise her ekstra satışla alakalı faaliyet karlarını ifade etmektedir. Değerleme yapılırken pazar payına has olabilecek yasal engeller gibi, diğer faktörlerin de göz önünde bulundurulması gerekir. Marka değerlemesi sırasında, markayla ilişkili olabilecek nakit akımı üzerindeki herhangi bir engelin etkisinin hariç tutulması gerekir. Daha büyük bir pazar payının elde edilmesi veya daha hızlı bir büyümenin başarılması durumlarında oluşacak ek maliyetlerin de göz önünde bulundurulması gerekir (Catty, 2011: 2).

Fiyat primi yöntemini referans alarak ve bu işleyiş mantığına dayanan başka modeller de geliştirilmiştir.

### **2.2.3.1.1. Conjoint Analiz**

Conjoint analizi, tüketici tercihlerinin ve tüketicinin sağladığı faydanın anlaşılması için pazarlama araştırmacılarının geniş ölçüde kullandıkları bir yöntemdir. Tüketicilerin bir ürün veya hizmetin fayda ve değerini, her bir özelliğin ayrı ayrı sağlamış olduğu faydayı birleştirerek ölçtükleri düşüncesine dayanmaktadır. Ayrıca söz konusu ürün ya da hizmetin özelliklerinin değeri, yalnız başına ele alınmasından ziyade toplu olarak ele alındığında daha doğru ölçülmektedir (Kim, Kim, ve Sohn, 2009: 925). Conjoint analizi, tüketicilerin işlemlerindeki özelliklerini sayısal ve gerçekçi olarak belirlemesi sebebiyle, diğer birçok metottan üstün kabul edilmektedir (Wilhelm ve Mottner, 2005: 41).

Bu analiz, fiyat primine odaklı tündengelimli bir marka değerlendirme yaklaşımı olarak da kabul edilmektedir. İstatistiksel olarak uygulanan bu yöntemle tüketicilerin farklı ürün özelliklerine atfettikleri önemin ve ürüne ilişkin tüketicilerin genel tercihlerindeki bu bireysel özelliklerin etkisinin tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Tüketicilerden özellikle farklı kombinasyonlarından seçim yapması istenerek, tüketicinin belirli bir özelliği, bir başka özelliğe daha fazla sahip olma amacı olmaksızın ne kadar elde etmeyi istediği ölçülmektedir. Yapılan seçimlerin analizi her bir özelliğin sağladığı faydayı göstermekte ve tüketicilerin söz konusu markanın da aralarında bulunduğu belirli ürün özelliklerine ödeme yapma istekliliklerini ortaya koymaktadır ve böylece marka değeri ele alınmaktadır (Salinas, 2011: 67). Yöntem olarak anket ve mülakat teknikleri kullanılarak, müşterilerin markaya hangi özelliklerinden dolayı yöneldikleri tespit edilmektedir (Kaya, 2002: 17).

Markalı ürünün hangi özelliklerinden ötürü tercih edildiğini araştırarak fiyat primi metotunu bir aşama daha geliştiren bu yöntemle, markalı olan ürüne yapılan ödemenin ne kadarlık kısmının marka için ödendiği tespit edilir.

Conjoint analizi, marka ile diğer ürün özellikleri ve fiyat arasında herhangi bir etkileşim olmayacağı varsayımı ile hareket etmektedir. Ancak halo etkisi, diğer özelliklerin algılanması üzerinde markanın azımsanmayacak etkisini vurgulamaktadır. Bu durum conjoint analizi için bir dezavantaj olarak algılanmaktadır (Salinas, 2011: 68).

Herp's model, conjoint analizine dayanarak geliştirilmiş bir marka değerlendirme modelidir. Esas amacı, yalnızca markayla elde edilen marjinal getirinin ayrıştırılmasını sağlamaktır. Bunun için de markaya has özellikler, satışların bir oranı olarak ayrıştırılır. Bu şekilde doğrudan markaya atfedilebilen fiyat ve getirilere ilişkin bilgiler elde edilir. Conjoint analizin yürütülebilmesi ve ulaşılmak istenen değer ve ilgili fiyatların elde edilebilmesi için, değerlendirme yapılacak markalı ürün jenerik ürünlerle kıyaslanmak yerine benchmark bir marka ile kıyaslanır. Nihai olarak marka değerini hesaplamak için tespit edilen nisbi fayda, toplam satış miktarı ile çarpılır. Herp's modelinin de zayıf olduğu birtakım noktalar vardır. Bu model, mutlak bir marka değeri ortaya koymaz. Elde edilen değer, nispi değerdir. Bu durum da kıyaslama yapılırken, jenerik ürünün fiyatı yerine benchmark bir markanın fiyatının göz önünde bulundurulmasından kaynaklanır. Bu şekilde elde edilen bir değer, ancak marka için taban değeri ya da minimum değer olacaktır ve gerçek değeri yansıtmayacaktır. Ancak ele alınan benchmark'ın mutlak değeri ne kadar düşük olursa marka için söz konusu olan taban değer gerçek değere o kadar yakın olacaktır. Bu modelin ikinci bir dezavantajı da ancak aynı sektörde, aynı kategoride yer alan markalara uygulanabilmesidir (Huber, 2001: 41).

#### **2.2.3.1.2. Hedonik Analiz**

Hedonik analiz, markalı ürünlerin fiyatlarının ne kadarlık kısmının markadan kaynaklandığını, bir başka ifade ile ürünün fiyatının içinde markaya ait olan payı hesaplamayı amaçlayan bir yöntemdir. Ürünün özellikleri ve fiyatı arasındaki fonksiyonel ilişkiyi tanımlamak üzere, manova analizinden yararlanılabilir (Bursalı, 2007: 60). Bu analizde fiyat veya değer, varlıkların sahip oldukları özelliklerin bir

fonksiyonu olarak göz önünde bulundurulmaktadır. Markayı değerlemek için marka, ürünün diğer bir özelliği olarak kabul edilir. n tane  $x_i$  özelliği olan bir varlığın fiyat fonksiyonu  $y$  aşağıdaki gibi olacaktır (Salinas, 2011: 69);

$$y = \beta_0 + \beta_1 * x_1 + \beta_2 * x_2 + \dots + \beta_n * x_n + \varepsilon$$

$y$	:	Varlığın fiyatı
$\beta_0$	:	Denklemden yer alan bireysel özellikler tarafından açıklanamayan fiyat sabiti
$\beta_i$	:	Bireysel özellikler katsayısı
$x_i$	:	İşlem ile alakalı bireysel özellikler katsayısı
$\varepsilon$	:	Hata terimi

Hedonik fiyat analizi, varlığın fiyatı üzerindeki varlığa ait her bir özelliğin etkisini sayısal olarak ortaya koymaktadır. Bundan dolayı bu analiz, marka da dahil olmak üzere ürüne ait tüm bireysel özelliklerin belirlenmesi ve ayrıştırılmasını sağlamaktadır. Marka özelliği  $x_i$ 'nin katsayısı  $\beta_i$  pozitif ise markaya sahip olmak bu varlık için arzulanan bir durumdur ve markanın piyasa değerine pozitif katkısı vardır (Salinas, 2011: 69).

Sander's marka değerlendirme modeli de hedonik fiyatlama analizine dayanmaktadır. Marka değerlemede hedonik yaklaşım, istatistiksel olarak ürüne has özelliklerle ilişkilendirilebilecek getirileri ayrıştırmaktadır ve markaya da ürün özelliklerinden biri olarak bakmaktadır. Hedonik fonksiyon, ürün özelliklerinin değişmesi ile birlikte fiyattaki değişiklikleri tahmin edebildiği için, nihai ürün fiyatını marka olarak ya da olmaksızın hesaplayabilmektedir. Markası olan ve olmayan ürün fiyatı arasındaki fark ise markanın varlığıyla elde edilen getiriyi göstermektedir ve çoklu regresyon analizi ile elde edilmektedir. Toplam marka getirisi, marka için olan hedonik fiyat ile toplam satış miktarının çarpılması yoluyla bulunur. Markaya has harcamalar, toplam marka getirilerinden çıkartılarak markaya has getiriler tespit edilir (Salinas, 2011: 263). Sander's modelinin avantajı, yerel marka ya da uluslararası marka; hizmet, tüketici ürünü ya da sanayi ürünü fark etmeksizin uluslararası düzeyde uygulanabilir olmasıdır. Ancak uygulamada karşılaşılan sıkıntı,



marka kaynaklı maliyetlerin ayrıştırılmasında ve özellikle de markalı bir üründen kaynaklanan maliyetler ile genel pazarlama maliyetlerinin ayrıştırılmasında yaşanmaktadır. Sander's metotunda marka ile ilişkili maliyetler, ticari markanın geliştirilmesi, ticari markanın korunması için tescili vb. işlemlerle ilgili maliyetleri kapsamaktadır ve her ne kadar marka geliştirmede payı olsa da reklam, sponsorluk, halkla ilişkiler gibi devam eden pazarlama harcamalarını tamamen hariç tutmaktadır (Huber, 2001: 38).

Bu analiz, marka değerlendirme modellerinde çok rastlanan subjektiflik derecesini azaltması açısından bir avantaj sağlamaktır. Ancak hedonik analiz hem teoride hem de uygulamada oldukça karmaşık bir model olarak kabul edilmektedir. Yapısal olarak içerdiği subjektif yorumları değerlendirme sürecinde aşamalar arasında aktarabilmektedir. Subjektifliğin söz konusu olacağı yorumlar, ürünün çeşitli özelliklerinin seçimi ve bununla alakalı maliyetler olarak sıralanabilir (Salinas, 2011: 70). Bu nedenle hedonik analiz geleneksel değerlendirme metotlarının yerini almamalı fakat onları tamamlayıcı destek sunmalıdır.

#### **2.2.3.1.3. Crimmins' Model**

Fiyat primi yaklaşımını benimseyen bir diğer marka değerlendirme modeli, Crimmins' modelidir. Bu model, marka değerinin üç boyutu üzerinde durmaktadır. Bunlar; gerçek miktar (markanın yarattığı katma değer miktarı), genişlik (örneğin; markanın katma değer yaratacağı ürün kategorilerinin sayısı) ve marka değerinin içeriği bir başka ifadeyle markanın katma değer yaratmasını sağlayan marka ile birlikte çağrışım yapan iştiraklerdir. Crimmins, markanın yarattığı katma değer, markalı bir ürün ile eşdeğeri rakip bir ürün arasında tüketicinin kayıtsız kalacağı noktaya kadar markalı ürünün fiyatının yükseltilmesi veya düşürülmesi yoluyla ölçülebileceğini öne sürmüştür. Söz konusu iki ürün arasındaki görünen fiyat farkı, fiyat primi olarak kabul edilmektedir. Örneğin, her iki markalı ürüne karşı tüketici tercihlerinin eşit olduğu durumda, Marka A'nın maliyeti € 1,80 ve Marka B'nin maliyeti € 1,50 iken, Marka A'nın içerdiği katma değer %20 olacaktır. Böylece,

müşterilerin her iki ürüne karşı önceliğinin olmadığı bir durumda, markalı ürün başına katma değer miktarı referans alınan rakip marka ile nispi fiyat farkından çıkarılacaktır. Benzer bir uygulama, marka değerinin genişliğinin ölçümünde de kullanılmaktadır. Örneğin, belirli bir kategoride lider olan bir markanın bir başka kategoriye aktarılması durumunda değeri tespit etmek için kullanılmaktadır. Referans marka olarak, aktarılacak diğer kategorideki lider marka alınmaktadır. Yine tüketicilerin tercihleri her iki markaya karşı eşit iken, söz konusu piyasadaki bu iki marka ve fiyat farklılıkları ölçüt olarak alınmaktadır. Crimmins, markanın üçüncü boyutu için de marka değerinin belirleyicilerinin tanımlanacağı çalışmaların yapılması gerektiğini de belirtmiştir. Bu nedenle, marka içeriği ve marka kaynaklarına önem verilmiştir. Markanın yarattığı katma değer miktarını bu şekilde ölçmenin kolay olması ve maliyetli olmaması nedeniyle, marka değerinde artış ya da azalışa neden olan faktör ve durumların zaman içinde takip edilmesi gerekmektedir. Crimmins marka değerinin ölçümünün marka yönetimi ve takibinin de önemli bir parçası olduğunu öne sürmektedir. Marka değerinin değişmesi, marka yönetiminden sorumlu olan kişilerin gerekli önlemleri almak üzere harekete geçmesini sağlayıcı etki yapmaktadır (Huber, 2001: 23).

#### **2.2.3.1.4. “Brand Rating” Model**

Brand Rating modeli 2000 yılında Alexander Biesalski tarafından Almanya’da geliştirilmiş, marka değerinin tespiti için fiyat primi ve marka yatırımlarını birlikte göz önünde bulunduran hibrit bir modeldir. Brand Rating modeli beş modül ve bu beş modülü birbirine bağlayan bir sonuç aşamasından oluşmaktadır. Birinci modülde, marka gücü endeksi hesaplanmaktadır. Bunun için marka gücünün, ürünün görünen ve gizli unsurlarından oluşmakta olduğu varsayılmaktadır. Görünen unsurlar olarak; paketleme tasarımı, iletişim kanalları, reklamlar gibi müşterilerin görebileceği marka unsurları ifade edilmektedir ve bunlar, marka ikonografisi olarak adlandırılmaktadır. Gizli unsurlardan ise tüketicinin tutum ve davranışlarını uzun vadede etkileyen marka kredisi

anlaşılmaktadır. Marka kredisi, markanın sevilirliği, markanın güvenilirliği ve marka sadakatinden oluşmaktadır. Tüm bu unsurların iceberg analizine tabi tutulması ile nicel bir marka gücü endeksine ulaşılmaktadır. Marka gücü endeksi, marka ikonografisi ve marka kredisine verilen değerlerin toplamını yansıtmaktadır. Marka gücü, nihai olarak Brand Rating'in ilgili veritabanlarından elde edilen endüstrinin referans değerleri kullanılarak hesaplanmaktadır. Brand Rating, marka gücünün fiyat primi ya da katma değerle ilişkili olduğunu öne sürmektedir. Farklılaştırılmış bir marka profili (marka ikonografisi) fiyat primi üzerinde pozitif etki yaratmaktadır. Artırılmış marka kredisi, müşterinin elde tutulması ve mevcut pazar payının korunması veya artırılmasını sağlamaktadır.

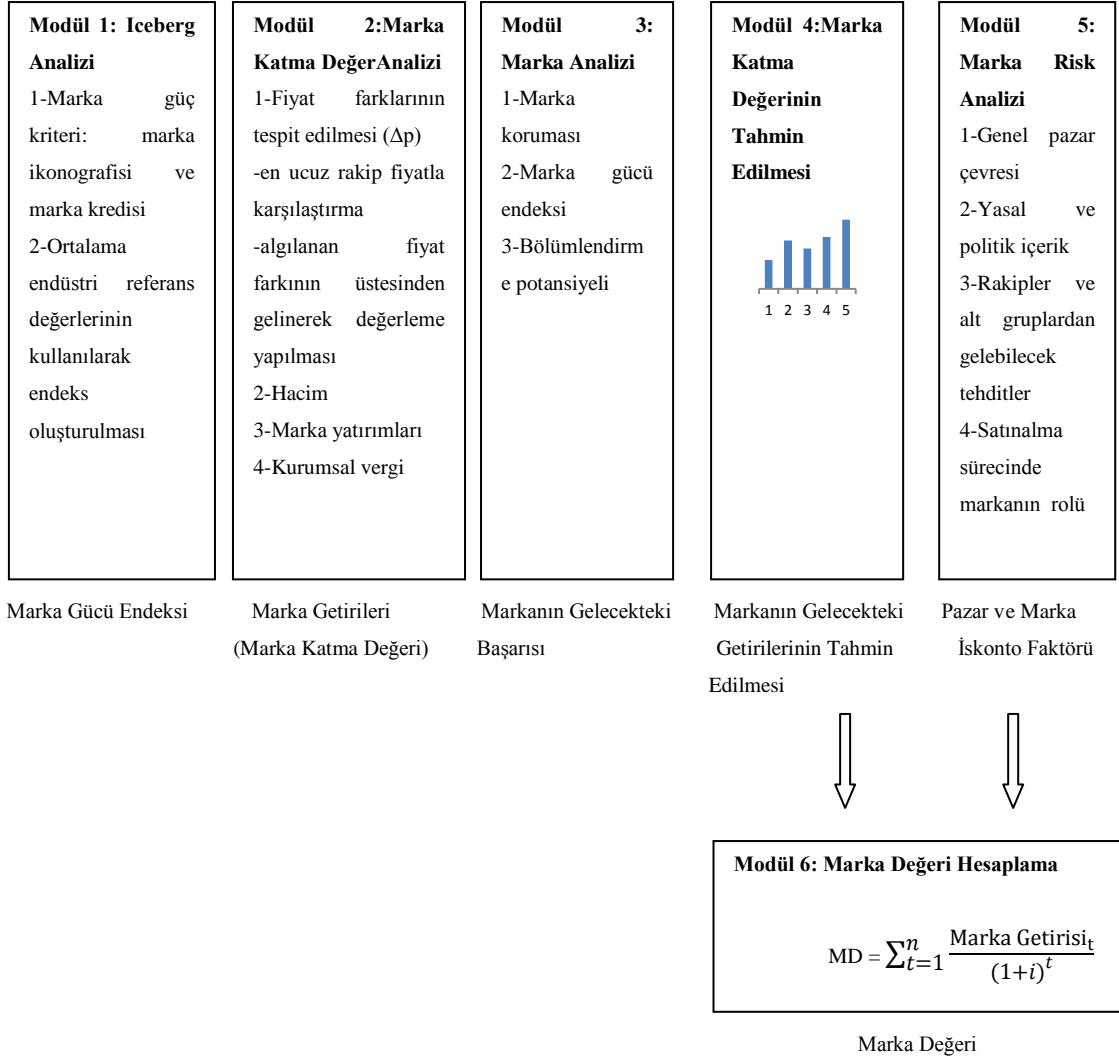
İkinci modülde, markanın katma değeri tespit edilmektedir. Fiyat farkı aynı kategoride yer alan en ucuz rakip marka ile kıyaslama yapılmak suretiyle hesaplanmaktadır. Ancak, olası sapmaları engellemek için son üç yıldaki fiyat farklılıklarının ortalama değeri kullanılır. Brand Rating'e göre fiyat farkının tespit edilebilmesi için esas nokta, kıyaslama yapılarak fiyat farkının ölçüleceği uygun bir benchmark ürün veya ürün grubunun tespit edilmesidir. Daha sonra tespit edilen fiyat farkı ( $\Delta p$ ), satılan ürün miktarı ile çarpılır. Markaya özel yatırımlar, harcamalar ve kurumsal vergilerin elde edilen tutardan düşülmesi ile "markanın katma değeri"ne ulaşılır.

Üçüncü modül, markanın gelecekteki performansının ölçülmesidir. Bu aşamada Brand Rating markanın, yeni alanlar ve coğrafi bölgelere yayılacak yeni dağıtım kanallarına ulaşabilme kapasitesi açısından potansiyelini yansıtan bir endeks tespitinde bulunur. Bu endeks sayesinde markanın gelecekteki performansına ilişkin tahminler, gelecek dönemlerdeki markanın yaratacağı katma değer tahmin edilebilmesini sağlar.

Dördüncü modülde, markanın beklenen kullanım ömrü göz önünde bulundurulur ve buna bağlı olarak da markanın yaratacağı katma değer tahmin edilir. Bu aşamadaki marka katma değerine ilişkin tahminler, üçüncü modülde tespit edilen markanın gelecekteki performans değerlerine dayanmaktadır.

Beşinci modülde, bir önceki aşamada tespit edilen marka katma değeri, markaya özel risk olarak kullanılan endüstri risk primini gösteren faiz oranı ile

indirgenir. Brand Rating, marka değeri tespitine şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini kullanarak başlar. Fakat daha sonra bu oran markaya özel riski yansıtacak şekilde düzenlenir. Markaya özel riskin hesaplanabilmesi için dikkate alınması gereken birçok faktör vardır. Bunlar; genel olarak pazar çevresi, yasal ve politik içerik, rakiplerden ya da alt şirketlerden gelecek tehditler, markanın çekiciliği ve satın alma sürecinde markanın rolü şeklinde sıralanabilir. Brand Rating metotunda marka değerlemede son aşama, markanın parasal değerinin hesaplanması aşamasıdır. Dördüncü modülde hesaplanan markanın tahmin edilen getirileri, beşinci modülde hesaplanan markaya özel iskonto oranı ile indirgenir ve marka değeri tespit edilir (Salinas, 2011: 158). Bu modelin modüllerini Şekil 2.1.'de gösterildiği gibi özetlemek mümkündür;



**Şekil 2.1.** Brand Rating Model Modülleri

**Kaynak:** Salinas, 2001, s. 158

### 2.2.3.1.5. Trout & Partners Model

2001 yılı Aralık ayında Amerika Muhasebe Standartları Kurulu, birtakım değerlendirme modellerini özetleyen bir raporu kamuoyuna sunmuştur. Ele alınan modellerden biri de Trout & Partners modelidir. Söz konusu model, marka isimlerinin ancak aynı fiyatla satılan jenerik bir ürünün sahip olduğu pazar payından daha yüksek bir pazar payına sahip olması ya da fiyat priminin daha yüksek olması durumunda söz konusu olabileceği varsayımına dayanmaktadır. Bu nedenle de Trout

& Partners, markanın ekonomik değerini (BEV) şu şekilde tanımlamaktadırlar:

$$BEV_i = VC \times CM_i \times PP_i \times t_c \times M_i$$

BEV <sub>i</sub>	:	i markasının ekonomik değeri
VC	:	Parasal ifade ile sektör değeri
CM <sub>i</sub>	:	Yüzde olarak satışların pazar payı
PP <sub>i</sub>	:	Yüzde olarak fiyat primi
t <sub>c</sub>	:	Kurumsal vergi oranı
M <sub>i</sub>	:	Sermayeleştirme arpanı

M<sub>i</sub> de şu şekilde hesaplanmaktadır;

$$M_i = (P / E)_s \times RA$$

(P / E) <sub>s</sub>	:	Sektör için fiyat /kazanç oranı
RA	:	Risk ayarlaması ( risk adjustment)

Trout & Partners'a göre getiriler için söz konusu olan risk ayarlaması, markanın yaşam süresinin tespitinde olduğu gibi müşteri sadakati anketlerinden elde edilen ölçütlere dayanarak tespit edilmelidir. Trout & Partners, sermayeleştirme çarpanının hesaplanmasının oldukça subjektif olduğunu, ancak esas amaçlarının pazarlama performansına ilişkin bir ölçüt tespit etmek olduğunu ve bu nedenle de esas vurgunun sermayeleştirme çarpanı üzerinde olması gerektiğini ifade etmişlerdir (Salinas, 2011: 283).

Modele yapılan eleştiriler yönetim odaklı ya da teknik olarak hiçbir avantajı olmayan bir model olduğu yönündedir. Ayrıca, birtakım dezavantajlarının da olduğu düşünülmektedir. Sektör oranlarından yararlanılması aşaması, subjektif şekilde gerçekleşmektedir. Vergi oranının marka değerinin tespitinde bir çarpan olarak alınması, ne kadar yüksek vergi oranı söz konusu ise o kadar yüksek bir marka değeri elde edilecektir şeklinde bir sonuca götürmektedir.

### 2.2.3.2. Telif Haklarından Tasarruf (Royalty Savings) Yaklaşımı

Bu yöntem, marka sahibinin markayı kullanmak için bir kiralama ücreti ödemek zorunda olmadığı ve bu şekilde de telif ücreti ödemeyerek tasarruf ettiği düşüncesine dayanmaktadır. Tasarruf edilen telif ücretlerinin toplamı, markadan elde edilebilecek geliri göstermektedir. Gerekli telif ücretleri, genellikle benzer lisansa sahip markalardan elde edilmektedir (Stolowy, Haller, ve Klockhaus, 2001: 12). Markaya sahip olmak için ödenmesi gereken telif hakkı, vergi sonrası telif hakkı tutarı olarak alınmaktadır. Telif hakkı, genellikle satışların belli bir oranı olarak hesaplanmakta ve geleceğe dönük olarak tahmin edilen satış rakamlarına uygulanmaktadır. Gelecek yıllarda ödeneceği tahmin edilen telif hakkı bedelleri, iskonto edilerek telif hakkı ödemelerinin toplam güncel değeri bulunmaktadır. Bu tutarın markanın o anki değerini gösterdiği kabul edilmektedir (Çelik, 2006: 199).

Bu yaklaşımda marka değerlemesi yapılırken, uygun telif oranının tespit edilmesi için oldukça fazla zaman ve çaba harcanmaktadır. Markanın içinde bulunduğu sektörde telif oranlarına ilişkin bir aralık tespiti için karşılaştırılabilir lisans anlaşmaları kullanılmaktadır. Bu anlaşmalara ulaşmak için uygun endüstri ve ürünlerin uluslararası telif oranlarını içeren tarihi verilerin bulunduğu veri tabanları kullanılır. Bu süreç boyunca telif oranının aşağıda belirtilen unsurların bir fonksiyonu olduğu unutulmamalıdır (Salinas, 2009: 73).

- Marka gücü
- Anlaşmanın süreç ve neticelendirme provizyonları
- Lisans anlaşmasının ayrıcalıkları
- Tarafların pazarlık gücü
- Ürününün yaşam döngüsü
- Yerel piyasa koşulları, özellikle de yerel piyasalardan elde edilen faaliyet marjı veya lisans verenin satışlarının düzeyi

Telif oranının belirlenmesinde iki hakim görüş vardır. Bunlar literatürde %25 kuralı ve %5 kuralı olarak geçmektedir. %25 kuralı telif oranının faaliyet karının %25'i kadar olması gerektiğini, %5 kuralı ise telif oranının toplam satış tutarının %5'i kadar olması gerektiğini savunur. Esasında bu iki kural da eczacılık

sektöründeki çalışmalardan doğmuştur. Ancak, 1950’li yılların sonlarına doğru ticari anlaşmalar üzerine yapılan çalışmalarda da %25 kuralına yer verildiği görülmüştür. Lisans verenler satışlarının %20’si kadarıyla kar elde etmeyi ummakta ve satışlarının %5’i oranında telif almaktadırlar. Bu durumun neticesinde telif oranı, toplamda lisans verenin karının %25’ine tekabül etmiştir. İlk olarak 1971 yılında ortaya çıkmasına rağmen, bu kurallar hala günümüzde pek çok değerlendirme uzmanı tarafından kullanılmaktadır (Smith ve Parr, 2005: 231). Telif oranının tespit edilmesi aşamasının ardından yapılacak işlem, indirgenmiş nakit akımı yönteminin değiştirilerek uygulanmasıyla, markanın gerçek değerinin tespit edilmesi olacaktır (Mohsin, 2009: 67).

Telif haklarından tasarruf yaklaşımında, marka değeri üçüncü kişilerin işlemleri neticesinde tutulmuş kayıtlar referans alınarak bulunmaktadır. Bu da telif oranlarının gözlemlenebilen, objektif pazar parametrelerine dayandığını göstermektedir. Bu metodun uygulanması ile elde edilen değerler, sektöre has değerlerdir. Bu anlamda telif oranı, her sektör için farklılaşmakta ve marka değerinin tespitinde daha gerçekçi sonuçlara ulaşma olasılığı yükselmektedir. Bu yaklaşımla markayla ilişkilendirilebilecek farklılaştırılmış karların tahmin edilmesindeki yapısal zorluklar bertaraf edildiği için teorik olarak oldukça cazip bir uygulamadır. Ayrıca, telif haklarından tasarruf yaklaşımı birçok mali otorite tarafından da kabul görmüş bir modeldir. Ancak yine de söz konusu yaklaşımın birtakım dezavantajları da vardır. En önemli sorun, birbiri ile tam anlamıyla kıyaslanabilir nitelikte çok az markanın var olmasıdır. İkinci olarak, telif oranı sadece markayı değil ürüne ait daha başka özellikleri de içermektedir. Telifin hangi kısmının sadece markadan kaynaklandığı, hangi kısmının lisans anlaşmasında uyulması zorunlu kurallardan kaynaklandığını tespit etmek oldukça güçtür. Bu yaklaşımda marka değeri, yeterince ayrıştırılamamaktadır. Çünkü telif oranları sadece markadan faydalanmak amacıyla yapılan ödemeleri değil, ayrıca lisans verenden lisans alana aktarılan diğer hakları da içermektedir. Örneğin, lisans verenler lisans kullanıcılarının gerekli kalite standartlarını sağladıklarından emin olmak için hammadde, know-how ve servis hizmetleri sağlamaktadırlar. Telif haklarından tasarruf yaklaşımı, şirket karından marka ile ilişkilendirilebilecek olan tutarın yalnızca bir kısmını yansıttığı için



birtakım eleştirilere maruz kalmıştır. Bunlar, ilk olarak bu yaklaşımın markanın tüm kontrolü elinde bulundurarak sağlayacağı avantajlı değeri bulmak yerine marka için hep bir minimum değer tespit etmesidir. Lisans sözleşmeleri sahiplik haklarının sadece belirli bir kısmını aktarmaktadır. Bu nedenle de söz konusu haklara yapılan lisans ödemeleri sahiplikten elde edilecek toplam ekonomik karın güvenilir bir ölçütü olarak kabul edilmemektedir. İkinci olarak, marka değerinin hesaplanabilmesi için hem lisans sözleşmesi ile lisans alan kişilere verilen hakların hem de lisans verenin elinde tuttuğu hakların bir arada değerlendirilmesi gerekirken, bu yapılmamaktadır. Birçok sektörde telif oranları bir karlılık belirtisi olarak görülmektedir. Ancak bu öngörünün doğru olabilmesi ancak telif oranlarının sabit ve zaman içinde değişmeyeceği varsayımının gerçek olmasına bağlıdır (Salinas, 2011: 164).

Uluslararası Standartlar Organizasyonu tarafından değerlendirme metodu kabul görmüş Brand Finance şirketi, telif haklarından tasarruf etme modelini en sık kullanılan marka değerlendirme yöntemi olarak açıklamıştır. Bu yöntemin en sık kullanılan yöntem olmasının sebeplerinden en önemlisini, markayı gerçek hayattaki örnekleri ile kıyaslamak suretiyle değerliyor olması olarak belirtmiştir. Bunun yanısıra yarı-piyasa (quasi-market) olmanın avantajlarına sahiptir (Day, 2013: 29).

Telif haklarından tasarruf etme düşüncesi çerçevesinde birçok model geliştirilmiştir.

#### **2.2.3.2.1. Brandient Modeli**

2004 yılında Romanya’da geliştirilmiş bir modeldir. Bu model dört basamaktan oluşmaktadır (Salinas, 2011: 129):

- **Birinci Basamak: Finansal Analiz**

Bu aşamanın amacı “markalı getirileri” tespit etmektir.

- **İkinci Basamak: Gelir Elde Edilmesinde Markanın Rolünün Tanımlanması**

Bu basamak pazarlama araştırmalarını kullanarak elde edilen gelirin hangi oranda marka sayesinde elde edildiğini tespit etmeye çalışır. Başka bir

ifade ile talebi etkileyen unsurları tanımlayarak bu unsurların marka ile ne kadar yakından ilgili olduğunu açıklar. Brandient, pazar verileri ve finansal verilere dayanarak, markaya atfedilebilir gelir oranını hesaplar.

▪ **Üçüncü Basamak: Markanın Dayanıklılığının Belirlenmesi**

Gelecekteki nakit akışları ile ilişkili olan risk faktörü, marka dayanıklılık endeksine dayanarak belirlenmektedir. Marka dayanıklılık endeksi ise markanın gücünü ve gerekliliğini ölçmektedir. Marka dayanıklılık endeksinin bileşenleri tüketici zihnindeki marka değeri (marka farkındalığı, sadakati, benlik, uygunluk gibi markaya karşı olumlu tutum ve davranışlar vb.), marka mekanizması (isim, tasarım vb.), marka desteği (marka yöneticilerinin marka ile ilgili fiyat, dağıtım kanalları ve promosyon düzeyi ile ilgili kararları), marka konumlandırması (pazardaki görelî fiyat, pazar payı ve trendler) ve yasal koruma ile örtüşmektedir.

▪ **Dördüncü Basamak: Marka Değerinin Hesaplanması**

Marka değeri, yukarıda sözü geçen tüm boyutlar göz önünde bulundurularak ve geniş çaplı finansal tekniklere başvurularak hesaplanmaktadır.

Brandient şirketinin Romanya'ya ait markalar içinde en değerli ilk 50 markaya ait marka değerini tespit etmek üzere uygulamış oldukları teliften kurtulma metodu, marka danışmanlarınca büyük ölçüde kabul görmüştür. Brandient'a göre, teliften kurtulma metodu "bir markanın, indirgenmiş nakit akımları (net şimdiki değer) gibi maddi duran varlıklar için söz konusu olan tekniklere benzer tekniklerle ölçülebileceği" prensibine dayanmaktadır. Her ne kadar kullanılan metodoloji ayrıntılı olarak tanımlanmasa da Brandient, uygulama için gerekli olan anahtar unsurların altını çizmektedir. Bu unsurlar aşağıda sıralanmaktadır;

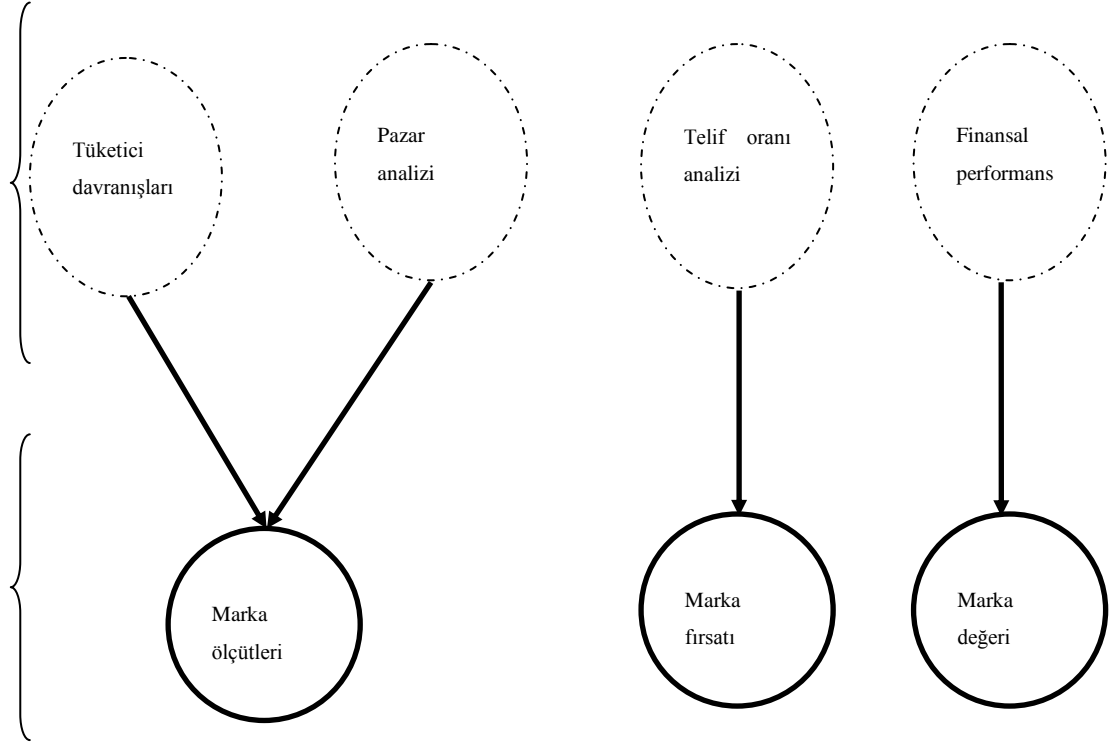
- Tarihi markalı satışlar
- Sektöre ilişkin büyüme beklentileri
- Uzun vadede devlet tahvilinin risksiz faiz oranı
- Ibbotson istatistiklerinden alınan sektörün risk primi veya "kategori riski"
- Kategoriler için telif oranları aralığı
- Pazarlama araştırmasına dayanan "marka değeri" veya marka gücü

Her ne kadar Brandient söz konusu unsurlar arasındaki ilişkiyi açıklamasa da, sıralanan bu girdiler firmaların sektördeki ilgili karşılaştırılabilir telif oranları içinde uygulanabilir bir telif oranı belirlemek üzere “marka değeri”ne veya marka gücüne dayanan bir puanlama metotuna başvurduklarını göstermektedir (Salinas, 2011: 131).

Brandient modeline yöneltilen birtakım eleştiriler de söz konusudur. İlk olarak, Brandient modelinde, gelir elde edilmesinde markanın rolüne ilişkin analizlerinden elde edilen yüzdesel değerlerin (EBIT, NOPAT, serbest nakit akışları vb.) modeldeki ana dayanağı tam olarak açıklanamamaktadır. Benzer şekilde, model marka dayanıklılığı endeksinin iskonto oranı ile nasıl ilişkilendirildiğini açıkça ortaya koyamamaktadır. Bunlara ek olarak söz konusu modelin FutureBrand’s Temel modeli ve BrandFinance’in ikincil modeline oldukça benzer olduğu, çok benzer metodolojiler kullandığı yönünde hakim bir görüş vardır. Bu modellerle arasındaki tek farklılık, rakip benchmark analizi burada marka dayanıklılığı olarak adlandırılmaktadır. Daha önce de belirtildiği gibi Brandient modelinde, ne modeldeki çeşitli unsurlar arasındaki ilişkiler, ne de telif oranının belirlenme süreci açıklanamamaktadır. Modele ilişkin unsurlar olarak sıralanan liste, bu modele ilişkin sürecin bir puanlama sistemine dayandığını göstermektedir. Bu açıdan da model eleştirilere oldukça açık bir modeldir (Salinas, 2011: 132).

#### **2.2.3.2.2. Maddi Olmayan Şirket Modeli**

2001 yılında S.Whitwell tarafında İngiltere’de geliştirilmiş hem gelir hem de pazar yaklaşımı tabanlı, telif hakkından tasarruf odaklı bir modeldir. Model, dört aşamadan oluşmaktadır. Bu aşamalar Şekil 2.2.’de gösterilerek ilgili başlıklar altında açıklanmıştır (Salinas, 2011: 210).



**Şekil 2.2.** Maddi Olmayan Şirket Modeli

**Kaynak:** (Whitwell, 2005: 4)

**Birinci aşama: Nispi marka gücünün analizi**

Maddi olmayan şirket modeline göre, çoğunlukla tercihlerine ve ulaşılabilirliğine göre hangi markayı satın alacağına dair nihai kararı veren tüketicilerdir. Herhangi bir pazardaki marka gücü, tüketici açısından rakip işletmelerle göreceli olarak markanın performansı ile açıklanmaktadır. Maddi olmayan şirket modelinin marka gücünü nasıl ölçtüğüne dair unsurlar, Tablo 2.1.'de gösterildiği gibidir.

**Tablo 2.1.** Maddi Olmayan Şirket Modeli Unsurları

<b>Unsur</b>	<b>Süreç</b>	<b>Kaynak</b>
Marka gücü	Tüketici araştırmaları	Marka gücü analizi
Telif oranı	Faaliyetler/kar	Karlılık ve marka analizi
Satış Tahmini	GSMH/Pazarsektör/marka	Pazar analizi
Marka getirileri	Hesaplama	Değerleme modeli
Vergilendirme	Uygulama	Cari oranlar
İskonto oranları	Riskin değer tahmini	Gelecekteki ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

**Kaynak:** Salinas, 2011, s. 211

Bu aşamada, marka gücünü ölçmek için rakipler arasından bir benchmark seçilir ve ilgili marka gücüne ilişkin açık bir endeks elde edilerek veriler karşılaştırılır. Benchmark ise tüketici tercihleri ve karlılık ölçütlerini içermeye kapasitesi kadar, kıyaslanabilirlik ve ilgililik tabanına da bakılarak seçilir.

### **İkinci Aşama: Marka Prim Analizi (Telif Oranı Belirleme)**

Uygulanabilir telif oranı aralığı, halka açık bilgiler ve sektördeki karşılaştırılabilir ticari anlaşmalar ve telif oranlarının ekonomik olarak sürdürülebilirliğini gösteren içsel ve dışsal pazar verilerine dayanarak belirlenmektedir. Maddi olmayan şirket modeline göre, lisanslama ve marka değerleme, yapıları gereği birbirleri ile ilişkilidir. Bu durum da telif oranının marka sahibi ve marka kullanıcısı arasında, bir kar paylaşım mekanizması olarak işlev görmesinden kaynaklanır. Marka ne kadar güçlü olursa o kadar çok kazandıracaktır ve lisans ücretlerinde o kadar çok sözü geçecektir.

### **Üçüncü Aşama: Pazar Analizi**

Karlılık analizi veya benchmark aracılığıyla telif oranı belirlendikten sonra, telif oranının uygulanacağı getiriler belirlenir. Getirileri tahmin etmek üzere de bir pazar analizi uygulanır. Bu analizin amacı; rekabetçi çevreyi, endüstri trendlerini, sektör bakış açısını, gayrisafi milli hasıla değeri, sektör büyüklüğü, pazar payı,

ortalama fiyatlar, toplam satışlar gibi faktörleri dikkate alarak değerlendirmeye tabi tutmaktır.

### **Dördüncü Aşama: Değerleme**

Getirilerin tahmin edilmesiyle birlikte telif oranı, daha sonra verginin de düşüleceği bir marka getirisi veya nakit akışı elde etmek üzere uygulanır. Vergi sonrası marka getirileri uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugünkü değerine indirgenir. Bu aşama ile ilgili bir örnek, Tablo 2.2.'de verilmiştir:

**Tablo 2.2.** Maddi Olmayan Şirket Modeli ile Marka Değerinin Tespiti

Telif oranı					%8,8
İskonto oranı					%7,2
Vergi oranı					%30,0
Büyüme oranı (2007)					%5,4
EVA büyüme oranı (2007 sonrası)					%2,5
Tüm değerler	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Net satışlar	110500	116493	122746	129270	136074
Marka primi telif oranı	%8.8	%8.8	%8.8	%8.8	%8.8
Marka karı/nakit akışı	<b>9724</b>	<b>10251</b>	<b>10802</b>	<b>11376</b>	<b>11975</b>
Vergilendirme	(2917)	(3075)	(3240)	(3413)	(3592)
Vergi sonrası kar	<b>6807</b>	<b>7176</b>	<b>7561</b>	<b>7963</b>	<b>8382</b>
İskonto faktörü	1.072	1.149	1.232	1.321	1.416
	<b>6350</b>	<b>6241</b>	<b>6135</b>	<b>6030</b>	<b>5927</b>
<b>Marka değeri hesaplama</b>					
2004'e kadar olan marka değeri					30682
Vadesiz hesaplama					129260
<b>Toplam marka değeri</b>					<b>159942</b>

**Kaynak:** Salinas, 2011: 213

### 2.2.3.2.3. BEVA

BEVA “Brand Equity Valuation for Accounting” ifadesinin kısaltılmış halidir. BBDO danışmanlık şirketi ve Ernst & Young AG sigorta ve danışmanlık hizmetleri şirketinin ortaklaşa olarak geliştirmiş oldukları bu model, hem muhasebe hem pazarlama disiplinlerinin talepleri ve gerekliliklerini aynı anda tatmin etmeyi amaçlamaktadır. Bu şekilde, pazarlama odaklı bir perspektif ile BBDO danışmanlık şirketinin geliştirmiş olduğu bir marka yönetim perspektifini Ernst & Young AG sigorta ve danışmanlık hizmetleri şirketinin geliştirdiği sayısal ve muhasebe perspektifini birleştirmektedir (Salinas, 2011: 126).

Pazarlama ya da davranışsal modülün amacı, marka gücünü tespit etmektir. Bu amaçla da BBDO’nun beş aşamalı marka yönetim modeli kullanılmaktadır. Bu model tüketicilere yapılan anketlere dayanmaktadır. Pazar telif oranlarının ve markanın sektör ile ilişkisinin dikkate alınması ile marka gücü, şirkete has bir telif oranına dönüşmektedir. Ancak ne BBDO ne de Ernst & Young, bu dönüşümün arkasındaki algoritmayı net bir şekilde açıklayamamaktadır. Söz konusu değişkenler arasındaki fonksiyonel ilişki S eğrisi şeklinde görülmektedir (Salinas, 2011: 127).

Finansal modülde markalı satışlar, muhasebe verilerine dayanarak hesaplanmaktadır. Marka getirisini hesaplamak üzere özel bir telif oranı kullanılmaktadır. Marka getirisine uygulanabilecek bir markanın riske göre düzeltilmiş iskonto oranı da ayrıca hesaplanabilmektedir. İskonto oranının marka getirisine uygulanması ve indirgenmiş marka getirisine eklenmesi ile de marka değeri tespit edilmektedir. Bulunan bu değer, bir marka kullanımı için telif ücreti ödemesi söz konusu olmadığı takdirde, tasarruf edilecek miktarı göstermektedir. Finansal modül ile “stratejik opsiyonların değeri” de (örneğin, markanın varlığının devam etmesi dolayısıyla eklenebilecek değer) marka değerine eklenebilmektedir. Bu model, marka için sonu olan ya da sonsuz bir ömür tanımlaması gerekliliğini savunmaktadır (Salinas, 2011: 127).

Muhasebe ve pazarlama perspektifini tek bir model altında birleştirmeye yönelik modeller gün geçtikçe artmaktadır. Bu anlamda BEVA modeli bir örnek teşkil etmektedir. Ancak bu modelin birtakım zayıf yönleri mevcuttur. Örneğin;

marka gücünü şirkete has telif oranına dönüşümünü bir S eğrisi ile açıklayan model, “güç endeksi” ile “telif oranı” arasındaki fonksiyonel ilişkiyi açıklayan ve destekleyen hiçbir teorik veya uygulanabilir argüman öne sürememektedir (Salinas, 2011: 128).

#### **2.2.3.2.4. Brand Finance Telif Hakkından Tasarruf Modeli**

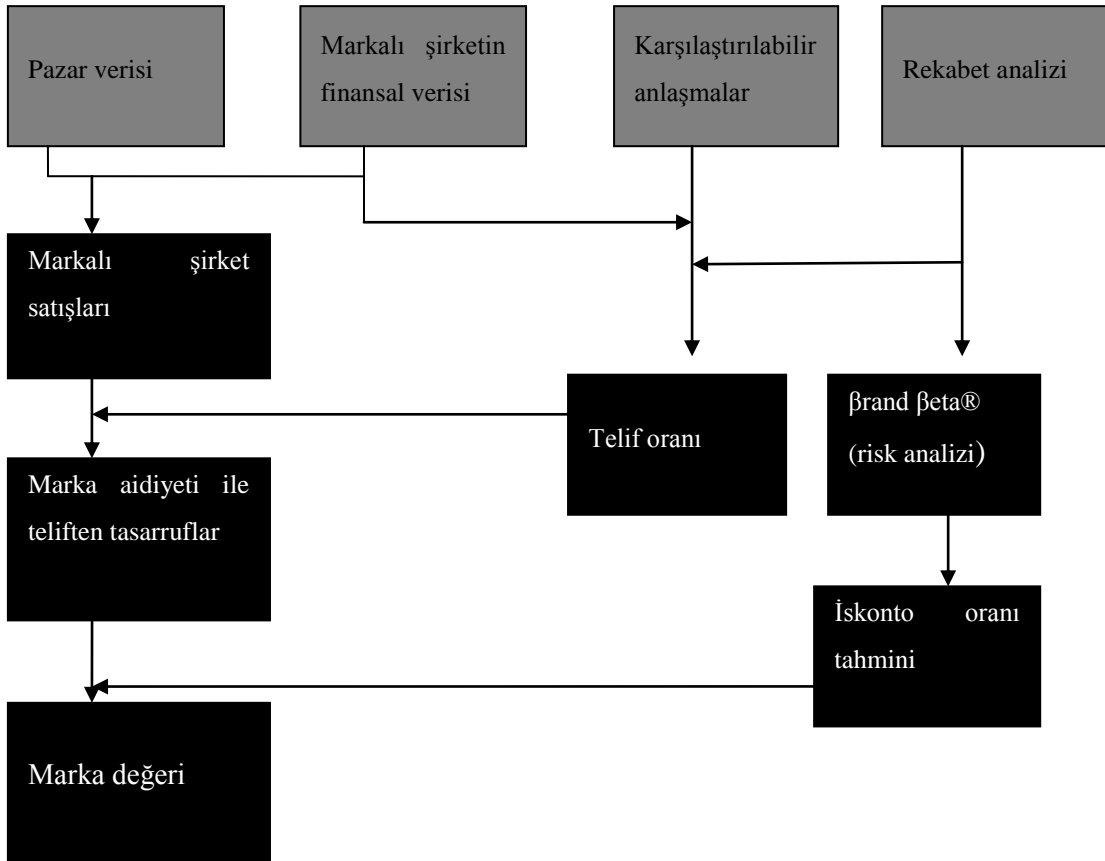
1996 yılında David Haigh tarafından İngiltere’de geliştirilmiş bir modeldir. Üçüncü bir kişiden lisanslama suretiyle marka kullanımı için ödenebilecek telif oranına dayanarak, marka değerinin belirlendiği bir modeldir. Telif oranı, markaya atfedilebilir gelirleri belirlemek üzere tahmin edilen satışlara uygulanır. Marka gelir akışı, daha sonra bugünkü değerine indirgenir. Telif oranı kullanılarak marka değerinin hesaplanmasına yönelik sayısız yaklaşımdan biri olan Brand Finance modeli, dört aşamadan oluşmaktadır (Salinas, 2011: 145).

İlk aşamada, marka sahibi şirketin net satışları tahmin edilir. Markalı şirketin değeri çoğunlukla bir benchmark değer olarak hesaplanır. İkinci aşama, marka riskinin hesaplandığı aşamadır. Markaya has olan riskin hesaplanabilmesi için Brand Finance bir model geliştirmiştir.  $\beta$ brand $\beta$ eta®, rakiplerine göre markanın gücünü yansıtmaktadır. Söz konusu modelin temel mantığı, marka gücünün artırılması ya da azaltılması durumundan işletme riskinin etkileneceğidir. Marka riskini ya da başka bir ifade ile  $\beta$ brand $\beta$ eta®’yı hesaplamak için Brand Finance rakipleri ile ilişkili olan markaların performans ve güçleri ile alakalı bir benchmarking çalışması yürütür. Bu süreç, rekabetçi benchmarking olarak da adlandırılmaktadır ve sadece marka riskini tespit etmek üzere değil, aynı zamanda markayla ilişkilendirilebilecek gelecekteki gelirleri tespit etmek üzere de kullanılmaktadır. Elde edilen  $\beta$ brand $\beta$ eta®, daha sonra uygun bir iskonto oranı hesaplamasında referans alınmaktadır. Üçüncü aşama, telif oranının hesaplandığı aşamadır. Bu aşamada öncelikle bir telif oranı aralığı belirlemek amacıyla karşılaştırılabilir sektörlerdeki diğer markaların lisans anlaşmaları gözden geçirilir ve bağımsız işlemlerde üçüncü kişiler arasındaki telif oranları incelenir. Uygun telif oranı aralığı belirlendikten sonra, söz konusu marka için



uygulanabilir telif oranı ikinci aşamada belirlenen marka gücü endeksine dayanarak belirlenir. Telif oranı belirlenirken söz konusu oranın lisans alan kişilerin karşılayabileceği miktarda ve sürdürülebilir düzeyde olmasına dikkat edilmelidir. Bu nedenle bu modelde yapılan analizler lisansı kullanacak şirketin faaliyet karları üzerinde telif oranının potansiyel etkisini de göz önünde bulundurmaktadır. Brand Finance telif hakkından tasarruf modelinin dördüncü ve son aşamasında marka değeri, gelecekteki telif akışlarının bugünkü değeri olarak hesaplanmaktadır (Salinas, 2011: 149).

Brand Finance telif hakkından tasarruf modeli Şekil 2.2.'de gösterildiği gibidir (Salinas, 2011: 146).



**Şekil 2.3.** Brand Finance Teliften Kurtulma Modeli

**Kaynak:** Salinas, 2011: 148

### **2.2.3.3. Artık Kazanç Modeli**

Her ne kadar gelir yaklaşımı kapsamında yer verilse de, artık kazanç modelini maliyet ve gelir yaklaşımlarını bir araya getiren hibrit bir model olarak gören birçok görüş mevcuttur. Kazançlar, maddi varlıklar ve maddi olmayan varlıklardan elde edilen olmak üzere sınıflandırılmaktadır.

Bu model ile şirketin toplam getirisinden fiziksel ve finansal varlıklarından elde edilen getirilerin çıkarılması suretiyle tüm maddi olmayan kaynaklardan elde edilebilecek artık getiriler tahmin edilmeye çalışılmaktadır. Bu nedenle de belirli bir maddi olmayan varlığın değerinin tespit edilmesinde kullanışlı bir yöntem olarak kabul edilmemektedir. Değerlemesi yapılacak maddi olmayan varlığa atfedilebilir artık getiri kısmını tahmin etmek için bir ön çalışma gerektirmektedir. Söz konusu bölüştürme işlemi, analizi yapan kişinin tecrübesine bağlı olarak yapılmaktadır. Analizi yapan her kişinin farklı sonuca ulaşacağı göz önünde bulundurulursa süreci objektif bir süreç olarak değerlendirmek zordur (Salinas, 2011: 96).

Artık kazanç modelinin uygulamasının çeşitli varyasyonları vardır. Bunlar; U.S Revenue Ruling 68-609, Baruch Lev'in Maddi Olmayan Varlık Tabelası ve Gerekli Yatırım Karlılığı Analizi olarak sıralanabilir.

#### **2.2.3.3.1. U.S Revenue Ruling 68-609**

Formül yaklaşımı olarak da bilenen bu yaklaşımda, maddi olmayan varlıklar maddi varlıkların getiri oranının üzerindeki getirilerin hesaba katılması ile değerlendirilmektedir. İlk aşamada tarihi vergi öncesi kazançların standartlaştırılması ve standartlaştırılmış vergi öncesi kazançlardan kaynaklanan verginin yeniden hesaplanması yapılmaktadır. Ardından, şirketin net maddi duran varlıklarının değeri belirlenmektedir. Bu değer baz alınarak değerlendirme gününde getiriler için makul bir karlılık tespit edilir. Şirketin maddi duran varlıklarının ortalama yıllık getiri oranı, değerlemenin yapıldığı zamanda endüstrinin normal getiri oranlarına denk olmalıdır. Eğer bu tarz bir bilgiye ulaşılamıyorsa şirketin risk durumuna bağlı olarak söz

konusu oran %8 veya %10 olarak alınabilmektedir. Sonraki aşamada şirketin net maddi duran varlıkları, belirlenen makul getiri oranı ile çarpılır. Sonuçta bu tarz varlıklar için kabul edilebilir bir marj elde edilir. Şirketin artık kazançları ise standartlaştırılmış net getirilerden, şirketin makul getiri oranının çıkarılması ile elde edilmektedir. Şerefiye ve diğer maddi olmayan duran varlıklara atfedileceği varsayılan şirketin artık kazançları için değerlemenin yapıldığı tarihte uygun bir sermayeleştirme oranı belirlenir. Bu oran, şirketin risk durumuna bağlı olarak ya %15 ya da %20 olmalıdır. Nihai olarak, artık kazançlar uygun bir sermayeleştirme oranına bölünerek sermayeleştirilir (Salinas, 2011: 97).

#### **2.2.3.3.2. Baruch Lev'in Maddi Olmayan Varlık Tabelası**

Baruch Lev kendi geliştirmiş olduğu bilgi sermayesi tabelası ve maddi olmayan varlık tabelasına dayanarak, artık kazanç yöntemini uygulamıştır. U.S Revenue Ruling 68-609 yöntemi gibi maddi duran varlıklar için kabul edilebilir getiri oranını %8 veya %10 olarak değil de vergi sonrası getiri oranını fiziki varlıklar için %7, finansal varlıklar için %4,5 olarak ele almıştır (Salinas, 2011: 234).

#### **2.2.3.3.3. Gerekli Yatırım Karlılığı Analizi**

Bu yöntem, US Revenue Ruling 68-601 ve Baruch Lev'in Maddi olmayan varlık tabelası yöntemlerine göre bir adım daha ileri giderek entelektüel mülkiyet bazlı kazançları, çeşitli entelektüel mülkiyet varlıklarına bölüştürmektedir. Kendisini oluşturan varlıkların kullanımından kaynaklanan (markaya ait olan getiriler gibi) toplam şirket giderleri, diğer varlıkların beklenen karlılıkları/getirileri baz alınarak izole edilebilmektedir. Kazançların farklı varlık kategorilerine bölüştürülebilmesi, varlıkların bağlı değerlerine ve risklerine göre yapılmaktadır (Nam, 2010: 92).

Artık kazanç modeli, kavramsal olarak akla yatkın bir teknik olmasına rağmen, karlılık/getiri oranlarının her bir maddi olmayan duran varlığa atanması,

objektif olmayan bir işlemdir. Değerli markalara, sayısız eskimiş fiziksel varlığa ve nakit fazlasına ait işlemlerde artık varlıklara atanan yüksek karlılık oranı sebebiyle marka, olması gerekenden düşük değerlendirilmektedir (Nam, 2010: 93).

#### 2.2.3.4. Damodaran'ın Değerleme Modeli

1994 yılında ABD'de A. Damodaran tarafından geliştirilmiş, fiyat/satış oranlarındaki farklılıkları göz önünde bulundurarak, değer tespiti yapmaya çalışan bir modeldir. Damodaran, güçlü markaların sağladığı faydalardan birinin aynı nitelikteki başka bir ürüne göre daha yüksek fiyatla satılması ve sonuç olarak da daha yüksek kar marjları ve fiyat/satış oranları sunması olduğunu savunmaktadır. Şirketin fiyat primi ne kadar yüksek olursa marka değeri de o kadar yüksek olacaktır. Bu düşüncelerine binaen Damodaran bir markanın değerini aşağıdaki formül ile açıklamaktadır:

$$\text{Marka değeri} = \left[ \left( \frac{P}{S} \right)_b - \left( \frac{P}{S} \right)_u \right] * \text{Satışlar}$$

$$\left( \frac{P}{S} \right)_b : \quad \text{Markaya sahip olan bir şirketin fiyat/satış oranı}$$

$$\left( \frac{P}{S} \right)_u : \quad \text{Markası olmayan bir şirketin fiyat/satış oranı}$$

Damodaran, fiyat/satış oranlarını ise aşağıdaki şekilde hesaplamaktadır:

$$\frac{P_0}{S_0} = \text{Kar Marjı} \times \left\{ \frac{\text{Kar Dağıtım oranı} \times (1 + g) \left( 1 - \frac{[1 + g]^n}{[1 + r]^n} \right)}{r - g} + \frac{\text{Kar Dağıtım Oranı}_n (1 + g)^n (1 + g_n)}{(r_n - g_n)(1 + r)^n} \right\}$$

Markaya sahip bir şirketin fiyat/satış oranlarını yukarıdaki formül ile tespit eden Damodaran, markası olmayan şirketlerin fiyat/satış oranları için de jenerik ürünler üreten özel şirketlerin ürünlerine bakarak vergi sonrası faaliyet marjı, varlıkların karlılığı gibi gerekli parametreleri tahmin etmektedir.

Damodaran modeli iki açıdan eleştirilere maruz kalmıştır. İlk olarak markası olmayan bir şirkete ait büyüme ya da kar marjına ilişkin tahminlere dayanarak elde edilen marka değerinin, bu tahminlerdeki değişikliklere karşı çok hassas olması durumunun söz konusu olmasıdır. Jenerik ürünün büyümesi ve kar marjının artması ile birlikte markanın değeri oldukça düşmektedir. O kadar ki; özel markaların parametrelerinin nasıl belirlendiğine ilişkin çok fazla dikkat gerektirmektedir. İkinci olarak, Damodaran modeli, markası olan ve olmayan şirketlerin her ikisi için de cari satış gelirlerinin aynı olacağını varsaymaktadır. Oysaki markası olan bir şirket markası olmayan şirkete göre daha yüksek bir nakit akışı ve satış hacmine sahip olabilir. Aynı zamanda bir şirket jenerik ürüne sahip bir başka şirkete göre daha yüksek bir nakit akışına sahipken, daha düşük bir satış hacmi gerçekleştiriyor olabilir. Bu durum özellikle lüks markalar (örneğin; Rolex, Mercedes vb) için geçerli olmaktadır (Fernandez, 2002: 564). Bu anlamda Fernandez Damodaran modelini şu şekilde düzenlemiştir.

$$\text{Marka değeri} = \left[ \left( \frac{P}{S} \right)_b \times S_b - \left( \frac{P}{S} \right)_g \times S_g \right]$$

$\left( \frac{P}{S} \right)_b$  : Markaya sahip olan bir şirketin fiyat/satış oranı

$\left( \frac{P}{S} \right)_g$  : Markası olmayan bir şirketin fiyat/satış oranı

$S_b$  : Markaya sahip olan şirketin satışları

$S_g$  : Markaya sahip olmayan şirketin satışları

### 2.2.3.5. Hirose Modeli

2002 yılında Japonya Ekonomi, Ticaret ve Endüstri Bakanlığı Marka Değerleme Komisyonu tarafından geliştirilmiş bir modeldir. Esasında hiçbir yaklaşım çatısı altında sınıflandırılmayan Hirose modeli, çoğu yazar tarafından gelir yaklaşımı kapsamında ele alınmaktadır. Modelin temel olarak şirketlerin finansal verileri kullanılarak özel formüllerin uygulanmasına dayanmaktadır. Marka değeri, birtakım marka fonksiyonları ve değişkenlerine dayanarak belirlenmektedir. Bu kapsamda yer alan değişkenler, fiyat avantajı, müşteri sadakati, markanın genişleme gücü olarak sıralanabilir. Fiyat avantajı, Hirose modelinde Prestij Değişkeni olarak, müşteri sadakati, Sadakat Değişkeni olarak ve markanın genişleme gücü ise Genişleme Değişkeni olarak kabul edilmektedir. Nihai olarak marka değeri söz konusu değişkenlerin bir fonksiyonu olarak ele alınmaktadır.

$$BV = f ( PD, LD, ED, r )$$

PD	:	Prestij Değişkeni (PD)
LD	:	Sadakat Değişkeni
ED	:	Genişleme Değişkeni
r	:	İskonto oranı (risksiz faiz oranı)

#### **Prestij Değişkeni (PD)**

Fiyat primi, bir ürünün rakiplerinin sunmuş olduğu fiyatlardan daha yüksek bir fiyat ile satabilme kabiliyetini gösterir. Prestij değişkeni de ürünün markaya sahip olması sayesinde elde ettiği fiyat avantajını ya da başka bir ifade ile fiyat primini göstermektedir. Toplam marka değeri içinde yer alan prestij değişkeninin değeri, şu şekilde ifade edilebilir (Wu, 2009: 1561);

$$PD = \text{Artık Kar Oranı} \times \text{Markaya Atfedilme Oranı} \times \text{Satışların Maliyeti}$$

Bu denklemin matematiksel olarak ifadesi;

$$PD = \frac{1}{5} \sum_{i=-4}^0 \left\{ \left( \frac{S_i}{C_i} - \frac{S^*_i}{C^*_i} \right) \times \frac{A_i}{OE_i} \right\} \times C_0$$

- PD : Prestij Değişkeni
- $S_i$  : Değerlemesi yapılacak markaya sahip şirketin satışları
- $C_i$  : Değerlemesi yapılacak markaya sahip şirketin satışlarının maliyeti
- $S^*_i$  : Karşılaştırılan şirketin (Benchmark'ın ) satışları
- $C^*_i$  : Karşılaştırılan şirketin (Benchmark'ın ) satışlarının maliyeti
- $A_i$  : Değerlemesi yapılacak markaya sahip şirketin reklam ve promosyon giderleri (marka yönetim harcamaları)
- $OE_i$  : Değerlemesi yapılacak markaya sahip şirketin toplam faaliyet giderleri

$\left( \frac{S_i}{C_i} - \frac{S^*_i}{C^*_i} \right)$  : Artık kar oranı (markaya sahip bir şirketin satışlarının satışların maliyetine oranı ise markası olmayan benchmark şirketin satışlarının satışlarının maliyetine oranı arasındaki fark)

$\frac{A_i}{OE_i}$  : Markaya atfedilme oranı ( reklam ve promosyon giderlerinin toplam faaliyet giderlerine oranı)

$i$  : (-4,0) yılları temsil eden endeks, geçmiş beş yılın değerlerini temsil etmektedir.

$C_0$  : Son beş yılda şirketin yapmış olduğu satışların toplamı

Prestij değişkenin hesaplanabilmesi için ilk olarak aynı sektörde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir bir şirketin (benchmark) tespit edilmesi gerekir. Teorik olarak karşılaştırılabilir şirket, jenerik ürün olarak markalı ürün ile aynı özelliklerde ve kalitede ürün üreten şirket olarak seçilir. Uygulamada ise Komisyon aynı sektörde

hiç fiyat avantajı olmayan şirketi seçer (örneğin; birim fiyat endeksi en düşük olan şirket). İkinci aşamada artık karlılık hesaplaması yapılır. Artık karlılık, geçmiş beş yılın birim fiyat endeksinin ortalaması olarak hesaplanır. Bu aşamada her bir birimin satışlarının maliyetinde özdeş kalite ve fonksiyonların varolduğu varsayılır. Komisyon, ortalama artık karlılığı hesaplamak üzere beş yıllık bir çerçeve zaman belirler. Son olarak; markaya atfedilebilir oranın ya da bir başka ifade ile marka yönetim giderleri oranının hesaplaması yapılır. Modelin savunucuları, artık karlılığın sadece ürün fiyat farklılıklarını değil aynı zamanda marka ile ilişkili olmayan knowhow, teknoloji gibi faktörlerden sağlanan avantajları da içerdiğini, bu nedenle özellikle markayla atfedilebilir artık karlılık miktarının ayrıştırılmasının gerekli olduğunu vurgulamaktadırlar. Bu amaçla da Komisyon, şirketin toplam faaliyet giderlerine göre marka yaratma, geliştirme ve yönetme harcamalarını (marka yönetim giderleri) gösteren bir markaya atfedilme oranı kullanmayı önermiştir. Marka yönetim giderleri içinde hangi kalemlerin ele alınması gerektiği konusunda tam bir uzlaşma sağlanamamakla birlikte Komisyon, marka farkındalığı konusunda hayati rol oynamaları nedeniyle reklam ve promosyon giderlerini kullanmayı tercih etmiştir. Bu nedenle, reklam giderlerinin toplam faaliyet giderlerine oranı ya da “reklam gider oranı” markaya atfedilme oranını göstermektedir (Salinas, 2011: 196).

### **Sadakat Değişkeni (LD)**

Sadakat düzeyi oldukça yüksek olan müşterilerin zaman içinde istikrarlı satışları temin edeceği düşüncesi, sadakat değişkeni hesaplamasının altında yatan mantıktır. Matematiksel olarak sadakat değişkeni aşağıdaki gibi ifade edilmektedir;

$$LD = \frac{\mu_c - \sigma_c}{\mu_c} = 1 - \frac{\sigma_c}{\mu_c}$$

- $\mu_c$  : Beş yıllık ortalama satış maliyeti  
 $\sigma_c$  : Beş yıllık satışların maliyeti standart sapması  
 $\sigma_c / \mu_c$  : Satışların maliyetinin oynaklık katsayısı



Satışların maliyet tutarı istikrarlı ise standart sapma düşük olmalı (oyunluk katsayısı 0'a yaklaşmalı) ve sadakat değişkeni değeri 1'e yaklaşmalıdır. Sadakat değişkeninin hesaplanmasında Komisyon nicel araştırmayı gözardı etmektedir. Komisyon, gerektireceği yatırımdan dolayı, sadakat değişkeninin hesaplanmasında nicel araştırmayı devre dışı bırakmış bunun yerine satılan miktar başına pazar payı, satışlar veya satış maliyeti vb. araçlar yoluyla pazar payı ölçümü gibi diğer seçenekleri değerlendirmeye almıştır. Sonuç olarak sadakat değişkeni olarak finansal tablolarda değeri verilen "satışların maliyet istikrarı" kullanılmaktadır. Esasında satış istikrarının kullanılabilme durumu da Komisyon tarafından değerlendirilmiş fakat bu değerler daha çok prestij değişkeninin etkisini yansıttığına ve bu nedenle de bağımsız bir parametre olarak kullanılamayacağına karar verilmiştir (Salinas, 2011: 198).

### **Genişleme Değişkeni (ED)**

Genişleme değişkeni, güçlü bir markanın benzer veya farklı endüstrilerde, pazarlarda ve coğrafi alanlarda genişleyebileceği varsayımına dayanarak oluşturulmuştur. Bu anlamda, genişleme değişkeninin iki temel göstergesi mevcuttur. Birincisi, markanın coğrafi genişleme kapasitesinin ölçümüdür. Bu değer, yurtdışı satışların büyüme oranı ile ifade edilmektedir. İkinci gösterge ise, ilişkili olmayan endüstrilerdeki genişleme kapasitesinin ölçümüdür. Bu da şirketin kendi öz sektörünün dışındaki satışlarının büyüme oranı olarak ifade edilmektedir. Şirketin öz sektörü, şirketin en büyük iş yaptığı sektördür. Nihai olarak, genişleme değişkeni, yurtdışı satışların büyüme oranı ile öz sektör dışındaki satışların büyüme oranının ortalaması olarak tanımlanmaktadır. Matematiksel olarak ifade etmek gerekirse aşağıdaki gibi gösterilmektedir.

$$ED = \frac{1}{2} \left\{ \frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left( \frac{SO_i - SO_{i-1}}{SO_{i-1}} + 1 \right) + \frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left( \frac{SX_i - SX_{i-1}}{SX_{i-1}} + 1 \right) \right\}$$

SO : Yurtdışı satışlar

SX : Öz sektör dışındaki satışlar

$\frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left( \frac{SO_i - SO_{i-1}}{SO_{i-1}} + 1 \right)$  : Tüm değerlerin 1'den büyük olduğu varsayımı ile geçmiş iki yıl için yurtdışı satışların ortalama yıllık büyüme oranı

$\frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left( \frac{SX_i - SX_{i-1}}{SX_{i-1}} + 1 \right)$  : Tüm değerlerin 1'den büyük olduğu varsayımı ile geçmiş iki yıl için şirketin öz sektör dışındaki satışlarının ortalama yıllık büyüme oranı

i : (-1,0) yılları temsil eder, cari yıl ve bir önceki yıl

Yurtdışı satışlar ve öz sektör dışındaki satışlarda hiç büyüme olmaması ya da büyüme oranının 1'den küçük olması durumları, genişleme değişkeninin marka değerine hiçbir katkı sağlamadığını göstermektedir ve modelde 1 olarak alınmaktadır.

Söz konusu üç değişken biraraya getirildiğinde Hirose modeli marka değeri, aşağıdaki şekilde elde edilmektedir.

$$BV = f(PD, LD, ED, r) = \frac{PD}{r} \times LD \times ED$$

$$= \frac{\frac{1}{5} \sum_{i=-4}^0 \left\{ \left( \frac{S_i - S^*_i}{C_i - C^*_i} \right) \times \frac{A_i}{OE_i} \right\} \times C_0}{r} \times \frac{\mu_c - \sigma_c}{\mu_c} \times \frac{1}{2} \left\{ \frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left( \frac{SO_i - SO_{i-1}}{SO_{i-1}} + 1 \right) + \frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left( \frac{SX_i - SX_{i-1}}{SX_{i-1}} + 1 \right) \right\}$$

$$\begin{aligned}
\mathbf{PD} &= \text{Artık Kar Oranı} \times \text{Markaya Atfedilebilir Oran} \times \text{Satışların Maliyeti} \\
&= 5 \text{ Yıllık Ortalama } \{[(\text{Şirket Satışları}/\text{Satışların Maliyeti}) \\
&\quad - (\text{Karşılaştırılan Şirketin Satışlarının Maliyeti})] \\
&\quad \times \text{Reklam ve Promosyon Maliyet Oranı}\} \\
&\quad \times \text{Şirketin Bugünkü Satışlarının Maliyeti}
\end{aligned}$$

$$\mathbf{LD} = (\text{Satışların Maliyetinin 5 Yıllık Ortalaması} - \text{Satışların Maliyetinin Standart Sapması}) / \text{Satışların Maliyetinin 5 Yıllık Ortalaması}$$

$$\mathbf{ED} = \text{Yurtdışı Satışların Büyüme Oranı ve Öz Sektör Dışı Büyüme Oranı Ortalaması}$$

S	:	Değerlemesi Yapılacak Markalı Şirketin Satışları
C	:	Değerlemesi Yapılacak Markalı Şirketin Satışlarının Maliyeti
S*	:	Karşılaştırılabilir (benchmark) Şirketin Satışları
C*	:	Karşılaştırılabilir (benchmark) Şirketin Satışlarının Maliyeti
A	:	Markalı Şirketin Reklam ve Promosyon Giderleri
OE	:	Markalı Şirketin Toplam Faaliyet Giderleri
SO	:	Yurtdışı Satışlar
SX	:	Öz Sektör Dışı Satışlar
r	:	İskonto oranı, Risksiz Faiz Oranı
$\mu_c$	:	Satışların Maliyetinin 5 Yıllık Ortalaması
$\sigma_c$	:	Geçmiş 5 Yıllık Satışların Maliyetinin Standart Sapması

Hirose Modeli de diğer birçok model gibi birtakım kavramsal eksikliklere sahiptir. Genel olarak bakıldığında marka, “vadesiz tahvil” gibi değerlendirilmekte ve markadan kaynaklanacak yararların ( $INT = PD \times LD \times ED$ ) gelecekte artmayacağı varsayılmaktadır. Bir anlamda herhangi bir marka için büyüme beklentisi “0” olarak kabul edilmektedir. Prestij değişkeninin ürünün markaya sahip olması sayesinde elde ettiği fiyat avantajını ya da başka bir ifade ile fiyat primini gösterdiği temel varsayımının aksine, şirketlerin fiyat avantajlarının olmaması söz konusu şirketlerin markalarının bir değeri olmadığını göstergesi değildir. İndirgenmiş nakit akımlarının hesaplanmasında, risksiz faiz oranı kullanılmaktadır. Komisyon bu uygulamayı doğrulamaktadır. Çünkü nakit akımı hesaplamalarında riski göz önünde

bulundurmaktadır. Hem prestij değişkeni hem de sadakat değişkeni, müşterileri ile ilişkilerde marka tarafından yaratılan nakit akışlarının fiyat ve nicelik etkisini yansıtmaktadır. Bundan dolayı, sadakat değişkenini prestij değişkeni ile çarparak markaların yaratacağı cari dönem ve gelecekteki nakit akışlarının belirli bir kısmının hesaplanabilmesi mümkündür. Birçok muhasebe ve finansman alanındaki çalışma nakit akımlarında iskonto oranından ziyade riskin göz önünde bulundurulması gerektiğini işaret etmektedir. Sürecin gereklilikleri beklenen nakit akımları ve farklı nakit akımları ile ilişkilendirilebilecek çeşitli senaryo olasılıklarının muhasebeleştirilmesi işlemleri ile tutarlı bir şekilde çalışmaktadır. Ancak söz konusu süreç, komisyonca tamamen takip edilen süreç değildir. Modelde büyüme göstergesi, sadece tarihi verilere dayanan genişleme değişkeni ölçütüne indirgenmiştir. Ayrıca büyüme göstergesi, indirgenmiş nakit akımlarını büyüme olmadan sonsuza kadar devam edecekmişçesine ele aldığı için oldukça aldatıcıdır (Salinas, 2011: 205).

### **2.3. Karma Marka Değerleme Modelleri**

Marka değerleme amacıyla geliştirilmiş, finansal ve davranışsal yaklaşımların metodolojilerini bir arada uygulayan karma modeller, çeşitli ülkelerdeki danışmanlık firmalarının geliştirdiği, ticari amaçla kullandıkları modellerdir. Finansal modellerdeki yöntem farklılıkları, karma modeller için de söz konusudur. Her danışmanlık firması farklı bir yöntem ile marka değeri tespitinde bulunmaktadır. Bu nedenle söz konusu firmaların yıllık olarak yayınladıkları en değerli dünya markaları listeleri, değerler ve sıralama bakımından farklılaşmaktadır. Özellikle pazarlama disiplininin konusuna giren maddi olmayan duran varlıkların şirketlerin finansal performanslarına, değerlerine katkılarına konu alan çalışmaların yoğunlaşması şirketleri kendi markalarının değerini tespit etmeye teşvik etmiştir. Bu durum, birçok danışmanlık firması tarafından geliştirilmiş çok sayıda marka değerleme modelini beraberinde getirmiştir.

Her yıl düzenli olarak dünyadaki en değerli markalar listesi yayınlayan üç danışmanlık firması Millward Brown Optimor, Interbrand ve Brand Finance'dir. Bu

üç firmadan Brand Finance telif hakkından kurtuluma yaklaşımını, Millward Brown Optimor ve Interbrand ise gelirin bölüştürülmesi yaklaşımını benimsemiştir. Bu üç danışmanlık firmalarının yayınladıkları en iyi 20 marka sıralaması ve marka değerleri 2013 yılı için Tablo 2.3.'te ele alınmıştır. Genel olarak bakıldığında üç danışmanlık firmasının en değerli ilk 20 markasında ortak olarak yer alan sadece Apple, Google, CocaCola, IBM, Microsoft, General Electric ve Amazon markaları olmuştur. Bu durum farklılaşan varsayımlar, amaçlar ve modellemelerin bir sonucu olarak yorumlanabilir. Ancak bu sonuçtan çıkarılması gereken en önemli nokta da genel kabul görmüş bir marka değerlendirme yaklaşımına olan ihtiyacın söz konusu olduğudur.

**Tablo 2.3.** InterBrand, BrandFinance ve Millward Brown Optimor Şirketlerinin 2013 Yılı En Değerli 20 Marka Tablosu

	InterBrand		BrandFinance		Millward Brown Optimor	
	Marka Adı	Marka Değeri (Milyon \$)	Marka Adı	Marka Değeri (Milyon \$)	Marka Adı	Marka Değeri (Milyon \$)
1	Apple	98,316	Apple	87,304	Apple	185,071
2	Google	93,291	Samsung	58,771	Google	113,669
3	CocaCola	79,213	Google	52,132	IBM	112,536
4	IBM	78,808	Microsoft	45,535	McDonald's	92,256
5	Microsoft	59,546	Walmart	42,303	CocaCola	78,415
6	GE	46,947	IBM	37,721	AT&T	75,507
7	McDonald's	41,992	GE	37,161	Microsoft	69,814
8	Samsung	39,610	Amazon	36,788	Marlboro	69,383
9	Intel	37,257	CocaCola	34,205	Visa	56,060
10	Toyota	35,346	Verizon	30,729	China Mobil	55,368
11	Mercedes Benz	31,904	AT&T	30,406	GE	55,357
12	BMW	31,839	Shell	29,752	Verizon	53,004
13	Cisco	29,053	Vodafone	27,009	Wells Fargo	47,748
14	Disney	28,147	Wells Fargo	26,044	Amazon	45,727
15	HP	25,843	Toyota	25,979	UPS	42,747
16	Gillette	25,105	NTT Group	25,602	Bank of China	41,115
17	Louis Vuitton	24,893	Volkswagen	23,666	Vodafone	39,712
18	Oracle	24,088	The Home Depot	23,423	Walmart	36,220
19	Amazon	23,620	Chase	23,408	SAP	34,365
20	Honda	18,490	China Mobil Limited	23,296	MasterCard	27,821

**Kaynak:** <http://www.interbrand.com/en/best-global-brands/2013/top-100-list-view.aspx>, [http://brandirectory.com/league\\_tables/table/global-500-2013](http://brandirectory.com/league_tables/table/global-500-2013), [http://www.millwardbrown.com/brandz/2013/Top100/Docs/2013\\_BrandZ\\_Top100\\_Chart.pdf](http://www.millwardbrown.com/brandz/2013/Top100/Docs/2013_BrandZ_Top100_Chart.pdf)

Karma değerleme modellerinden bazıları şu şekilde sıralanabilir;

- BBDO BEES
- BBDO BEE
- BBDO BEVA
- Brandient Demand Driver Analysis
- Brandient Royalty Relief
- Brand Economics
- Brand Finance Royalty Relief
- Brand Finance Earnings Split
- Brand Metrics
- Brand Rating
- Consor Valmatrix®
- Consor BEV<sub>Q</sub><sup>TM</sup>
- Consor VALCALC®
- FutureBrand
- Intangible Business
- Interbrand Multiples
- Interbrand “DCF”
- Millward Brown Optimor
- Prophet
- Semion
- The Nielsen Co. BBS
- The Nielsen Co. BP
- Trout & Partners
- Villafane & Asociados

Bu çalışmada yukarıdaki karma değerleme modellerinin tümü ayrıntılı olarak açıklanmamış olup sadece marka değerlemesi ile ilgili literatürde yer alan modellere yer verilmiştir.

### 2.3.1. BBDO Yaklaşımı

BBDO iki tane bağımsız ve bir tane Ernst & Young şirketi ile birlikte olmak üzere, toplam üç değerlendirme modeli geliştirmiştir. Bu modeller; BEES (Brand Equity Evaluation System®), BEE (Brand Equity Evaluator® ve BEVA (Brand Equity Valuation for Accounting) modelleridir. Söz konusu üç model de gelir yaklaşımı kapsamında değerlendirilebilir.

BEES modeli, ilk olarak sekiz marka belirleyicisi tanımlamaktadır. Bunlar; marka satışları, net faaliyet karı (geçmiş üç yılın ortalaması), marka gelişim perspektifi, uluslararası oryantasyon (uluslararası büyümenin bir göstergesi olarak yabancı piyasalardan elde edilen gelir), reklam yatırımları, sektördeki markanın gücü, marka imajı ve vergi öncesi getirilerdir. İkinci aşamada marka çevresini oluşturan belirleyiciler (satışlar, net faaliyet karları ve büyüme perspektifi) bir marka kalite faktörü oluşturmak üzere biraraya getirilirler. Daha sonra bu faktörler geriye kalan diğer dört faktör ile biraraya getirilerek vergi öncesi getirilerin katsayısı olarak düzeltme faktörü oluşturulur. Sonuçta markanın ekonomik değeri geçmiş üç yılda ortalama vergi öncesi getiriler ve düzeltme faktörünün çarpımına eşittir. Modelde vergi öncesi getiriler, mali sapmalardan sakınmak amacıyla kullanılmaktadır (Salinas, 2011: 118).

BEE modeli ise dört aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşamada, marka değeri belirleyicileri (ilgili pazardaki hakimiyet, uluslararası oryantasyon, marka itibarı ve marka kalitesi) ölçülür. Bu amaçla son üç yıldaki satışların ortalama büyüme oranı, satışların ortalama getirisi, toplam satışların yüzdesi olarak sektördeki reklam harcamaları hesaplanır. Söz konusu marka değeri belirleyicileri, daha sonra ağırlıklandırma faktörü olarak biraraya getirilirler. İkinci aşamada, iskonto oranı hesaplanır. İskonto oranının belirlenebilmesi için sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli kullanılır. Eğer kurumsal marka değerlemesi söz konusu ise, firmanın varlıklarının büyük bölümünü markanın oluşturduğu durumlarda şirket betası markanın iskonto oranı hesaplamasında kullanılır ( $\beta_{\text{şirket}} = \beta_{\text{marka}}$ ). Eğer ürüne ait bir marka değerlemesi söz konusu ise marka için ayrı bir beta hesaplaması yapmak gerekmektedir. BBDO bu süreçte aynı sektörde yer alan ve özellikle borsada işlem



gören karşılaştırılabilir şirketlerin ortalama betasını kullanmaktadır. Üçüncü aşamada, gayrisafi nakit akışlarının net bugünkü değeri hesaplanır. Son aşamada ise markanın şimdiki değeri hesaplanır (Salinas, 2011: 119; Yüksel ve Mermod, 2005: 89).

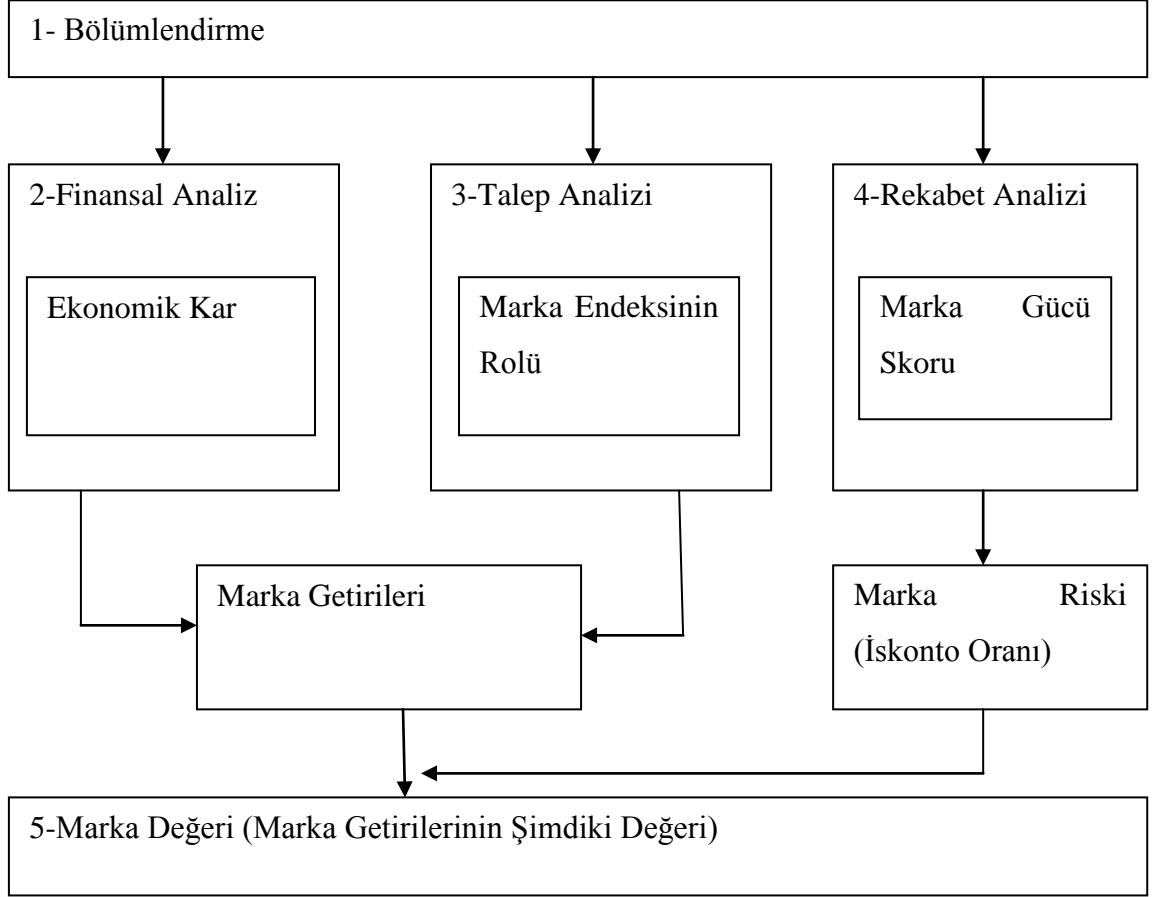
BEVA modeli daha önce gelir yaklaşımı modelleri başlığı altında ayrıntılı olarak anlatıldığı için burada yer verilmeyecektir.

### **2.3.2. Interbrand Yaklaşımı**

Genel olarak bakıldığında Interbrand şirketin hesaplanan toplam kazancının yüzde kaçının marka ile ilişkili olduğunu tespit etme, ikinci olarak, şirketin net kazancının ne olacağına ilişkin olarak öngöründe bulunma ve son olarak da maddi olmayan faktörlerden kaynaklanan kazançların ortaya koyulması ile bir değerlendirme süreci gerçekleştirir. Bu süreçte, markanın üç temel ekonomik fonksiyonu göz önünde bulundurulur. Bunlar; maliyet sinerjileri, talep üretimi ve gelecekteki taleplerdir (Natarajan ve Thiripurasundari, 2011: 49).

Interbrand'in marka değerlendirme yöntemi üç temel bileşenden oluşmaktadır. Bunlar; markası olan bir ürün veya hizmetin finansal performans analizi, satın alma kararında markanın rolü ve markanın rekabetçi gücüdür. Söz konusu bileşenler öncelikle yapılacak bir bölümlendirme sonrası değerlendirme sürecine dahil edilirler. Bölümlendirme, coğrafik bazda, ürün, hizmet, müşteri grubu ya da işletme birimi bazında gerçekleştirilir. Bölümlendirme yapılırken göz önünde bulundurulması gereken hususlar şirketin stratejik öncelikleri, marka yönetiminin hangi hiyerarşik düzeyde gerçekleştirildiği, finansal performans, markanın rolü ve marka gücünü ayrı ayrı analiz etme imkanı sağlayacak şirket birimlerinin sayısı ve verilerin ulaşılabilirliğidir (Rocha, 2012: 5).

Interbrand marka değerlendirme modeli Şekil 2.3.te gösterildiği gibi özetlenebilir (Rocha, 2012: 6):



**Şekil 2.4.** Interbrand Marka Değerleme Modeli

**Kaynak:** Rocha, 2012: 6

Interbrand yaklaşımı marka gücünün temel tanımlayıcıları olarak yedi nitelik sıralamaktadır. Tanımlanan her nitelik için en üst skoru hak eden teorik ideal bir marka vardır. Bu marka, faaliyette bulunduğu her pazarda bu ideal rakama göre derecelendirilmektedir. Söz konusu nitelikler şu şekilde sıralanabilir (Haigh ve İlguner, 2012: 84):

**Tablo 2.4.** Interbrand Yaklaşımı Marka Gücü Temel Tanımlayıcıları

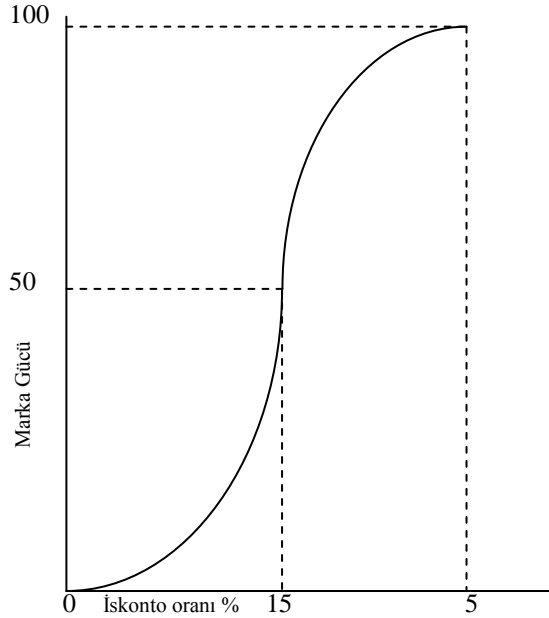
Marka Gücü Temel Tanımlayıcıları	
<u>Nitelik</u>	<u>En Üst Skor</u>
Pazar	10
İstikrar	15
Liderlik	25
Trend	10
Destek	10
Coğrafi yaygınlık	25
Korunma	5
<b>Toplam</b>	<b>100</b>

**Kaynak:** Haigh ve İlguner, 2012, s. 85

- **Pazar:** İstikrarlı ve büyüyen bir pazarda, rakiplerin işinin zorlaştırıldığı ortamda yer alan bir markanın riski düşük olacaktır.
- **İstikrar:** Uzun süredir varlığını sürdüren markalar, tüketici sadakatini hak etmekte, yeni rakiplerin etkisinden doğan risk azalmaktadır.
- **Liderlik:** Pazara önderlik eden bir markanın fazlası var demektir. Pazarı etkilemesi, fiyatı oluşturması, dağıtıma yön vermesi, rekabete direnmesi mümkündür. En üst skorun bu niteliğe verilmesi Interbrand tarafından en çok önemsenen nitelik olduğunun göstergesi olarak kabul edilebilir.
- **Trend:** Bir markanın uzun dönemli trendi, çağdaş kalabilme ve tüketiciler için uygunluğunun devamı anlamına gelmektedir. Böylece riski düşük kabul edilecektir.
- **Destek:** Tutarlı şekilde yatırım yapılan ve destek gören bir marka, diğerlerinden daha yüksek imtiyaz hakkına sahip olacaktır.
- **Coğrafi Yaygınlık:** Uluslararası kabul gören markalar ulusal ve bölgesel markalara göre daha güçlü kabul edilecektir. Liderlik niteliğinde olduğu gibi en üst skorun bu niteliğe verilmesi, Interbrand tarafından en çok önemsenen nitelik olduğunun göstergesi olarak kabul edilebilir.

- **Korunma:** Yasalarla korunan tescil edilmiş bir ticari unvan, isim ve görsel anlamında bir tekel oluşturacaktır. Eğer uygun şekilde korunur ve kollanırsa sonsuza kadar yaşayacaktır.

Marka gücünü derecelendirme şablonu ile birlikte Interbrand, bir ekseninde marka gücü, diğer ekseninde tavsiye edilen iskonto oranının gösterildiği bir S eğrisi geliştirmiştir. Eğrinin en üst noktası, 100 üzerinden derecelendirilen mükemmel bir markanın bile, risksiz yatırım getirisi oranından biraz yüksek bir iskonto oranı gerektirdiği esasına dayandırılmıştır. Bu nedenle kusursuz bir markanın iskonto oranı %5 olarak varsayılmaktadır. Eğrinin ters ucunda ise, sıfır derecesine sahip bir markanın hiç değer doğurmayacak şekilde, iskonto oranı gerektireceği kabul edilmektedir. 50 ile derecelendirilen bir markanın iskonto oranı ise %15 olmaktadır. Yeni ve gelişen markaların bir süre zayıf olacağı, eski ve yerleşik markaların durağan hale geldiği noktada, azalan bir orana sahip olacağı ve bu noktadan sonra markanın yeniden güçleneceği esasına dayalı olarak klasik bir S eğrisi ile açıklanmaktadır (Haigh ve İlguner, 2012: 87).



**Şekil 2.5.** Marka Gücünü Derecelendirme Şablonu

**Kaynak:** Haigh ve İlguner, 2012: 87

Modelin bulduğu marka g¼c¼, marka kanalıyla ger¼ekleřtirilmesi beklenen geleceğin getiri yeteneğinin doğrudan bir yansıması olarak kabul edilir. Bu marka g¼c¼ değeri, Interbrand'in deneyimlerinden geliştirilmiş olan bir ¼arpan modeli yardımıyla bulunur. Bulunan marka g¼c¼ değeri, matematiksel olarak sadece markanın sağlaması gereken ¼zel marka getirilerine d¼n¼řt¼r¼l¼r. Bu hesaplama sırasında değişik d¼nemlerin kar beklentileri ¼zerine enflasyon fakt¼r¼, toplamdaki ağırlık fakt¼r¼ (bu noktada şimdiki zamanın getirilerine ge¼miř d¼nemdekilerden daha ¼ok ağırlık verilir) ve vergi y¼k¼ etmenleri g¼z ¼n¼nde bulundurulur. Ağırlıklı ortalama marka karı, vergisi d¼ř¼ld¼kten sonra marka değeri fakt¼r¼ ile ¼arpılır ve bu şekilde marka değerine ulaşılır (Y¼ksel ve Mermod, 2005: 157).

### **2.3.3. Brand Finance Yaklaşımı**

Brand Finance,  $\beta$ brandbeta™ analizi ile belirlediği iskonto oranını kullanmak suretiyle bir değerleme modeli geliştirmiştir. Marka ve diğer fiziki olmayan varlıklardan sağlanan artı kazançlara dayalı değerledirmeler, ¼ođunlukla riske dayandırılmaktadır. Bu risk dikkate alınarak, bu t¼r kazançların ¼zkaynaklar dışında finanse edildiği varsayımı doğrultusunda, dar anlamda sermaye risk oranı ile iskontoya tabi tutulmaktadır (Haigh ve İlg¼ner, 2012: 88).

Y¼ntem olarak hak bedeli y¼ntemi uygulanmaktadır. Bu y¼ntem, bir şirketin bir markaya sahip olmaması ve bir başka şirketten markasını lisanslaması varsayımına dayanmaktadır. şirketin bir markaya sahip olması onu bir lisans-hak bedeli ¼demekten kurtarmaktadır. Hak bedeli y¼ntemi gelecekteki satışların tahmini, bunlara uygun hak bedeli oranı uyarlanması, bu bedellerin iskonto oranı ile bug¼ne indirgenmesi ve toplamı ile net şimdiki değere ulaşılmasını i¼ermektedir. Bu değer marka değerini temsil edecektir. BrandFinance değerleme y¼nteminde hak bedeli; mukayese edilebilir başka işlemleri referans aldığı i¼in muhasebe, hukuk ve vergi otoriteleri tarafından mutaber kabul edilmesi, markanın ticari ger¼eđi ile doğrudan ilintili olması ve halka a¼ık, erişilebilir finansal verilere dayandırılması sebebiyle kullanılmaktadır (Haigh ve İlg¼ner, 2013: 8).

Brand Finance yaklaşımı, üç temel değerlendirme yaklaşımı olan piyasa, gelir ve maliyet yaklaşımlarından en çok gelir yaklaşımını kullanmakta ve bu kapsamda da telif hakkından kurtulma modelini uygulamaktadır. Bu modelde karşılaştırılabilir şirketlerin kar marjı analizlerine dayanarak belirlenen bir telif oranı kullanılmaktadır. Gelecekte elde edilmesi beklenen teliflerin indirgenmiş nakit akımları tekniği ile bugünkü değerine indirgenmesi ile markanın bugünkü değeri elde edilmektedir.

Brand Finance'in detaylı değerlendirme süreci şu aşamalardan oluşmaktadır (Managing Partners' Forum, 2011: 2);

1. Rekabetçi güçler, pazarın büyüme hızı, geçmiş satışlar gibi birtakım kriterler göz önünde bulundurularak beş yıllık bir süreç için gelecekteki satışlar tahmin edilir.
2. Endüstri telif oranları ve karşılaştırılabilir şirketlerin telif anlaşmaları gözden geçirilerek, söz konusu markaya uygulanabilecek bir telif oranı aralığı belirlenir. Söz konusu aralık içinde telif oranının tam olarak belirlenebilmesi için kavramsal olarak bir şirketin kredi değerliliğine benzer şekilde “Marka Derecesini” yansıtan “Marka Gücü Endeksi” yani  $\beta$ brand $\beta$  kullanılmaktadır.
3. “Marka Derecesi”ni kullanan markaların her birine özel olarak uygulanabilecek bir iskonto oranı belirlenir. Aynı sektörde faaliyet gösteren daha zayıf bir markaya göre getirilerinin oynaklığı daha düşük olacağı için güçlü bir marka daha az riskli olacaktır.
4. İkinci aşamada belirlenmiş olan telif oranı, birinci aşamada belirlenmiş olan gelecekteki satış tutarlarına uygulanarak gelecekteki telif getirileri hesaplanır. Gelecekteki telif getirileri ise üçüncü aşamada belirlenmiş olan iskonto oranı kullanılarak net bugünkü değerine indirgenir. Söz konusu telif ödemeleri dizisinin net bugünkü değeri, markanın değerini gösterir.
5. Bir firmanın marka portföyüne sahip olduğu durumlarda marka değeri genel olarak kurumsal marka ile alt markalar arasında paylaşılır.

Markalı kazançları iskonto etmekte kullanılan oran bileşik bir oran olup; risksiz borçlanma (faiz) unsuru, sermayenin risk unsuru ve markaya özel risk unsurundan oluşmaktadır. Risksiz borçlanma (faiz) oranı, değerlendirmeye konu olan

coğrafyada geçen orandır. Sermaye risk primi için, uygun bir oran saptanır. Bu oranları sermaye piyasası veri tabanlarından elde etmek mümkün olup, bu oranlar aynı zamanda, bu pazarlarda yatırımcıların geri dönüş beklentisini de yansıtabacaktır. Bu şekilde oluşturulan bileşik iskonto oranına, markanın faaliyet gösterdiği pazarlara ilişkin risklere göre gerekli düzeltme yapılır. Son olarak pazara ilişkin ortalama risk oranının, değerlendirilecek markaya özgü risk profiline bağlı olarak, azalması ya da artması beklenir.  $\beta$ rand $\beta$ eta®, markanın başarısına ait geçmiş ve şimdiki göstergeleri dikkate alarak, bu riski derecelendirebilmektedir. Değerlenen markaya uygun  $\beta$ rand $\beta$ eta® sonucuna ulaşabilmek amacıyla, mevcut tüm markalar göreceli olarak derecelendirilmektedir (Haigh ve İlguner, 2012: 90). Derecelendirmede kullanılan puanlama tablosu Tablo 2.5.'te gösterilmiştir.

**Tablo 2.5.**  $\beta$ rand $\beta$ eta® Puanlama Tablosu

$\beta$ rand $\beta$ eta® Puanlama Tablosu	
<u>Özellik</u>	<u>Puan</u>
Pazardaki süre	(0-10)
Dağıtım	(0-10)
Pazar payı	(0-10)
Pazardaki konumu	(0-10)
Satış artış oranı	(0-10)
Fiyat farkı	(0-10)
Fiyat esnekliği	(0-10)
Pazarlama harcaması	(0-10)
Reklamların etkisi	(0-10)
Sadakat	(0-10)
<b>Toplam</b>	<b>(0-100)</b>

**Kaynak:** Haigh ve İlguner, 2012: 90

Bu sonuçlar değerlemede kullanılacak iskonto oranına yön vermektedir.  $\beta$ rand $\beta$ eta® sonucu 50 olan ortalama bir marka için, sektöre ilişkin bileşik iskonto

oranının yarısı uygulanacaktır. Toplamda 100 puan alan bir marka, teorik olarak risksiz kabul edilecektir. Sıfır puan için en yüksek iskonto oranı uygulanacaktır (Haigh ve İlguner, 2012: 91). Puana göre dereceler Tablo 2.6.'da gösterilmiştir.

**Tablo 2.6.** Brand Finance Marka Derecelendirmesi

Marka Derecelendirmesi			
<b><u>brandbeta® Puanı</u></b>	<b><u>Derece</u></b>	<b><u>brandbeta® Puanı</u></b>	<b><u>Derece</u></b>
91-100	AAA	41-50	B
81-90	AA	31-40	CCC
71-80	A	21-30	CC
61-70	BBB	11-20	C
51-60	BB	0-10	D

**Kaynak** Haigh & İlguner, 2012: 91

Brand Finance marka değerlendirme modeli ile niteliksel ve niceliksel veriler bir araya getirilerek; şirketlere belirli bir andaki güç ve performanslarını ölçme, gelecekteki getirileri ile ilişkilendirilebilecek riski görme, içsel ve dışsal değerlendirme süreçleri için uygun bir iskonto oranı belirleme, öncül göstergeleri aydınlatmak suretiyle şirket performansına katkı sağlama gibi avantajlar sunulmaktadır. Brand Finance değerlendirme sürecinde teliften kurtulma yöntemini kullanmasını dört başlık altında gereçlendirmektedir. Bunlar (Managing Partners' Forum, 2011: 1);

- Tüm dünya çapında teknik otoritelerin en çok tanıdığı ve muhasebe, vergi ve yasal kullanıcıların karşılaştırılabilir üçüncü taraf işlemlerini referans almak suretiyle marka değeri hesapladığı için tercih ettiği bir model olması
- Kamuya açık finansal bilgileri baz alarak hesaplama yapıyor olması
- Marka kontrolünde olabilecek telif oranları ile doğrudan ilişkilendirilebilecek kar marjlarını göstermesi
- İki taraf arasında birbirinden bağımsız ticari işlemlerde bir prim yaratma etkisi olarak markaya ilişkin ticari gerçekleri sunması



Marka değerleme modellerinin genel özellikleri, avantaj ve dezavantajlarının anlatıldığı ikinci bölümde, özellikle finansal marka değerleme modelleri ile literatürde marka değeri lt olarak kullanılan belirli karma marka değerleme modelleri ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Marka değerinin hissedar değeri üzerindeki etkisini açıklamayı amaçlayan bu çalışmada, böylelikle marka değeri ile ilgili teorik ereve oluşturulmuştur. Bir sonraki bölümde hissedar değeri kavramı açıklanacaktır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### HİSSEDAR DEĞERİ

Genel bir çerçeveden bakıldığında, modern finansın dört temel kavram üzerine inşa edildiğini söylemek mümkündür. Bunlar; nakit akımı, paranın zaman değeri, sermayenin fırsat maliyeti ve net bugünkü değer kavramlarıdır. Nakit, değer kavramının temelini oluşturmakta olup, işletmenin yükümlülüklerini yerine getirdikten sonra hissedarlarına sağladığı harcanabilir parasal tutar olarak ifade edilebilmektedir. Sermayenin fırsat maliyet, yatırımcıların benzer risklere maruz kalabilecek diğer işletmelere yatırım yapmaları sonucunda elde edecekleri getiridir. Net bugünkü değer hesaplamaları ise, yukarıda belirtilen üç temel kavrama bağlı olarak yapılan hesaplamalardır. Buna göre; bir varlığın değeri, o varlık tarafından yaratılan nakit akımlarının, sermaye fırsat maliyeti ile bugünkü değerine indirgenmesi ile hesaplanmaktadır. Hissedar değeri hesaplamalarında, belirli bir strateji tarafından yaratılan değer tahmin edilmesi iki temel bileşen etrafında şekillenmektedir. Bunlardan birincisi; planlanan dönem dahilinde elde edilmesi beklenen nakit akımlarının bugünkü değeridir. İkincisi ise; işletmenin süregelen değeridir. Süregelen değer, planlanan dönem sonrasında elde edilmesi beklenen nakit akımlarının bugünkü değeridir (Külter ve Demirgüneş, 2006: 334).

Hissedar değerinin önemini gerçek rakamlar ile açıklayan bir örnek, Amerika Birleşik Devletlerinde iki büyük şirketin faaliyet raporlarında açıkça görülmektedir. 1984 yılında Coca Cola şirketi yayınladıkları yıllık raporlarında zamanla hisse başına kazançlarını ve özsermaye karlılığını artırmak suretiyle oluşacak hissedar değerini, artıracaklarını açıklamıştır. Hastane ekipmanları üreticisi bir firma olan Hillenbrand Şirketi ise tam tersine hissedar değerinin ancak hissedarların yapmış oldukları yatırımı aşan bir nakit akımı sağlaması yoluyla yaratılabileceğini açıklamıştır. Bu açıklamaları takip eden 10 yıl sonrasında 31 Aralık tarihinde Coca Cola şirketi hissedarlarına (ödenen temettü ve hisse senetlerinin piyasa fiyatındaki artış ile) %10 kazandırırken Hillenbrand şirketi %21.5 kazandırmıştır (Anand, Garg, ve Arora, 1999: 351).

Hissedar değerini tüm boyutları ile ele almak için konuya ilk olarak hissedar değeri yaratmak amacını benimseyen değere dayalı yönetim felsefesi açıklanarak başlanacaktır.

### **3.1. Değere Dayalı Yönetim**

Değere dayalı yönetim, organizasyon analizi, değer yaratan unsurların incelenmesi, strateji geliştirme, ölçüm yapma ve geri besleme faaliyetlerini gerçekleştirmek yoluyla ekonomik kar amacına ulaşmayı sağlayan faaliyetlerin bütünüdür (Kavurmacı, 2004: 10). Bu anlamda devamlı ve uzun vadeli bir hissedar değeri yaratılması için değere dayalı yönetim anlayışının felsefesi, mali odaklı değere dayalı planlama tekniklerini stratejik yönetim ile birlikte uygulamaktır.

Değere dayalı yönetim, ilk etapta performans ölçütlerinin geliştirilmesi anlamında ortaya çıkan ve zamanla değer yaratmaya odaklı tüm yönetim sistemine nüfuz eden bir anlayıştır (Karlf & Lvingsson, 2005: 386). Değere dayalı yönetim, başlangıçta işletme stratejisi ile hissedar değerinin fonksiyonel ve değer yaratan unsurlarını birleştiren, kapsamlı bir performans ölçüm ve yönetim sistemi olarak ekonomik katma değer çerçevesinde ortaya çıkmış, fakat 2000’li yıllarda bir finansal ölçüm aracı olmaktan çok gerçek bir performans değerlendirme sistemi haline gelmiştir. 1980’li yıllarda başlayıp 1990’lı yılların sonuna kadar geçen süreçte, firma başarisına bakış açısı değişmiş olup, firmanın felsefesinin merkezine hissedarlara değer yaratmayı koyan; hissedar değeri maksimizasyonu amacına göre işletmelerin stratejilerini, yapısını ve yöntemlerini belirleyen, performansın izlenmesinde hangi ölçütlerin kullanılacağını ve yöneticilerin ne şekilde ödüllendirileceğini belirten değere dayalı yönetim anlayışı ortaya çıkmıştır. Değere dayalı yönetim, değer yaratmayı amaçlayan, teşvik eden ve değeri ölçen bir yönetim sistemidir (Ercan, ztrk, ve Demirgüneş, 2003: 20). 1999 yılında OECD tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri raporunda da şirketlerin ilk önce ve herşeyden önce değere dayalı yönetimin bir sonucu olarak hissedar değerine yönelmelerini vurgulamıştır (Lazonick ve Q’Sullivan, 2000: 14). Değere dayalı yönetim anlayışında

esas olan şirketlerin veya kurumların tüm faaliyetlerini değer yaratma prensibine dayandırmalarıdır. Bu anlayışta üç temel ilke söz konusudur. Bunlar (Karlöf ve Lövingsson, 2005: 387);

1. Değerin Yaratılması: Maksimum değer yaratılması veya artırılmasına odaklanmak.
2. Değerin Yönetilmesi: Hisselerin değeri, kurumsal kültür, dışsal ilişkiler, örgüt yapısı ve özellikle yönetim tarzı
3. Değerin Ölçülmesi: Uygulamada kullanılacak etkin göstergelerin bulunması

Değere dayalı yönetim anlayışı, firmanın bir bütün olarak hissedar değerinin yaratılması ve artırılmasına odaklanmasını sağlamak amacıyla çeşitli analitik teknikleri kullanan bir yönetim felsefesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Değere dayalı yönetim; firma stratejisini, finansal performansın ölçülmesi ve raporlanmasını, ödüllendirme ve teşvik sistemlerini, iç kontrol yapısını kapsamakta ve firmada tüm çalışanların hissedar gibi düşünmesine ve davranmasına katkıda bulunmayı ve tüm bunların sonucunda hissedar değerini maksimize edecek kararların alınmasını ve uygulanmasını amaçlamaktadır (Akbaş, 2011: 116). Bir iktisatçının bakış açısıyla değer, ancak firmanın elde ettiği gelir, bu geliri elde etmek için katlandığı harcamaların üzerinde olduğu müddetçe yaratılacaktır. Harcamaların kaynağı ise dört grupta toplanmaktadır. Bunlar; çalışanlara verilen ücret ve sağlanan faydalar, hammadeler, fiziki varlıkların yıpranma payı, vergiler ve sermaye kullanmış olmanın yarattığı fırsat maliyetidir (Holst, Bluemke, ve Huff, 1997: 2).

Değere dayalı yönetim anlayışı ile bir bütün olarak firma düzeyinde performans ölçümü yanında firmanın departmanları bazında yatırılan sermaye ile elde edilen kazanç arasında bir karşılaştırma imkanı sağlanmaya da çalışılmıştır (Abdeen ve Haight, 2002: 27). Değere dayalı yönetim, bir şirket ya da örgütteki her bireyin almış oldukları kararların, kurumsal değere ne şekilde katkı sağlayacağını göz önünde bulundurarak, karar almalarını sağlayan bir bilincin oluşturulduğu yönetim anlayışıdır. Bu da şirketteki tüm ana işlemlerin ve süreçlerin değer yaratmaya odaklandığını göstermektedir. Örneğin, şirketin yeni bir ürün geliştirme sürecinde ya da tedarik zinciri yönetiminde hissedar değerinin yaratılması ana amaç

olarak görülmektedir. Bu nedenle başarılı bir değere dayalı yönetim süreci, stratejik planlama, sermaye tahsisi, faaliyet bütçeleri, performans ölçümü, yönetimin dengelenmesi, iç iletişim ve sermaye piyasaları ile dış iletişim gibi her bir faktörü göz önünde bulundurmalıdır (Young ve O'Byrne, 2000: 18).

Değere dayalı yönetim anlayışı, finansal tablolarda da birtakım değişiklikleri beraberinde getirmektedir. Bunun en belirgin örneği gelir tablosunda görülmektedir.

**Tablo 3.1.** Değere Dayalı Yönetim Anlayışına Göre Gelir Tablosu

Geleneksel Gelir Tablosu	Değer Dayalı Gelir Tablosu
Net Satış Geliri	Net Satış Geliri
- Satılan Malların Maliyeti	- Satılan Malların Maliyeti
=Brüt Kar	=Brüt Kar
- Amortisman, Yönetim vb. Giderler	- Amortisman, Yönetim vb. giderler
= Faiz Vergi Öncesi Kar	=Faiz Vergi Öncesi Kar
- Faiz	- Faiz - Vergi
=Vergi Öncesi Kar	= Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı
- Vergi	- Yatırılan Sermaye (Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti)
= Net Kar	= Ekonomik Katma Değer

**Kaynak:** Holst, R., Bluemke, A., ve Huff, T. E. ,1997: 12.

Değer kültürünün yerleşmesi ile birlikte geleneksel ölçülerin taşıdığı eksikliklerin daha net bir şekilde fark edilmesine yol açan birçok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmaların neticesinde fikir birliğine varılan bulgular şu şekildedir (Ertuğrul, 2009: 27):

- Hisse senedi fiyat performansı muhasebe kazançlarına değil, nakit akışlarına bağlıdır.
- Ekonomik bir ölçüt kullanıldığında kısa ve uzun dönemli stratejiler arasında denge kurmak kolaylaşmaktadır.

- Ekonomik bir ölçüt kullanıldığında işletmedeki değer kaynakları daha iyi anlaşılacaktır.
- Değerdeki değişim mevcut performanstan çok beklentilere bağlıdır.
- Piyasa, muhasebe kazançlarının yapay niteliğini görmekte ve ekonomik sonuçlara odaklanmaktadır.
- Piyasa, sadece kısa vadeli sonuçlarla ilgilenmemekte, uzun vadeli sonuçlara da büyük önem vermektedir.

### 3.1.1. Değere Dayalı Yönetimin Özellikleri

Hissedar refahını artırma kültürü, değere dayalı yönetim anlayışının bir sonucu olarak gelişmiştir. Hissedar refahının artırılmasına duyulan ihtiyaç ise birtakım makro değişkenlerdeki gelişimin bir sonucu olarak değerlendirilebilir. Bunlar aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Young ve O'Byrne, 2000: 6);

- Sermaye piyasalarındaki globalizasyon ve deregülasyon
- Sermaye ve döviz kontrollerinin sona ermesi
- Bilişim teknolojilerindeki ilerlemeler
- Hisse senedi piyasalarının daha likit olması
- Sermaye piyasası işleyişine yönelik denetimlerin artışı
- Tasarruf ve yatırımlara yönelik tutumlardaki nesilsel değişimler
- Kurumsal yatırımlardaki genişleme

Değere dayalı yönetim sistemi, firma performansını gösteren geleneksel muhasebe tabanlı ölçütler ile performansa ilişkin hissedar beklentilerini bir araya getiren performans göstergelerine dayanan bir sistemdir (Rapp, Schellong, vd. 2011: 172). Esasında değere dayalı yönetimin temelindeki düşünce basittir. Bir firmanın değeri, iskonto edilmiş gelecekteki nakit akışları ile belirlenmektedir. Değer, ancak firmaların sermaye maliyetini aşan getirilere sermaye yatırımı yapması ile mümkün olabilmektedir. (Kavurmacı, 2004: 15).

Değere dayalı yönetim anlayışı ile firma değerini arttıracak dört bileşen söz konusudur. Bunlar (Kavurmacı, 2004: 16);

- Performans karlılığının artırılması (Maliyetin azaltılması, fiyatın yükseltilmesi, hacmin artırılması)
- Sermaye verimliliğinin iyileştirilmesi
- Sermaye harcamalarının azaltılması (Sermaye piyasası odaklı ödeme politikası, mali yapının optimizasyonu vb.)
- Portföy optimizasyonu

### **3.1.2. Değere Dayalı Yönetimin Avantaj ve Dezavantajları**

Değere dayalı yönetim anlayışının birçok avantaj ve dezavantajı bulunmasına karşın, avantajlarının dezavantajlarından fazla olduğunu söylemek mümkündür. Bunlar (Ercan, Öztürk, ve Demirgüneş, 2003: 25);

#### **Avantajları;**

- Firmaların iç ve dış çevresinde kullanabileceği ortak kavramları oluşturması
- Performansın değerlendirilmesinde kullanılacak güçlü bir araç olması
- Değer yaratan ve değer yaratmayan faaliyetleri belirleyerek en uygun kaynak tahsisini sağlaması
- Önemli bir stratejik yönetim aracı olması
- Yönetimin değer yaratan unsurlar üzerinde yoğunlaşmasını sağlaması
- En uygun sermaye yapısını sağlayarak firma değerini olumlu etkilemesi

#### **Dezavantajları:**

- Değere dayalı yönetimin yapısının karışık olması
- Değere dayalı yönetim uygulamasının firma için bir maliyet oluşturması
- Değere dayalı yönetim hesaplamalarının detaylı ve karmaşık olması
- Değere dayalı yönetimin iyi uygulanmadığı durumlarda yalnızca teorik boyutta kalması

Bir firmanın değerinin tespit edilmesinde kullanılan değişkenler farklı şekillerde detaylandırılmaktadır. Copeland, Koller ve Murrin (1995), değer belirleyicilerini üç kategoride sınıflandırmaktadır. Birinci gruptaki jenerik değer belirleyiciler, faaliyet karları ve yatırılan sermayeyi kapsayan yatırılan sermayenin getirisi olarak belirtilmektedir. İkinci değer belirleyiciler, işletme birimi düzeyindeki değişkenlerdir. Müşteri karması, satış gücü üretkenliği, maliyet dağılımı gibi değişkenler bu grupta sayılmaktadır. Üçüncü ve son grup faaliyet düzeyindeki değişkenlerdir. Kullanılan kapasite oranı, borç veren başına maliyet, zamanlama gibi yöneticilerin kararları ile doğrudan kontrol edilebilen değişkenler bu gruba aittir (T.Copeland, T.Koller, vd. 1995: 107). Firma değerinin tespitinde kullanılan jenerik değişkenler finansal tablolardan elde edilen verileri içermektedir. Bu nedenle çalışmanın bundan sonraki kısmında hissedar değeri tespitinde kullanılacak olan ölçütler, jenerik değişkenler kapsamında değerlendirilecektir.

Firmaların değer yaratmak amacıyla yapmak zorunda oldukları şu şekilde sıralanabilir (Bursaitiene, 2009: 710):

- 1- Mevcut varlıklardan sağlanan nakit akışını artırmak: Bunu sağlamak için yapılabilecekler; zayıf yatırımların likiditesini artırmak, faaliyetlerin etkinliğini artırmak, vergi yükünü azaltmak, mevcut varlıklar üzerindeki net sermaye harcamalarını azaltmak ve nakdi olmayan çalışma sermayesini azaltmak şeklinde sıralanabilir.
- 2- Getirilerden beklenen büyüme oranının artırılması: Bu amaçla yapılabilecekler; yeniden yatırım oranını artırmak, sermaye karlılığını artırmak, fiyatlama kararlarını optimize etmek ve devralma stratejilerini gerçekleştirmek şeklinde sıralanabilir.
- 3- Hızlı büyüme periyodunun süresini uzatmak: Bu gereklilik ancak “marka ismi” avantajı, maliyet avantajı, patent, lisans vb. üzerindeki yasal koruma gibi rekabet avantajları aracılığıyla sağlanabilir.
- 4- İndirgenmiş nakit akımlarına uygulanan sermaye maliyetini azaltmak: Faaliyet kaldırıcını azaltmak, finansman karmasını değiştirmek, finanslama şeklini değiştirmek yoluyla faaliyet riskinin değiştirilmesi, bu amacın gerçekleştirilmesine olanak tanır.



### 3.2. Hissedar Değeri

Finansal yönetimin günümüzde geçerli temel politikaları olan finansman politikası, yatırım politikası ve temettü politikasının ortak tek bir amacı vardır. Bu amaç, firma değerinin hissedarlar açısından maksimum yapılmasıdır. Bir başka ifade ile hissedarların varlığını maksimize etmektedir. Bu nedenle son yıllarda yöneticilerin çok büyük bir kısmı şirketlerinin amacının hissedarlarına sağladıkları toplam getiriyi maksimum yapmak olduğunu beyan etmiştir. Bu noktada hissedar değeri kavramı gün geçtikçe önemi artan ve somut bulgulara dayandırılması gereken bir kavram haline gelmiştir. Bununla birlikte firmaların hissedar değeri yaklaşımını benimsemelerinde firmaların bağlı kuruluşlarından beklediği performans ile gerçekleşen performans arasında sapmaların olması, firmanın plan ve programlarının doğru ve bütçe dahilinde yürütülmesini sağlamak istemesi gibi birçok faktör de önemli rol oynamaktadır (Sakarya, 2008: 175).

Firmaların değer yaratma performansının ya da bir başka ifade ile hissedar değerinin ölçülmesinde kullanılan yöntemleri üç ana kategoride incelemek mümkündür. Birinci grupta belirlenen değer tamamen firmaların hazırlamış oldukları finansal tablolarına dayanmakta fakat bununla birlikte sermaye maliyetinin tahmin edilmesi ve faaliyetlerden nakit akışının doğru yansıtılması için geleneksel gelir tablosu ve bilançoda birtakım düzenlemelerin yapılmasını içermektedir. Bu grupta incelenen ölçütler değer yaratma ltleri olarak isimlendirilmektedir. İkinci grupta belirlenen değer, sermaye piyasası verilerine dayanmaktadır. Bu nedenle sadece halka açık şirketler için uygulanabilir niteliktedir. Bu değişkenler, hissedar refahı üzerindeki etkiye odaklanmaktadır ve dolaylı bir periyodik performans ölçütü olarak kabul edilmektedir. Refah yaratma ölçütü olarak isimlendirilmektedir. Hissedar refahındaki değişim söz konusu süreç boyunca hisse senedi fiyatlarındaki değişiklik, temettü ödemeleri, sermaye artırımlarına dayanarak tespit edilmektedir. Bunun en önemli sakıncası, söz konusu değişkenlerin firma kararları ile hiç ilgisi olmaksızın sadece makroekonomik durumdaki değişikliklerden kaynaklanmış olabileme ihtimalidir. Çünkü makroekonomik değişiklikler, tüm hisse senedi fiyatlarını etkileyecektir. nc grup ise hem finansal tabloları hem de sermaye piyasası

verilerini birlikte değerlendiren hibrit değer ölçütüdür. Bahsedilen sakıncalar, bu ölçüt için de geçerlidir (Holst, Bluemke, ve Huff, 1997: 7).

Hissedar değeri üç temel değişkene bağlı olarak belirlenmektedir. Bu değişkenler risk, kar ve yatırılan sermaye miktarıdır (Brigham ve Houston, 2004: 100). Bu anlamda hissedar değeri yaratılması için belirlenecek stratejileri Tablo 3.2.'de gösterildiği gibi özetlemek mümkündür.

**Tablo 3.2.** Hissedar Değeri Yaratılması için Belirlenecek Stratejiler

Amaç	Değer Yaratan Etkenler	Stratejik Gereklilikler
<b>Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akışlarında Artış</b>	Daha yüksek gelir ve büyüme	Pazara girişlerde patent bariyerinin kullanılması, niş pazarlama <sup>2</sup> ve yaratıcı ürünler vb.
	Daha düşük maliyet ve gelir vergisi	Ölçek ekonomisi, hammadde erişiminde öncülük, üretim dağıtım hizmet gibi süreçlerde daha yüksek etkinlik, daha etkin bir vergi planlama, işgücünden daha etkin faydalanma vb.
	Sermaye harcamalarında kısıtlama	Negatif değer yaratan varlıkların elden çıkarılması, etkin çalışma sermayesi yönetimi, sabit varlıklardan faydalanma oranının artırılması, yan ürünler, varlıkların elde edilmesi ve onarımında etkinlik vb.
	Firma riskinin azaltılması	İstikrarlı ve rakiplerle kıyaslandığında daha yüksek bir faaliyet performansının gösterilmesi, uzun vadeli iletişim, proje finansmanı vb.
<b>Kullanılan sermayenin azaltılması</b>	Sermaye yapısının optimize edilmesi	Tüm maliyetleri minimize edecek, vergi avantajı sağlayacak sermaye yapısının oluşturulması ve yönetilmesi vb.
	Borcun maliyetinin azaltılması	Karın oynaklığı gibi karşılaşılabilecek sürprizleri azaltmak, niş elemanlar oluşturmak vb.
	Özsermaye maliyetinin azaltılması	İstikrarlı değer yaratımı

**Kaynak:** Holst, R., Bluemke, A., ve Huff, T. E., 1997: 19

<sup>2</sup> Niş pazar, bir pazar içinde belli bir konuya odaklanmış pazardır. Pazarı daraltmaktır.

Hissedar değerinin temel ilkesi; bir firmanın hisse fiyatını “sermayenin maliyeti” olarak bilinen faiz oranına göre dztilmiş, gelecekte beklenen nakit akışlarının toplamının belirlediğidir. Bu ilkenin temel dayanağı, firma yönetiminin görevinin nakit akış toplamını maksimize etmek olduğudur (Doyle, 2000: 73).

“Hissedar değeri” ifadesi literatürde “yaratılmış hissedar değeri” kavramının tanımına karşılık gelmektedir. Yaratılmış hissedar değerinin nasıl elde edildiğini tespit etmek için öncelikle “zsermaye piyasa değeri”, “hissedar katma değeri”, “hissedar getirisi”, “zsermayenin beklenen getirisi (sermaye maliyeti)” kavramlarına değinmekte fayda vardır (Fernandez, 2002: 3).

### **3.2.1. Özsermayenin Piyasa Değeri**

Borsada işlem görmekte olan bir firmanın özsermayesinin piyasa değeri; o firmanın piyasa değeri olarak tanımlanmakta ve her bir hisse senedinin fiyatının toplam hisse senedi sayısı ile çarpılması yoluyla bulunmaktadır. Özsermayenin piyasa değeri ayrıca kapitalizasyon değeri olarak da ifade edilmektedir. Firmanın dönüştürülebilir tahvilleri için bir dönüştürme işlemi yapması ya da yeni hisse senetlerini hissedarlarına satması durumlarında, zsermayenin piyasa değerinde bir atış söz konusu olabileceği gibi, firmanın tüm hissedarlarına temettü dağıtması ve piyasadan hisse senetlerini geri satın alması durumlarında zsermayenin piyasa değerinde bir düşüş söz konusu olacaktır.

### **3.2.2. Hissedar Katma Değeri**

Hissedar katma değeri, hissedarın söz konusu yıl sahip olduğu varlıkları ile bir önceki yıl sahip olduğu varlıkları arasındaki fark olarak ifade edilmektedir. Özsermayenin piyasa değerindeki artış, hissedar katma değerine eşit değildir (Fernandez, 2002: 4). Hissedar katma değeri, aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

Hissedar Katma Değeri = Özsermayenin Piyasa Değerindeki Artış + Yıl Boyunca Yapılan Temettü Ödemeleri + Hissedarlara Yapılan Diğer Ödemeler (Hisse geri satınalımlı vb.) – Sermaye Artırımı için Yapılan Harcamalar, Opsiyon ve Warant Kullanımı – Dönüştürülebilir Tahvillerin Dönüştürülmesi

Hissedar katma değeri, değere dayalı yönetim performansının değerlendirilmesinde kullanılan bir kriter olarak kabul edilmektedir. Hissedar katma değerinin hesaplanmasında bir başka yöntem de, indirgenmiş nakit akımları modeline dayanmaktadır (Largani, Kaviani, ve Abdollahpour, 2012: 491). Buna göre;

$$SVA = NOPAT - (WACC \times CAPITAL)$$

SVA	:	Hissedar Katma Değeri (Shareholder Value Added)
NOPAT	:	Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı (Net Operating Profit After Tax)
WACC	:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital)
CAPITAL	:	Toplam Sermaye

### 3.2.3. Hissedar Getirisi

Hissedar getirisi; bir yıl sonundaki hissedar katma değerinin, söz konusu yılın başındaki özsermaye piyasa değerine bölünmesi ile elde edilmektedir.

Hissedar Getirisi =

$$\text{Hissedar Katma Değeri}_{t+1} / \text{Özsermaye Piyasa Değeri}_t$$

### 3.2.4. Özsermayenin Beklenen Getirisi

Özsermayenin beklenen getirisi, hissedarların elde etmeyi umdukları getiri olarak tanımlanmaktadır. Özsermayenin belenen getirisi, uzun dönem devlet tahvili faiz oranları ve şirket riskine bağlıdır.

$$\text{Özsermayenin Beklenen Getirisi (K}_e\text{)} = \text{Uzun Dönem Devlet Tahvili Getirisi} + \text{Risk Primi}$$

### 3.2.5. Yaratılmış Hissedar Değeri

Bir firma ancak hissedar getirisi sermaye maliyetinin üzerinde olduğu takdirde hissedarları için değer yaratmış kabul edilmektedir.

$$\text{Yaratılmış Hissedar Değeri} = \text{Özsermaye Piyasa Değeri} \times (\text{Hissedar Getirisi} - K_e)$$

### 3.3. Hissedar Değeri Ölçüm Yöntemleri

Son yıllarda piyasa mekanizmasının daha sofistike ve daha kompleks bir hal alması, kurumsal yatırımcıların ve sermaye piyasalarının ağırlık kazanması, bu doğrultuda işletmeler arasında sermaye için de rekabetin artmasına yol açmıştır. Bununla birlikte bilgi ekonomisi, maddi olmayan varlıklar gibi kavramların öne çıkması gibi gelişmeler, finansal performansın en doğru ölçüsünü bulma konusundaki çabalara yoğunluk kazandırmıştır. Tüm bu gelişmeler belirgin bir şekilde ortaya çıkmadan ve hissedar değeri kültürü yerleşmeden önce işletmeler, nihai amaç olarak kısa vadeli kar maksimizasyonunu benimsemekteydiler.

Dolayısıyla, bu dönemde performans ölçüsü olarak yoğunlukla kara ve kazançlara dayalı muhasebe tabanlı metrikler kullanılmıştır (Ertuğrul, 2009: 26).

Hissedar değeri yaratmak, başarılı bir finansal yönetimin en temel prensibi olan yatırımcı refahının piyasa değerinin maksimize edilmesi amacını beraberinde getirmektedir. Bunun bir sonucu olarak da en başarılı yatırım ya da bütçeleme kararları kendini firmanın özkaynaklarının piyasa değerindeki artış ile göstermektedir. Piyasa değeri ya da firma büyüklüğünün tespit edilmesi, aynı zamanda değerlendirme sürecini de içene almaktadır. Değerin ve değer yaratan etkenlerin belirlenmesi, sağlam bir yatırım kararında geçerli olan bir varlığa ederinden fazla ödeme yapmama prensibinin uygulanmasında hayati bir öneme sahiptir (Anca ve Petre, 2012: 144).

### **3.3.1. Geleneksel Performans Ölçüm Yöntemleri**

Geleneksel performans ölçüleri, merkezi karar alma anlayışının geçerli olduğu, karar alma sorumluluklarının açıkça tanımlanmadığı dönemlerde geliştirilmişlerdir. Bu ölçüler, işletmede öngörülen bütçelere ulaşıp ulaşılmadığı ve çalışanların istenilenleri yapıp yapmadıkları gibi günümüzün değere odaklı ekonomik yapısında geçerliliği zayıflamış unsurları ölçmek amacıyla kullanılmıştır. Ancak bununla birlikte, geleneksel performans ölçülerinin spesifik amaçla kullanıldığında doğru sonuçlara ulaştıracağını da belirtmek gerekmektedir (Ertuğrul, 2009: 22).

Kar hesaplamalarını eşdeğer, kabul edilebilir, alternatif muhasebe metotları ile gerçekleştirebilmek mümkündür. Finansal raporlamada kullanılmakta olan muhasebe yönteminde yapılan bir değişiklik, karın değişmesine neden olabilir ancak, firmanın nakit akışlarını değiştiremez ve bu nedenle de söz konusu firmanın ekonomik değerini etkilemez. Bu anlamda geleneksel performans ölçüm yöntemleri, değer yaratma süreci ile uyumlu olmaması ve değer kavramının dayandığı yatırım, nakit akımı, varlıkların ekonomik ömrü ve sermaye maliyeti kavramlarını kullanmaması nedeniyle eleştiriler almaktadır. Muhasebe verilerine dayanan

kayıtların, enflasyondan etkilenme olasılığı oldukça yüksektir. Uygulamada karın geleneksel muhasebe ölçütleri ile ifadesinde heterojen ölçütler kullanılmakta; değerler aynı parasal birimde ifade edilmemektedir. Örneğin; enflasyon, sermaye devir hızında bir artış yaratmak suretiyle (satışlar cari değeri ile ifade edilirken yatırılan sermayenin defter değerinde kalması dolayısıyla) yatırımların getirisini (ROI) artıracaktır. Bunun aksine indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılarak yapılan hesaplamalarda, enflasyondan etkilenme söz konusu olmayacaktır. Çünkü, değere dayanan performans ölçütleri nakit akımları ve indirgenme oranları bakımından homojen ölçütler olacaktır (Venanzi, 2012: 1).

Geleneksel performans ölçüm yöntemlerinin yetersiz olarak görülmesinin bir diğer sebebi, hissedar değeri maksimizasyonu amacı ile uyumlu olmamalarıdır. Çünkü muhasebe tabanlı kar ölçümleri, yatırılan sermaye maliyetini hem risk primi hem de risksiz faiz oranı açısından göz ardı etmektedir (Venanzi, 2012: 3). Odak noktasının kazanç miktarı olması, kazancın kalitesinin göz ardı edilmesine sebep olmaktadır. Şöyle ki, kazançları nakit akışı sağlayıp sağlamadığına bakılmaksızın kabul edilmesi ya da nakit çıkışı gerektiren harcamaların gelecekte ekonomik fayda sağlayabileceğinin göz ardı edilmesi, bu durumun kaçınılmaz sonucu olacaktır (Ertuğrul, 2009: 28) Ayrıca, geleneksel performans ölçütleri daha çok cari dönem ile ilgilenmektedir. Örneğin firma başarısının göstergesi olarak yatırımların getirisini (ROI) kullanan bir yönetici, mevcut ROI oranını koruyacak ya da o oranı artıracak projelere yönelecektir. Söz konusu projenin, uzun vadedeki değer potansiyelini düşünmeyecektir.

Geleneksel performans ölçümünde kullanılan birçok ölçüt söz konusudur. Aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, faiz vergi öncesi kar marjı, hisse başına kar, firmaya olan serbest nakit akışları bunlardan bazılarıdır. Bu çalışmada literatürde özellikle hissedar değeri ile ilişkilendirilen geleneksel performans ölçütlerine yer verilmiştir.

### 3.3.1.1. Aktif Karlılığı (ROA)

Aktif karlılığı, firmaların sahip oldukları aktiflerinin her bir lirası karşılığında elde ettikleri net karı gösteren bir ölçüttür. Bu oran, aktiflere yapılmış olan yatırımın karlılığını ölçmektedir. Bir başka ifade ile kar elde etmek için şirketin sahip olduğu varlıklarını etkin olarak kullanıp kullanmadığını gösteren bir ölçüttür.

Aktif karlılığı, varlıkların üretkenliğini ve piyasa koşullarında firmaların gerçekleştirebileceği faaliyet kar marjını ölçen bir ölçüttür (Phani ve Bhattacharyya, 2000: 29).

$$\text{Aktif Karlılığı (ROA)} = (\text{Net Kar} / \text{Toplam Aktif})$$

Net kar; faiz tutarı düşüldükten sonra kalan tutarı ifade etmektedir. Bu anlamda firmaların kullandıkları finansman kaynakları net karı doğrudan etkilemektedir. Borçlanma yoluyla finansman sağlamaya çalışan bir firma için faiz miktarındaki artış dolayısıyla, net kar düşük olacak ve böylece aktif karlılığı oranı da düşecektir. Net kar, firmaların faaliyetlerinde gösterdikleri etkinliğe, finansal kaldıraçlarına ve piyasa koşullarında azami kar elde etmek amacıyla uygulanacak stratejileri tespit edebilme yeteneğine de bağlıdır.

Aktif karlılığına benzer şekilde net aktif karlılığı da firmaların performans ölçümünde kullanılabilir. Net aktifler, toplam aktiflerden kısa vadeli yabancı kaynakların çıkarılması ile hesaplanabilmektedir ve bu şekliyle firmanın kullandığı uzun dönemli kaynakların tutarını temsil etmektedir. Bu oran, hesaplanmış yöntemi bakımından yatırımın getirisi ile benzerdir. Birçok durumda net aktif karlılığı, yatırılan sermayenin getirisi (return on capital employed/ return on invested capital- ROCE/ ROIC), sermayenin getirisi (return on capital ROC) veya yatırımın getirisi (return on investment ROI) olarak da adlandırılmaktadır. Ayrıca bu oranın hesaplanışında vergi sonrası faaliyet karı (net operating profit after tax- NOPAT)'nın da kullanılabileceği ifade edilmektedir. Net aktifler de duran varlıklara işletme sermayesi ihtiyacı ve nakdin ilave edilmesi ile hesaplanabilmektedir (Koyuncu, 2010: 36).



### 3.3.1.2. Özsermaye Karlılığı (ROE)

Özsermaye karlılığı birçok yatırımcı ve yöneticinin finansal performans değerlendirmesinde kullandığı ölçütlerin biridir. Hesaplaması;

$$\text{Özermaye Karlılığı (ROE)} = (\text{Net Kar} / \text{Özsermaye})$$

şeklinde ifade edilmektedir.

Özsermaye karlılığının yatırımcı analizlerinde sık kullanılma gerekçesi, söz konusu oranın hissedarların firmaya yatırmış oldukları sermayenin etkililiğini ölçüyor olmasıdır. Özsermaye karlılık oranı; özkaynak olarak yatırılan her bir lira karşılığı elde edilen getiriyi ya da bir başka ifade ile hissedarlara yatırımlarından sağladıkları getiri oranını göstermektedir (Higgins, 2003: 32). Bu anlamda özsermaye karlılığını sermayedarların perspektifinden bir performans ölçütü olarak tanımlamak da mümkündür (Phani ve Bhattacharyya, 2000: 28). Günümüzde de performans ölçümünde halen yaygın bir şekilde kullanılmaktadır.

Özsermaye karlılığı esasında üç temel oranın bileşiminden oluşmaktadır. Bunlar;

- ❖ **Kar Marjı:** “Net Kar / Satışlar” oranı ile elde edilen kar marjı her bir liralık satıştan elde edilen karı göstermektedir. Firmanın maliyetleri kontrol edebilme ve satışlardan bir getiri elde edebilme kabiliyetini yansıtmaktadır.
- ❖ **Aktif Devir Hızı:** “Satışlar / Aktif Toplamı” oranı ile elde edilen aktif devir hızı, firmanın aktiflerine karşılık gerçekleştirdiği satış oranını göstermektedir.
- ❖ **Finansal Kaldıraç:** “Toplam Aktif / Özsermaye” oranı ile elde edilen finansal kaldıraç, firmanın varlıklarını finanse edebilmek amacıyla ne kadar özsermaye ve borç toplamı kullandığını gösteren bir ölçüttür. Borç kullanımındaki artış ile birlikte finansal kaldıraç da artış gösterir.

$$\text{Özermaye Karlılığı (ROE)} = \text{Kar Marjı} \times \text{Aktif Devir Hızı} \times \text{Finansal Kaldıraç}$$

Firma yönetiminin başarı derecesi, karlılık durumunun analizinde önemli bir göstergedir ve firmaların kullanımına bırakılmış fonların getirisinin ölçülmesinde önem arz etmektedir. Mali rantabilite oranı olarak da anılan özsermaye karlılık oranının saptanması için özkaynakların alternatif kullanım olanaklarının da bilinmesi gerekmektedir. Çünkü özsermaye karlılığının değerlendirilmesinde alternatif yatırım araçlarının getirisi ile bir karşılaştırma yapılmaktadır (Koyuncu, 2010: 38).

### 3.3.1.3. Hisse Başına Kazanç (EPS)

Hisse başına kazanç, firmanın net karının firmanın toplam hisse senedi sayısına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

$$\text{Hisse başına kazanç (EPS)} = \text{Net Kar} / \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

Söz konusu oran, dönem net karının tamamının hissedarlara dağıtılması halinde, her bir ortağın payına düşecek olan kar payını ifade etmektedir. Bu anlamda özellikle gelişmiş ülkelerde yatırımcıların önemseydiği bir orandır. Yatırımcılar yüksek kar payı dağıtan yani başka bir ifade ile hisse başına kazanç oranı yüksek olan firmalara yatırım yapmayı tercih etmektedirler (Berk, 1998: 48). Ancak bununla birlikte aynı büyüklükte aynı karı elde etmiş iki firmanın hisse senedi sayılarının farklı olduğu varsayıldığında hisse senedi sayısı az olan firmanın hisse başına kazanç tutarı daha yüksek olacaktır. Her iki firmanın bu oranlarına bakarak birinin diğerinden daha iyi olduğu sonucuna varmak yanıltıcı olacağından, bu oranların yorumlanmasına çok dikkat etmek gerekmektedir (Koyuncu, 2010: 40). Bu nedenle aynı şirketin farklı dönemleri ile farklı şirketlerin aynı dönem performanslarının analiz edilmesi amacıyla kullanılması daha doğru sonuçlara ulaştıracaktır.

Eğer esas sermaye adi hisse senetlerinden oluşuyorsa, şirket kendi bünyesinde hisse tutmuyorsa ve dolaşımdaki hisse senedi miktarı rapor döneminde sabit kalmış ise diğer şartlar sabit kalmak şartıyla (ceteris paribus) bu oran, firmalar arasında karşılaştırılabilir bir ölçüt olarak kullanılabilir. Hisse başına kazanç oranı, bu

temel tanıma göre dolaşımda bulunan adi hisse senetlerinin sayısı ile ilişkili olarak yıllık performansı göstermektedir ve her bir adi hisse senedi ile elde edilen geliri yansıtmaktadır. Burada net kar; kurumlar vergisi, yasal yükümlülükler ile yasal yedek akçe, kurucu ve imtiyazlı hisse sahipleri, yönetim kurulu ve çalışanlara ödenmesi gereken tutarlar ayrıldıktan sonra kalan tutardır. Adi hisse senedi sayısı ise dönem içinde dolaşımda bulunan hisse senetlerinin ağırlıklı ortalama sayısını ifade etmektedir (Erkuş, 2006: 50). Ancak formülde oranın paydasında esas sermayeye karşılık gelen hisse sayısı yazılmaktadır. Eğer işletmenin esas sermayesine ilave edilmemiş ve karşılığında hisse senedi ihraç edilmemiş yedekleri varsa, hisse başına kazanç tutarı farklılaşacaktır (Erkuş, 2006: 52).

Hisse başına kazanç oranının, oran oluşturmadaki uygunluk prensibine uygun olmayan yönleri söz konusudur. Hisse başına kazanç oranı, payında yer alan kar (kazanç) ile paydasında yer alan özsermayenin oranlanması yoluyla elde edilmektedir. Ancak bununla birlikte, yıllık kar sadece esas sermayenin değil, toplam özsermayenin çalıştırılması ile elde edilmektedir.

Bu oranın asıl kullanım alanının rantabilite analizi değil, hisse senetlerinin mukayeseli olarak karşılaştırılması olduğu yönünde görüşler vardır. Mukayeseli hisse senedi analizinde özellikle fiyat kazanç oranı ile birlikte hisse senetlerinin performanslarının karşılaştırılmasında kullanılabilir.

#### **3.3.1.4. Fiyat / Kazanç Oranı**

Fiyat/kazanç oranı, firmaların her bir TL vergi sonrası hisse başına karına karşılık yatırımcıların kaç TL ödemeyi kabul ettiklerini gösteren bir orandır.

$$\text{Fiyat/Kazanç Oranı} = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kazanç}$$

Fiyat/kazanç oranı, firmanın büyüme fırsatlarının net şimdiki değeri ile ilişkilidir. Elektronik ve diğer yüksek teknoloji firmalarının hisse senetleri genellikle çok yüksek fiyat/kazanç oranları ile satılmaktadır. Çünkü bu firmaların çok yüksek

büyüme oranlarına sahip oldukları düşünülmektedir (Ross, Westerfield ve Jaffe, 2005: 125).

Fiyat/kazanç oranını açıklayan iki faktör söz konusudur. Bunlardan birincisi iskonto oranıdır. Fiyat/kazanç oranı firmanın iskonto oranı ile negatif ilişkilidir. İskonto oranı, hisse senetlerinin riski ile pozitif ilişkilidir. Bunun sonucunda fiyat/kazanç oranının hisse senetlerinin riski ile negatif ilişkili olduğunu söylemek mümkündür. İkinci faktör ise firmanın kullandığı muhasebe yöntemidir. Mevcut muhasebe ilkeleri çerçevesinde firmalar FIFO, LIFO vb. yöntemlerden istediklerini uygulamakta serbesttirler. Uyguladıkları yöntem özellikle enflasyonist dönemlerde kazanç miktarına etki edecektir (Ross, Westerfield ve Jaffe, 2005: 126).

Fiyat/kazanç oranı, piyasada hisse senetlerine atfedilen değerleri ve gelecekle ilgili beklentileri göstermesi açısından önemlidir. Fiyat kazanç oranı, borsa değeri ile hisse başına kazanç arasında ilişki kurar ve borsadaki bir hisse senedinin, temel alınan kar miktarından hangisiyle değerlendirileceğini ortaya koyar. Buna dayanarak basit bir şekilde formüle edilirse; düşük fiyat kazanç oranı nispeten ucuz, yüksek bir fiyat kazanç oranı ise nispeten pahalı sermaye yatırımına işaret etmektedir (Erkuş, 2006: 53).

### **3.3.2. Değere Dayalı Performans Ölçüm Yöntemleri**

Firmaların finansal performansının ölçümünde kullandıkları herhangi bir finansal ölçütün, hissedar değeri ile de yüksek bir korelasyon sağlamış olması gerekmektedir. Bununla birlikte bugüne kadar yapılan birçok ampirik çalışma, hissedar değerindeki değişimi tek başına açıklayabilecek bir muhasebe ölçütünün olmadığını ortaya koymuştur. Vergi sonrası net faaliyet karı, hisse başına kazanç, aktif karlılığı, özsermaye karlılığı gibi geleneksel performans ölçütleri, sermaye maliyetlerini tam anlamıyla yansıtamadıkları ve bu nedenle de muhasebe karının firma değerinin tespitinde uygun bir ölçüt olmadığı, kurumsal performansın ölçümünde kullanılamayacağı yönünde hakim bir görüş söz konusu olmuştur. Bunun

sonucu olarak da son yirmi yılda değere dayalı yönetim anlayışı popülerlik kazanmıştır (Sharma ve Kumar, 2010: 200).

Geleneksel finansal performans ölçüm kriterlerinin firmaların kullandığı tüm kaynakların maliyetlerini dikkate almamaları en büyük eksiklikleri olarak gösterilebilir. Çünkü firmalar için yabancı kaynaklar kadar özkaynakların da bir maliyeti söz konusudur. Değere dayalı performans ölçütleri ile bu eksikliklerin giderilmesi umulmaktadır. Bunun yanısıra; kazancın nakit akımına eşit olmaması, riskin yansıtılmaması, paranın zaman değerinin göz önünde bulundurulmaması gibi eksikliklerin değere dayalı ölçüm yöntemleri ile ortadan kaldırılacağı beklenmektedir.

### **3.3.2.1. Ekonomik Katma Değer (EVA)**

Ekonomik katma değer (EVA), değere dayalı yönetim anlayışından yola çıkarak firmaya uzun dönemde katma değer yaratacak tüm politikaları bünyesinde bulunduran bir disiplin olarak Stern Stewart Danışmanlık firması tarafından ortaya atılmış bir kavramdır (Bayrakdaroğlu ve Şamiloğlu, 2011: 23). Esasında EVA kavramı, yeni bir buluş olmayıp muhasebedeki “artık gelir” kavramına denk gelir ve sermaye üzerinde birtakım uyarlamalar yapılmasıyla geliştirilmiştir. 1970’li yıllara kadar ve daha öncesinde artık gelir başarı ölçütü olarak çok fazla taraftar bulamamıştır. Ancak EVA’nın artık gelir kavramından çok fazla bir farkı olmamasına rağmen, benimsenmesinin en önemli nedenlerinden biri, piyasa katma değeri (MVA) ile birlikte ortaya atılmasıdır (İşeri, 2003: 77). Firmaların EVA performans değerlerinin daha yüksek çıkması, o firmaların daha fazla değer yarattığı anlamına gelmektedir. Bu noktada EVA performans değerlerinin yükseltilebilmesi için, sermaye miktarını artırmadan, mevcut olan sermaye üzerinden daha fazla faaliyet karı elde edilmesi, sermayenin sermaye maliyetinden düşük kazanç elde edilen alanlardaki kullanımının sınırlandırılması veya zorunluluk arz etmiyorsa hiç kullanılmaması gerekmektedir (Bayrakdaroğlu ve Ünlü, 2009: 292). Stern Stewart danışmanlık şirketi, şirket performanslarını hisse senedi fiyatları ve EVA’daki artışı

gösteren grafiklerle açıklamışlardır. Bunu EVA ölçütünün benimsenmesinin hissedar değeri artışını sağlayacağı vurgusunu iletmek amacıyla yapmışlardır (Biddle, M., ve Wallace, 1999: 12). Başarılı bir firmanın en azından kullandığı sermaye maliyeti kadar kar sağlaması gerektiği prensibine dayanan EVA finansal performans ölçütünün, literatürde farklı değişkenler kullanılarak hesaplandığı yöntemler mevcuttur. En yaygın olarak kullanılan formüller aşağıdaki gibidir:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT}_t - (k_{\text{WACC}} * \text{Yatırılan Sermaye}_{t-1}) \text{ (I)}$$

NOPAT : Faiz ve Vergi Öncesi Kar \* (1 – Vergi Oranı)

Yatırılan Sermaye : (Dönen Varlıklar- Kısa Vadeli Borçlar) +  
Duran Varlıklar

$k_{\text{WACC}}$  : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

$$\text{EVA} = (\text{ROI} - \text{Sermaye Maliyeti}) * \text{Yatırılan Sermaye} \text{ (II)}$$

ROI Getiri oranı : NOPAT/Sermaye

Yatırılan Sermaye : Dönem başında (Toplam Varlıklar – Faiz  
Yüklenilmeyen Borçlar)

Sermaye Maliyeti : Özsermaye Maliyeti x Özsermaye oranı +  
Borcun Maliyeti x (1- Vergi Oranı) x Sermaye  
içindeki Borcun Oranı

Vergi sonrası net faaliyet karı (NOPAT), EVA'ya özgü düzeltmeler sonrasında düzeltilmiş vergi sonrası net faaliyet karı (NOPLAT) na dönüştürülmektedir. EVA'ya özgü muhasebe düzeltmelerinin yapılmaması durumunda EVA ve artık gelir aynı sonuca işaret etmektedir (Alp, Demirgüneş, Ban, ve Öztürk, 2009: 60). Hesaplamalar sonrası EVA'nın pozitif olması hissedar değeri yaratıldığının, negatif olması ise hissedar değerine zarar verilmiş olduğunun göstergesi olarak kabul edilmektedir (Shil, 2009: 169). Bir başka ifade ile pozitif

EVA, şirketin sermaye maliyetini karşılayan düzeyde bir değer yaratmış demektir. Negatif EVA ise, şirketin yanlış faaliyet alanlarına yatırım yaparak sermayesini tükettiğinin bir göstergesidir.

EVA, faiz yüklenen borçlar, özsermaye ve net faaliyet karı gibi muhasebe verilerine dayanmaktadır. Geleneksel muhasebe ölçütlerinden farklılaştığı nokta, sermaye maliyetini de göz önünde bulundurmasıdır. EVA hesaplamalarında nakit akımlarının kullanılmayışı bir eksiklik olarak algılanmamaktadır. Değerin ölçülmesinde nakit akımlarının önemli bir ölçüt olarak kabul edilmesine rağmen, performansın ölçümünde nakit akımları yararsız olarak kabul edilmektedir. Kimi durumlarda, firma yönetiminin ileriye yönelik, sermaye maliyetinin üzerinde getiri sağlayan projelere yatırım yapması koşuluyla, yatırım miktarı arttıkça ve böylece faaliyetlerden negatif nakit akışı elde edildikçe, firma değeri o kadar artacaktır. Ancak bu durum sadece nakit akımlarının kayda değer derecede belirgin olduğu belirli bir zaman dilimi için değil, firmanın tüm yaşam süresi gözönünde bulundurulduğu zaman geçerli olacaktır (Steward, 1990: 3)

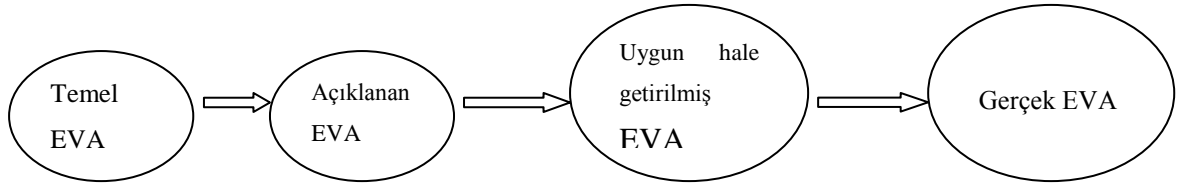
EVA'nın hesaplanmasını altı temel basamak altında sınıflandırmak ve açıklamak mümkündür (Shil, 2009: 172);

### **1. Basamak: Finansal Tablo Verilerinin Toplanması ve Değerlendirilmesi:**

EVA, geleneksel muhasebe sistemi tarafından oluşturulmuş muhasebe verilerine dayanarak hesaplanmaktadır. Bu anlamda gelir tablosu ve bilanço verilerinin elde edilmesi gerekir.

### **2. Basamak: Herhangi Bir Sapma Olmaması İçin Gerekli Düzenlemelerin Tespit Edilmesi**

Firmaların faaliyet karları ya da sermayelerinin ölçülmesinde genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri ve firmaların içsel muhasebe uygulamalarına yönelik birçok potansiyel düzeltme söz konusu olabilmektedir. Bu anlamda geliştirilmiş olan bir EVA spektrumu şu şekildedir.



**Temel EVA**, düzenleme yapılmamış, genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri doğrultusunda hazırlanan bilanço ve faaliyet karına göre elde edilen EVA'yı ifade etmektedir. **Açıklanan EVA**, Stern Stewart tarafından geliştirilmiş, halka açık muhasebe verilerine bir dizi standart düzenlemeleri yapıldıktan sonra hesaplanan EVA'yı ifade etmektedir. **Gerçek EVA**, muhasebe verilerine tüm alakalı düzenlemeler yapıldıktan sonra elde edilen EVA'dır. **Uygun hale getirilmiş EVA** ise esas kullanılacak olan ölçüttür. Tüm firmaların sahip oldukları organizasyon yapısı, işletme karması, stratejileri ve muhasebe politikalarına uyumlu kendi "uygun hale getirilmiş EVA"larını tanımlamaları gerekmektedir. Bu amaçla net dönem karını düzeltmek için nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman ve karşılık giderlerin net kara eklenmesi, nakit girişi sağlamayan kira gelirleri ve benzerlerinin kardan indirilmesi gerekmektedir. Vergi ile ilgili düzeltme ise sermaye maliyeti hesaplamasında finansman giderleri borç maliyetine eklendiği için dönem net karına finansman giderlerinin eklenmesi ile gerçekleştirilir.

### 3. Basamak: Firmanın Sermaye Yapısının Tanımlanması

Firmanın sermaye yapısı, firma sahipleri ya da dış kaynaklardan firmaya yapılan parasal yatırımları kapsamaktadır. Firmaların bilançolarında yer alan borç kaynakları, imtiyazlı ya da imtiyazsız hisse senetlerinden oluşmaktadır. Firmanın toplam sermayesini ya doğrudan özkaynak toplamına kısa ve uzun vadeli faiz yüklü borçları eklemek suretiyle ya da toplam varlıklardan (ya da pasif toplamından) faiz yükü olmayan borçların çıkarılması yoluyla elde etmek mümkündür.

### 4. Basamak: Firmanın Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Belirlenmesi (AOSM)

Firmanın sermaye maliyeti esasında sahip olduğu kaynaklara değil, kullandığı fonlara bağlıdır. Fonların yanında finansal yapı, işletme riski, cari faiz düzeyi, yatırımcı beklentileri, makroekonomik değişkenler, gelirlerin oynaklığı ve bunun gibi daha birçok faktör de sermaye maliyetine etki etmektedir. Sermaye maliyeti,



firma hisse senetlerine yatırım yapmış yatımcılar ya da kredi verenlerin bakış açısıyla firmanın yeni yatırımından beklediği kabul edilebilir minimum getiri oranı olarak tanımlanabilir. Sermaye maliyetinin hesaplanmasında en yaygın olarak kullanılan yöntem ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir.

#### **5. Basamak: Firmanın Vergi Sonrası Net Faaliyet Karının Hesaplanması (VSNFK)**

Vergi sonrası net faaliyet karı, firmaların sermaye yapısı dikkate alınmaksızın tekrar eden firma faaliyetlerinden nakit elde edebilme kabiliyetinin bir ölçüsüdür. Vergi sonrası net faaliyet karı, en basit şekliyle firmanın net faaliyet karından vergi oranının düşülmesi ile elde edilir. Ancak burada önemli olan nokta, söz konusu olan muhasebe karını ekonomik kara çevirebilmek için gerekli düzeltmelerin yapılmasıdır. Bu amaçla daha önce de belirtildiği gibi net dönem karını düzeltmek için nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman ve karşılık giderlerinin net kara eklenmesi, nakit girişi sağlamayan kira gelirleri ve benzerlerinin kardan indirilmesi ve sermaye maliyeti hesaplamasında finansman giderleri borç maliyetine eklendiği için dönem net karına finansman giderlerinin eklenmesi gerekmektedir.

#### **6. Basamak: Ekonomik Katma Değerin Hesaplanması**

Ekonomik katma değer, vergi sonrası net faaliyet karından sermaye maliyetinin çıkarılması suretiyle elde edilir.

$$EVA = NOPAT_t - (k_{WACC} * Yatırılan Sermaye_{t-1})$$

EVA'nın temel mantığını daha anlaşılır kılmak için basit bir örnek verilebilir. Bankada 1.000.000 TL'si bulunan bir girişimci bu parayla yatırım yapmaya karar vermiştir. Bu amaçla girişimci 800.000 TL'yi bir bina ve çeşitli makine ve tesislere yatırmıştır. Paranın geri kalan kısmını işletmenin çeşitli ihtiyaçlarının karşılanması bakımından nakit olarak tutmuştur. Girişimci aynı zamanda bir müdür, bir muhasebeci ve birkaç işçi istihdam etmiştir. Yılsonunda girişimci, müdür ve muhasebeciye işletmenin durumunu sormuş ve onlardan işletmenin 500.000 TL'lik satış geliri elde ettiğini öğrenmiştir. İlk etapta girişimci memnun olmasına rağmen satış gelirinin tümünün kendisine kalmayacağını bilmektedir. Satış gelirlerinden

personel ücretleri ve malzeme giderleri düşüldükten sonra elde edilen vergi öncesi faaliyet kârı ise 200.000 TL olarak belirlenmiştir. Bütün bu sonuçlar olumlu görünmesine rağmen % 40 vergi ödemesinden sonra şirkete 120.000 TL vergi sonrası kâr kaldığı görülmektedir. Onlara göre; şirket, satışlardan 500.000 TL elde etmiş ve bu paradan vergi dahil 380.000 TL harcanmıştır. Durum şirket için oldukça sevindiricidir. Ancak girişimcinin işletmeye yatırdığı 1.000.000 TL hesaba katılmamıştır. Eğer girişimci parasını bankada tutmuş olsaydı, vergi sonrası net olarak % 4 yani 40.000 TL kazanabilecekti. Bununla birlikte bankada bulunan para nispeten daha az bir riske sahiptir. İşletme ise daha büyük bir riske sahip olduğundan bu riski karşılayacak kadar bir getiri üretmek durumundadır. Girişimci, bunun için katlandığı risk primini % 6 olarak hesaplamıştır. Bu nedenle girişimci % 4 + % 6 = % 10 yani en az 100.000 TL kazanmak istemektedir. Buna göre şirket 120.000 TL kazandığı için gerçek anlamda 20.000 TL kâr sağlamıştır. Ve girişimci bu nedenle memnun olmuştur. İşte girişimci tarafından yatırılan sermaye üzerinden beklenen getiriyi (1.000.000 TL üzerinden 100.000 TL) aşan bu kâr rakamı EVA olarak adlandırılmaktadır (Karahan, 2011: 19).

### **3.3.2.2. Piyasa Katma Değeri (MVA)**

Bennett Steward ve şirketi Stern&Stewart, piyasa katma değeri ölçütünü ortaya atan ilk kişilerdir. Steward'a göre hissedar değerinin maksimize edilmesi, firmanın toplam değeri (piyasa değeri) ile toplam sermayesi arasındaki farkın maksimize edilmesi ile mümkün olabilecektir. Bu aradaki fark da piyasa katma değeri olarak adlandırılmaktadır (Weissenrieder, 1997: 33).

$$\text{MVA} = \text{Toplam Değer} - \text{Toplam Sermaye}$$

Bir başka ifade ile MVA, işletmenin hisse senedi fiyatı ile temsil edilen piyasa değeri ile sermayenin ya da ekonomik defter değerinin farkıdır (Ertuğrul, 2009: 31). İşletmenin toplam piyasa değeri yatırılan sermayeden daha büyük ise

firmanın hissedar değeri artmış demektir, tersi bir durum söz konusu ise, yani firmanın piyasa değeri yatırılan sermayeden daha az ise firmanın hissedar değeri azalmıştır (Stork ve Thomas, 1998: 448).

**MVA= (Borçların Piyasa Değeri + Özsermayenin Piyasa Değeri) – Toplam Düzeltilmiş Sermaye (Ekonomik Defter Değeri)<sup>3</sup>**

Toplam değer; firmanın borç ve özkaynaklarının piyasa değerini, toplam sermaye ise bilançoda yer alan düzeltilmiş toplam varlıkları ifade etmektedir.

Finansal açıdan bakıldığında belirli bir döneme ait EVA'nın tek başına ele alındığında firmanın hissedarlarının ve yöneticilerinin gelecek yıllarda pozitif ekonomik katma değer yaratmasına yönelik beklentilerini yansıtmadığı görülmektedir. Değer maksimizasyonu boyutunda, firmanın piyasa değerinin esas belirleyicisi gelecekte yaratılması beklenen EVA'ların net bugünkü değeridir. Bu durumu yansıtan ölçüt piyasa katma değeri (MVA) olarak adlandırılmıştır.

**NBD = Gelecekte Yaratılması Beklenen EVA'ların Bugünkü Değeri = MVA**

$$NBD = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1 + k_{WACC})^T} = MVA$$

Gelecekte yaratılması beklenen EVA'ların bugünkü değeri firmanın net bugünkü değerine ve aynı zamanda etkin piyasada piyasa katma değerine eşit olacaktır (Alp, Demirgüneş, Ban ve Öztürk, 2009: 61). Çünkü temel finans teorilerinde piyasa değeri, firmanın gelecekte elde etmeyi umduğu getirileri yansıtmaktadır.

---

<sup>3</sup> Toplam düzeltilmiş sermaye, faaliyet (net varlıklar) ya da finans (borç+özsermaye) şeklinde iki farklı yaklaşımla hesaplanabilmektedir. İki yaklaşım aynı sonuca farklı yollarla ulaşmaktadır. Toplam düzeltilmiş sermayenin her iki yaklaşımla hesaplanmasına ilişkin örnek için bkz: (Evans, 1999, s. 20)

MVA performans ölçütü, genel olarak firmanın piyasa değeri ile firmaya yatırılan sermaye arasındaki fark olarak bilinmektedir. Ancak sadece halka açık ve hisse senetlerinin piyasa fiyatı belli olan firmalar için hesaplanabilme imkânı söz konusudur (Bayrakdaroğlu ve Ünlü, 2009: 294).

MVA, piyasa değeri/defter değeri oranı ile özdeştir. MVA'nın farkı, piyasa değeri/defter değeri nisbi bir ölçüt olarak ele alınırken, mutlak bir ölçü olarak kabul edilmesidir. Eğer MVA pozitif ise piyasa değeri/defter değeri 1'den büyük, eğer negatif ise 1'den küçük olacaktır. MVA ile ilgili önemli bir nokta da EVA gibi bir performans ölçüm aracı olmaktan çok söz konusu süreç boyunca firmanın değer düzeyini ölçen bir değer ölçüm aracı (wealth metric) oluşudur (Shil, 2009: 171). Uzun vadede şirketlerin kaynaklarını kullanmak suretiyle değer yaratmak hususunda ne kadar başarılı olduklarını göstermektedir. Ancak MVA'nın tespit edilmesi, hisse senedi fiyatlarındaki oynaklık, alınan kararların MVA üzerindeki etkisinin ayrıştırılmasının başarılabilmesi ve bir firma içinde çeşitli düzeylerde MVA'nın ölçülmesindeki güçlükler sebebiyle oldukça zordur (Froud, Haslam, Jonal ve Williams, 2000: 83).

### **3.3.2.3. Nakit Katma Değeri (CVA)**

Nakit katma değeri, İsveç danışmanlık firması Fredrik Weissenrieder Consulting tarafından geliştirilmiş, değere dayalı bir performans ölçüm yöntemidir. Bu ölçütün geliştirilmesindeki gerekçe, firmaların proje değerlemesinde genellikle indirgenmiş nakit akımlarını kullanmalarına karşın, proje hayata geçirildiğinde projenin performansını izlemek için geleneksel muhasebe ölçütlerinin kullanılmasıdır (Ertuğrul, 2009: 40).

Nakit katma değeri, net şimdiki değer hesaplamalarını dönemselleştiren ve yatırımları stratejik ve stratejik olmayan şeklinde iki kategoride sınıflandıran bir net şimdiki değer modelidir. Stratejik yatırımlar; genişleme gibi hissedarlar için yeni değer yaratma amacıyla olan yatırımlardır. Stratejik olmayan yatırımlar ise stratejik yatırımların yaratmış olduğu değeri devam ettirmek için yapılan yatırımlardır. Yeni

bir ürün geliştirme ya da yeni bir pazara yatırım yapma vb. gibi maddi ya da maddi olmayan stratejik yatırımları, birçok stratejik olmayan yatırım takip etmektedir. Stratejik yatırımlar, nakit katma değeri yaklaşımında sermaye tabanını belirlemektedir. Bu nedenle söz konusu yatırımlar ile geliştirilen girişimlerin değerini devam ettirmeye yönelik diğer yatırımlar (örneğin şirkete masa, sandalye alımı) “maliyet” olarak değerlendirilmelidir (Weissenrieder, 1997: 5).

Nakit katma değeri yaklaşımına göre eğer faaliyetlerden nakit akışı, faaliyetlerden nakit akış ihtiyacını aşıyor ise söz konusu stratejik yatırım değer yaratmış demektir. Bunu şu şekilde göstermek mümkündür;

+	Satışlar	
-	Maliyetler	
<hr/>		
=	Brüt Satış Karı	
+/-	Çalışma Sermayesi Hareketleri	
-	Stratejik Olmayan Yatırımlar	
<hr/>		
=	Faaliyetlerden Nakit Akışı	
-	Faaliyetlerden Nakit Akışı İhtiyacı	
<hr/>		
=	Nakit Katma Değeri	

Faaliyetlerden nakit akışı amortisman, vergi ve faiz öncesi karı ifade etmektedir. Stratejik olmayan yatırımlar ve çalışma sermayesi hareketlerine göre düzenlenmiştir. Faaliyetlerden nakit akışı ihtiyacı ise yatırım süreci boyunca sabit olarak kabul edilen yıllık ortalama sermaye maliyetini ifade etmektedir (Shil, 2009: 177).

#### **3.3.2.4. Hissedar Katma Değeri (SVA)**

Hissedar katma değeri yöntemi, doğrudan indirgenmiş nakit akımları yönteminin mantığına dayanan 1986 yılında Rappaport ve LEK/Alcar Danışmanlık

şirketi tarafından geliştirilmiş, değere dayalı bir performans ölçüm yöntemidir. Hissedar katma değerinin belirlenmesinde kullanılan anahtar değişkenler;

- Satışların büyüme hızı
- Faaliyet kar marjı oranı (amortisman hariç)
- Artan sabit sermaye yatırımları oranı (Satışların sermaye yoğunluk oranı bakımından)
- Artan çalışma sermayesi yatırımları oranı (Satışların çalışma sermayesi yoğunluk oranı bakımından)
- Sermaye maliyeti (Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak ifade edilmektedir)
- Değer artış süreci (Firmanın sermaye maliyeti üzerinde getiriler elde etme beklentisi içinde olduğu süreci ifade eder. Bu süreç, firmanın potansiyel rakiplerinin firmanın stratejilerinin benzerini yapma süresinin uzunluğu ve kısalığına göre değişmektedir.)

Yukarıda belirtilen değişkenler, değer yaratımını ölçmek amacıyla aşağıdaki modelde biraraya getirilmiştir.

**Strateji ile Yaratılan Değer =** Strateji ile Elde Edilen Hissedar  
Değerindeki Değişim

**Hissedar Değeri =** Gayrisafi Kurumsal Değer – Borcun Piyasa  
Değeri ve Diğer Yükümlülükler

**Gayrisafi Kurumsal Değer =** Faaliyet Nakit Akışlarının Şimdiki  
Değeri (Tahmin Süreci Boyunca) +  
Vade Değeri (Tahmin Süreci Boyunca)  
+ Nakit ve Nakit Benzerleri ile Esas  
Faaliyet Dışı Varlıklar

**Faaliyet Nakit Akışı<sub>t</sub> =** Satışlar<sub>t-1</sub> x (1+ Satışların Büyüme Oranı) x  
Faaliyet Kar Marjı Oranı x (1- Vergi Oranı) –

(Satışlar<sub>t</sub> – Satışlar<sub>t-1</sub>) x Sabit Varlıklar ve  
Çalışma Sermayesi Artan Yatırım Oranı

Nakit akımları ve vade değeri sermaye maliyeti ile indirgenmektedir.

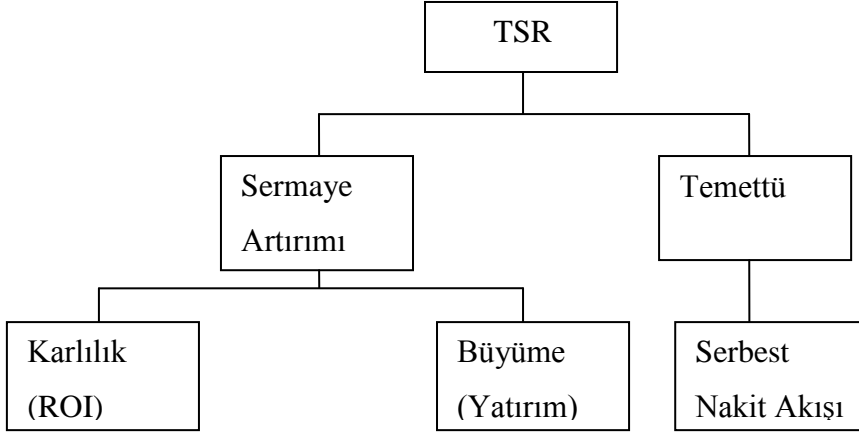
### 3.3.2.5. Toplam Hissedar Getirisi (TSR)

Bireysel yatırımcılar ve profesyonel fon yöneticilerinin performans karnesi, sahip oldukları portföylerin toplam hissedar getirisini (TSR) göstermektedir. TSR, portföyde yer alan hisse senetlerinden elde edilen değer artışları ve temettü ödemelerinin toplamını ifade etmektedir. Çoğunlukla benzer portföylerin getirileri ile kıyaslanır. TSR; yaratılan değer tespit edilmesinde en işe yarar özet ölçüt olarak kabul edilmektedir (Froud, Haslam, vd., 2000: 83). Başka bir ifade ile toplam hissedar getirisi; elde edilen temettü ödemeleri ve hisse senedi fiyatındaki değişimlerin bir kombinasyonu doğrultusunda, hissedarların elde ettiği getiri oranıdır. Aşağıdaki formül ile hesaplanabilmektedir.

$$\text{TSR} = (\text{Hisse fiyatı}_{t+1} + \text{Temettü}_{t+1} - \text{Hisse fiyatı}_t) / \text{Hisse fiyatı}_t$$

TSR ölçütü firma yöneticilerine karlılık, büyüme ve serbest nakit akımları arasında uygun bir hasılat maliyet dengesi kurma, bir birimin tüm firmaya katkısını ölçme imkânı sağlamaktadır. TSR, firma yönetiminin vermiş olduğu özellikli kararlardan ziyade sermaye piyasası koşullarından bütünüyle etkilenmektedir. Çoğunlukla riske göre düzeltilmiş bir tabanda göreceli performansın ölçülmesi amacıyla emsal bir grup ya da geniş olarak kullanılan bir benchmark ile kıyaslanmaktadır. Eğer göreceli performans pozitif ise bu sermaye piyasasının o yıl alınan yönetim kararlarına uyumlu olarak cevap verdiğini, dolayısıyla firma yönetiminin hissedar değeri yarattığını göstermektedir. TSR ölçütü tamamen firmanın gelecekteki performansına ilişkin piyasa beklentilerine dayanmaktadır

(Holst, Bluemke, vd., 1997: 15). Toplam hissedar getirisini oluşturan finansal göstergeler şekil 3.1.'de gösterilmiştir.



**Şekil 3.1.** Toplam Hissedar Getirisini Oluşturan Finansal Göstergeler

**Kaynak:** Kaynak: Holst, R., Bluemke, A., ve Huff, T. E. 1997: 12

TSR, herhangi bir tahmini değere gerek duymaması, hiçbir muhasebe verisini kullanmaması, sadece hisse senedi fiyatı ve temettü ile hesaplanabilmesi nedeniyle uygulanabilirliği kolay bir yöntemdir. Ancak, firma yönetiminin yıllık performansı ile doğrudan ilişkili olmaması, kıyaslama için mutlaka bir emsal grup oluşturma gerekliliği ve faaliyet birimleri ve özel şirketlere uygulanamaması nedeniyle kullanım alanı sınırlı kalmıştır.

TSR'nin yüksek olmasının aslında bir firmanın bir başkasından iyi olduğunu göstermediğini savunan görüşler de mevcuttur. Bunun sebebi, bir firmanın beklenen getiri oranı ya da sermaye maliyetinin firmanın risk düzeyi ile birlikte yükselmesidir. Yatırımcılar daha yüksek risk düzeyli bir endüstride faaliyet gösteren bir firmadan daha yüksek getiri bekleyeceklerdir. Bunun yanısıra hissedarların bekledikleri getiri oranı firmanın kaldıraç derecesi yükseldikçe de yükselecektir. Risk düzeyindeki bu farklılıklar nedeniyle daha düşük bir TSR düzeyine sahip bir firmanın daha yüksek bir TSR'ne sahip olan başka firmadan daha iyi performans gösterdiğini söylemek mümkün olabilecektir (Ertuğrul, 2009: 31).



### 3.3.2.6. Yatırımın Nakit Akım Getirisi (CFROI)

ABD’li danışmanlık firması HOLT Value Associates tarafından geliştirilmiş ve yaygın olarak bir başka danışmanlık firması olan Boston Consulting Group tarafından kullanılan bir performans ölçütüdür. Yatırımın nakit akım getirisi (CFROI), tek başına ne piyasa değerinin ne de yatırımcı getirisinin bir göstergesidir. CFROI taraftarlarına göre, piyasa değerinin doğru ölçüsü iskonto edilmiş gelecekteki nakit akışları, yatırımcı getirisinin doğru ölçüsü ise toplam hissedar getirisidir. EVA ise piyasa değerinin gelecekteki nakit akışları tarafından belirlenmektedir. Adından da anlaşılacağı gibi CFROI bir getiri oranıdır. Bu nedenle EVA gibi parasal olarak ifade edilmez. CFROI hesaplanması dört ana veriyi gerektirmektedir. Bunlar; varlıkların kullanım süresi, toplam varlık miktarı, söz konusu varlıkların kullanım süresi boyunca beklenen periyodik nakit akımları ve kullanım süresinin son periyodunda amortismanına tabi tutulamayan varlıkların atılmasıdır (Bayrakdaroğlu ve Yalçın, 2012: 531). Bu ölçüt ile firmanın yatırımcılarına dağıtılabılır, vergiden sonraki ve enflasyona göre düzeltilmiş nakit akışları ile bu yatırımcılar tarafından yapılmış enflasyona göre düzeltilmiş brüt nakit yatırımları karşılaştırılmaktadır (Shil, 2009: 177). Yatırımın nakit akım getirisi iki aşamada hesaplanabilmektedir. Birinci aşamada firmadaki tüm sermaye sahiplerine sağlanabilecek enflasyona göre düzeltilmiş nakit akımları tespit edilerek bu tutar söz konu sermaye sahipleri tarafından gerçekleştirilen enflasyona göre düzeltilmiş gayri safi yatırımlar ile karşılaştırılır. İkinci aşamada, gayrisafi nakit akışının gayrisafi yatırımlara oranı iç getiri oranına dönüştürülerek CFROI yatırımcıların elde etmeyi umdukları hissedar getirisi (örneğin; sermaye maliyeti ya da iskonto oranı vb.) ile doğrudan karşılaştırılabilir bir duruma getirilir (Froud, Haslam, vd., 2000: 83).

$$\text{CFROI} = \frac{\text{Enflasyona Göre Düzeltilmiş Nakit Girişleri}}{\text{Enflasyona Göre Düzeltilmiş Nakit Çıktıları}}$$

Bir başka hesaplama yöntemi ise şu şekildedir;

$$\text{CFROI} = \frac{\text{Gayri Safi Nakit Akışları}}{\text{Gayri Safi Varlıklar}}$$

Bu formülde yer alan gayri safi nakit akışlarının gayri safi varlıklara oranını tespit etmek için, ilk olarak enflasyondan arındırılmış nakit akışları enflasyondan arındırılmış gayri safi yatırımlar ile karşılaştırılır. Daha sonra, gayri safi nakit akışlarının gayri safi yatırımlara oranı çalışma sermayesi ve arsa gibi amortismanına tabi olmayan varlıkların artık değeri ve amortismanına tabi varlıkların sınırlı ömürleri göz önünde bulundurulmak suretiyle iç getiri oranına dönüştürülür (Shil, 2009: 177).

CFROI hesaplamasının taşıdığı en önemli özgün nitelikler; iç getiri oranı ile aynı şekilde hesaplanması ancak aynı şekilde yorumlanmaması, nakit akışlarına dayanması ve bu nedenle geleneksel muhasebenin etkilerini gidermede ekonomik katma değerden daha ileri gitmesi ve nominal getiri oranını değil, enflasyona göre düzeltilmiş yani reel getiri oranını ifade etmesidir (Ertuğrul, 2009: 39).

Yatırımın nakit akım getirisi, gelecekteki nakit akışları, vade değeri ve sermaye tabanının cari değeri gibi verilerin tahminine dayanan, bir ölçüttür. Bu nedenle performans göstergesi niteliğinde doğrudan alınabilecek bir ölçüt olarak kabul edilmemektedir. Faaliyet birimi yöneticileri için ölçülmesi karışık ve zor bir ölçüt olarak nitelendirilmektedir (Holst, Bluemke ve Huff, 1997: 17).

Çalışmada kısaca yer verilen değerlendirme yöntemleri hakkında genel bir değerlendirme yapıldığında, ilk olarak kullanılan tüm yöntemler her ne kadar farklı ölçütlere vurgu yapsalar da hepsinin ortak olarak odaklandığı noktanın “artı” değer olduğudur. Artı değer, firmanın başarısının kanıtının ne kadar kar elde ettiği değil, sermaye maliyetinin ne kadar üzerinde gelir elde ettiğinin önemli olduğunu vurgulamaktadır. Söz konusu artı değer; bir yatırım ya da stratejinin beklenen yaşam süresi için net şimdiki değer yaklaşımı aracılığıyla (SVA’da olduğu gibi) ifade edilebileceği gibi, yatırılan sermayeye göre periyodik getiri miktarı (EVA ve CVA’da olduğu gibi) ya da getiri oranı (CFROI’da olduğu gibi) ile de ifade edilebilir. İkinci olarak; ampirik bulgulara bakıldığında piyasa değeri ya dahissedar değeri hesaplamasında herhangi bir ölçütün bir diğerinden üstün olmadığını söylemek mümkündür. Teorik olarak bakıldığında tüm ölçütler indirgenmiş nakit

akımı yöntemi ile uyumlu olduğundan, doğrudan veya dolaylı olarak firma değeri ile alakalıdır. Ancak bu uyum sadece uzun vade boyutunda ve firma değerini olumsuz etkileyebilecek tüm faktörler gözönünde bulundurulduğu takdirde geçerli olacaktır. Bu nedenle, yıllık tabanda hesaplanabilecek ölçütlerin tanımlanması girişimi, eğer ki değer yaratılması anlamında performans ölçümü için EVA veya CFROI'nun uzun dönemli tüm uzantıları gerekiyorsa faydasız olacaktır. Üçüncü olarak; tüm finansal performans ölçütlerinin kullanımı iki farklı perspektifin karışımı olarak yorumlanabilir. Bunlar; yönetimin performansının ölçülmesi ve yönetimin karar alma sürecinde doğru girişimlerde bulunulması istendiğinde geriye dönük yaklaşım ve gelecekteki nakit akımlarının şimdiki değerine dayanan bir kurumsal değer ölçülmek istendiğinde gereken ileriye dönük yaklaşımdır. Her ne kadar tüm ölçütler bunu farklı yollarla yapsalar da ekonomik değer ölçütleri hem ileriye dönük hem de geleceğe dönük perspektiften analiz edilmektedir (Venanzi, 2012: 62).

Değere dayalı yönetim anlayışının son yıllarda önem kazanmasıyla birlikte, değere dayalı finansal performans ölçütlerinin literatürde daha çok tercih edildiği bir gerçektir. Ancak bununla birlikte her ne kadar değere dayalı performans ölçütleri geleneksel performans ölçütlerine kıyasla daha fazla bilgi veriyor olsa da fiyat/kazanç oranı, yatırımların getirisi ya da özkaynak getirisi gibi muhasebe verilerine dayanan ölçütlerin tam olarak yerini alamamıştır. Zaten literatüre bakıldığında firma performansının ölçümünde EVA gibi değere dayalı finansal performans ölçütlerinin, geleneksel performans ölçütlerinden daha üstün olduğuna dair çok fazla çalışma mevcut değildir (Chen ve Dodd, 1997: 320). Günümüzde halen özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı önemli bir finansal performans ölçütü olarak kabul görmektedir. Bunun en önemli nedenleri şunlardır (Ertuğrul, 2009: 28):

- Kazançlara olan bağımlılık ve saplantı
- Kısa vadeli bakış açısına sahip olmak ya da piyasanın kısa vadeli bakış açısına sahip olduğuna olan inanç
- Basitlik
- Ekonomik modelin sermaye maliyetini hesaplama gibi çaba isteyen gerekliliklerinden kaçınmak
- Kazançlar ile değerin zaman zaman paralel hareket etmesi

- Kötü ekonomik performansı makyajlanan muhasebe performansı ile gizlemek

Geleneksel yöntemlerin halen kullanılmasının yukarıda sayılan ve kurumsal temeli bulunmayan gerekçeleri yanında, önemli ve ayrıca ifade edilmesi gereken bir nedeni daha bulunmaktadır. Aslında çoğu profesyonel menkul kıymet analisti ve portföy yöneticisi, hiçbir zaman ham muhasebe verilerine göre hareket etmemektedir. En iyi analistler ve portföy yöneticileri, ham kazançlarla değil uygun bir şekilde düzeltilmiş ve tahrifattan arındırılmış kazançlarla ilgilenirler. Analistler her zaman, adına ekonomik kar ya da ekonomik katma değer demeseler de muhasebe kazançlarını ekonomik kazançlara dönüştüren formel olmayan yöntemler kullanmaktadırlar. Bu nedenle piyasanın muhasebe kazançlarını dönüştüren, formel olmayan içsel bir dinamiğe sahip olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Hisse senedi değerlerinin muhasebe kazançları değil, ekonomik kazançlar doğrultusunda hareket etmesinin altında yatan sebep de budur. Dolayısıyla, sonradan kendi amaçları doğrultusunda şekillendirmek amacıyla olsa da, piyasanın geleneksel ölçülere ve finansal tablolara olan ilgisi devam etmektedir (Ertuğrul, 2009: 29).

Bu bölümde, değere dayalı yönetim anlayışı ve bu anlayışın önemli bir unsuru olan hissedar değeri kavramı ele alınmıştır. Hissedar değeri göstergesi olarak kabul edilen finansal performans ölçütleri, özellikleri itibariyle geleneksel ve değere dayalı ölçütler başlıkları altında incelenmiştir. Marka değerinin hissedar değeri üzerindeki etkisini sorgulamayı amaçlayan bu çalışma için hissedar değeri göstergesi olarak kullanılmakta olan ölçütler benzer yönleri ve farklılıkları ile ele alınmıştır. Bundan sonraki bölümde Türkiye için marka değerinin hissedar değeri üzerinde bir etkisi olup olmadığının test edilmesi amaçlanmaktadır.

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **MARKA DEĞERİNİN HİSSEDAR DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİ İNCELEMeye YÖNELİK BORSA İSTANBUL ARAŞTIRMASI**

#### **4.1 Giriş**

Çalışmanın bu bölümünde marka değerinin hissedar değeri üzerinde bir etkisi olup olmadığı ve bir etki söz konusu ise ne yönde olduğunun tespit edilmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda ilk olarak, araştırılması amaçlanan bu ilişki ile ilgili literatür incelemesi sunulmuştur. Sonrasında araştırmanın hipotezleri kurularak belirlenen araştırma yöntemine göre veri seti, örneklem ve regresyon modellerine değinilmiştir. Yapılan istatistiksel analizler neticesinde elde edilen bulgular açıklanarak, bu bulgular doğrultusunda Türkiye’de marka değerinin hissedar değeri üzerindeki etkisine yönelik tespitlerde bulunulmuştur.

#### **4.2 Araştırma Konusu İle İlgili Yapılmış Çalışmalar**

Pazarlama ile ilişkili faaliyetlerin, firmaların finansal performansını artırdığına yönelik artan bir fikir birliği söz konusudur (Conchar, Crask ve Zinkhan, 2005; Krasnikov ve Jayachandran, 2008; Lovett ve MacDonald, 2005; Ramaswami, Srivastava ve Bhargava, 2009; Srinivasan ve Hassens, 2009). Şüphesiz bu pazarlama faaliyetlerinin en önemlilerinden birisi de marka geliştirme ve markayı kullanma faaliyetleridir.

Finansçılar açısından marka kavramına artan ilginin temelinde, markanın bir değer olarak firmaya olan katkılarının birleşme ve devralmalar sırasında farkedilmesi yatmaktadır. Markanın, bir maddi olmayan duran varlık olarak firma değerini belirleyen unsurlardan biri olduğunu kabul eden çalışmalar ortaya koyulmuştur (Brooking, 1996; Lev B. , 2001; Wyatt, 2005). Ancak, markanın firmaların finansal performansı ya da hissedar değeri üzerindeki etkisini ölçmek üzere, çok az çalışma

yapılmıştır (Kerin ve Sethuraman, 1998; Madden, Fehle ve Fournier, 2006).

Konunun bire bir aynısı olmamakla birlikte, doğrudan ilgili olarak yapılan çalışmalardan ilki Horsky ve Swyngedouw (1987) tarafından firmanın ismindeki değişikliğin finansal performansına etkisine bakılan çalışmalarıdır. 1981-1985 yılları arasında isim değişikliği yapan 58 firmaya olay çalışması yöntemi uygulanmış ve sonuçta isim değişikliği yapan firmaların büyük çoğunluğunda performans artışı gözlenmiştir.

Kerin ve Sethuraman (1998), 1995-1996 yıllarında Interbrand firmasının en değerli markalar listesinden yararlanarak, Amerika Birleşik Devletleri'nde halka açık 52 tüketim malları satıcısı olan firma üzerinde yaptıkları çalışmalarında, marka değerinde bir artış (azalış) söz konusu olduğunda firmanın defter değeri/piyasa değerinde de bir artış (azalış) olup olmadığına bakmışlardır. Sonuç olarak, bu iki değişken arasında pozitif bir ilişkinin olduğu, ayrıca marka değeri-hissedar değeri ilişkisinin firmanın satış rakamları ve oranlarındaki değişikliklere karşı duyarlı olmadığını tespit etmişlerdir.

Barth, Clement, vd. (1998), Interbrand ve Financial World dergisinin açıklamış oldukları finansal marka değerlerini referans alarak yaptıkları çalışmalarında, hisse başına marka değeri ile hisse senedi getirileri arasındaki regresyon ilişkisine özsermayenin defter değeri ve net karı kontrol değişkenleri olarak almak suretiyle incelemişlerdir. Değişen muhasebe değişkenlerine dayanarak marka değerinin belirgin derecede hisse senedi getirisi ve hisse senedi fiyatlarını pozitif yönde etkilediğini tespit etmişlerdir.

Kim, Kim ve An, (2003), çalışmalarında markanın çeşitli boyutlarının altını çizmişler ve Kore otel işletmelerinde muhasebe verileri ile gösterilen finansal performansı nasıl etkilediğini incelemişlerdir. Oteldeki mevcut odabaşına gelire dayanarak ölçtükleri finansal performans ile marka değeri arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir.

Mortanges ve Riel (2003), Young and Rubicam's Brand Asset Valuator modeli ile belirledikleri marka değeri ile toplam hissedar getirisi, hisse başına kazanç ve piyasa değeri/defter değeri oranı arasındaki ilişkiye bakmışlardır. Söz konusu değişkenlerdeki değişiklikleri, marka değerindeki değişikliklerin bir fonksiyonu

olarak analiz etmişlerdir. Sonuç olarak markanın firmanın piyasa değeri üzerinde belirgin bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Kallapur ve Kwan (2004), 1984-1998 yılları arasında 33 İngiliz firmasında içsel olarak geliştirilen markaların aktifletirilmesi durumunda, hisse senedi fiyatlarının tepkisini ölçmek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Markanın aktifleştirilmesini takip eden 21 gün sonrasında hisse senedi fiyatlarında pozitif yönlü bir değişim olduğu gözlenmiştir.

Madden, Fehle, vd. (2006), Interbrand şirketinin 1994-2001 yılları arasında dünyanın en değerli markaları olarak yayınladığı listede en az bir kere yer almış 111 şirketten oluşan bir veri setini kullanmışlardır. Kıyaslama amaçlı oluşturdukları kontrol grubuna göre, markalaşmaya yatırım yapan ve güçlü marka varlığını sürdürebilen şirketlerin hissedarlarına daha düşük bir risk düzeyinde daha yüksek hissedar değeri yaratma imkanı sağladığını tespit etmişlerdir.

Madikizela (2007), 2003-2006 döneminde Markinor en iyi markalar listesinde yer alan Güney Afrika'daki halka açık şirketler üzerinde yaptığı çalışmada, marka değeri ile hissedar değeri ilişkisine bakmıştır. Marka değerlerini Markinor şirketinin yayınlamış olduğu marka değeri olarak kabul etmiş, hissedar değeri ölçütü olarak da hisse başına kazancı almıştır. Sonuç olarak marka değeri ile hissedar değeri arasında bir ilişkinin tüm piyasa için değil ama belirli sektörler için geçerli olduğunu öne sürmüştür. Ayrıca marka değerinin açıklanmasının ardından hisse senedi fiyatlarında bir hareketlenme olduğunu ancak bunun doğrudan marka değeri ilanına bağlanamayacağını ifade etmiştir.

Eng ve Keh (2007), Interbrand ve Financial World şirketlerinin yayınlamış oldukları marka değerlerini kullanarak yaptıkları çalışmalarında, marka değeri ile şirketlerin finansal performansı (finansal performans göstergesi olarak aktif karlılığını kullanmışlardır) arasında belirgin ve pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu, ancak bu pozitif etkinin zamanla azaldığını, marka değerinin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisinin minimal düzeyde olduğunu tespit etmişlerdir.

Akbulut ve Paksoy (2007), seçilmiş bazı küresel işletmelerin marka değeri ile finansal göstergeleri arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında, 2003-2004 yılları için Coca Cola, Microsoft, IBM, GE, Intel, Nokia, Disney, McDonald's,

Marlboro, Mercedes şirketlerinin marka değerlerini bağımlı değişken; hisse başına kar, net satışlar, vergi öncesi kar, faiz vergi öncesi kar ve toplam aktif karlılığını bağımsız değişken olarak almışlardır. Sonuç olarak marka değeri ile sadece vergi öncesi kar ve faiz ve vergi öncesi kar arasında anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir.

Ohnemus ve Jenster (2007-8), 11 farklı sektörde, 40'dan fazla ülke için marka ile finansal performans ilişkisini araştırmışlardır. Finansal performans göstergesi olarak mali sektör dışındaki şirketler için aktif karlılığı (ROA), mali sektör için ise özsermaye karlılığını (ROE) ve piyasa değeri/defter değeri oranını almışlardır. Sonuç olarak markalaşma düzeyi yüksek olan şirketlerin düşük olan ya da hiç olmayan şirketlere göre hissedarlarına belirgin olarak %3-7 arasında değişen daha yüksek getiri sağladığını tespit etmişlerdir.

Mizik ve Jacobson (2008), hisse senedi getirileri, marka değeri ve muhasebe verileri ile gösterilen performansta beklenmeyen değişimler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Marka değerinin firmanın büyük bir kısmını temsil eden tek bir markaya sahip, halka açık 275 şirket üzerinde yaptıkları çalışmalarında marka varlığının şirketin hisse senedi getirisini doğrudan veya dolaylı (daha sonra hisse senedi getirisini etkileyecek cari karı etkilemek suretiyle) olarak etkilediğini tespit etmişlerdir. Tespitleri; marka endeksindeki bir birimlik değişimin firmanın piyasa değerini %4 etkilemesi, markanın finansal performans üzerindeki etkisinin yalnızca 1/3'ünün cari dönem kazançları ile ilgili olduğu, 2/3'ünün gelecekteki performansa ilişkin bilgi verdiği şeklinde sıralanabilir.

Krasnikov, Mishra, vd. (2009), 1995-2005 yılları arasında farklı sektörlerdeki 108 firmaya uyguladıkları yatay analiz sonucunda, t zamanında markayı tanımlayan işaret sayısının firmaların nakit akışlarını, Tobin's q değerlerini, aktif karlılığını ve hisse senedi getirilerini artırdığını, t+1 zamanda nakit akış değişkenliğini azalttığını ve aynı zamanda markayla ilişkili işaret sayısının t-1 zamanda da markayı tanımlayan işaretlerin nakit akışı, Tobin's q ve hisse senedi getirisi üzerindeki etkisine de tesir ettiğini öne sürmüşlerdir.

Gerzama, Lebar, ve Rivers (2009), markanın şirketlerin cari ve gelecekteki performanslarına etkisini göstermek amacıyla yaptıkları çalışmalarında, 2000-2006 yılları arasında marka değerini Brand Asset Valuator (BAV) modeli ile



belirlemişlerdir. Sonuç olarak marka değerindeki bir değişikliğin hisse senedi getirilerini doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki şekilde etkilediğini tespit etmişlerdir. Dolaylı etki kendisini cari kazanç üzerinde göstermektedir. Belirli bir dönemde marka değeri artış gösteren şirketlerin beklenenin üzerinde kazanç elde ettiklerini tespit etmişlerdir. Marka ile alakalı olan daha yüksek kazanç düzeyi aynı zamanda yatırımcıların firmanın gelecekteki kazançları ve nakit akışlarına ilişkin beklentiler ile de alakalı olduğundan, söz konusu markanın etkisini dolaylı etki olarak nitelendirmişlerdir. Marka değerinin firmanın değerini doğrudan etkilediğine ilişkin tespit ise marka değerindeki artışın cari dönem satışları ya da kazançlarından bağımsız olarak, yatırımcıların firma riskinin azalacağı ya da gelecekteki büyüme oranının artacağına olan inançla ilişkilendirilmiştir.

Doyle (2001), markanın bir maddi olmayan duran varlık olarak nakit akımlarını artırdığını ve bu nakit akımlarında olabilecek kırılganlıkları azalttığını, Luo ve Bhattacharya (2009), markalaşmanın firmanın risk düzeyini azalttığını tespit etmişlerdir. Srivastava, Shervani ve Fahey (1998), markanın hissedar değerini dört kanalla etkilediğini öne sürmüşlerdir. Bunlar; nakit akışlarını hızlandırması, nakit akış düzeyini artırması, nakit akışlarındaki kırılganlık ve oynaklığı azaltması ve nakit akışlarının net defter değerini artırması olarak sıralanabilir.

### **4.3. Araştırmanın Konusu ve Amacı**

Markalaşma, şirketlerin kullandıkları bir stratejik yönetim aracı olarak kabul edilmektedir. Güçlü bir markanın, daha fazla hissedar sağlama, şirketleri piyasanın sıkıntılı dönemlerinde koruma, herhangi bir ürünün başarısız olması durumunda şirketleri ek hisse senedi çıkarmaktan koruma ve müşterilerin fiyata karşı duyarlılığını düşürmek suretiyle gelecekteki nakit akışlarındaki oynaklığı azaltma gibi etkilerle şirket değerine katkı sağladığı düşünülmektedir (Frieder ve Subrahmanyam, 2005: 60). Bu anlamda marka da dahil olmak üzere pazarlama yatırımlarının, şirketlerin finansal performanslarına katkısını göstermek üzere birçok çalışma yapılmış ve yapılmaktadır.

Bu çalışma genel olarak; marka ile hissedar değeri arasında bir ilişkinin olup olmadığını araştırmaktadır. Daha ayrıntılı olarak ifade etmek gerekirse; bu çalışma, Türkiye’de uluslararası bir değerlendirme kuruluşu olan BrandFinance şirketinin belirlemiş olduğu marka değerleri ile şirketlerin hissedar değeri göstergesi olarak kabul edilen finansal performans ölçütleri arasında bir ilişkinin olup olmadığı ve bu ilişkinin yönünün ne olduğunu tespit etmeyi amaçlamaktadır.





















#### **4.4. Araştırmanın Kapsamı ve Veri Seti**






















Araştırma verilerinin temin edilmesinde temel olarak dört veritabanından yararlanılmıştır. Marka değerleri BrandFinance veritabanından, şirketlerin finansal tabloları ise Borsa İstanbul, Kamu Aydınlatma Platformu ve İş Yatırım veritabanlarından elde edilmiştir.

Araştırmaya konu olan şirketler BrandFinance şirketinin 2010 yılından itibaren her yıl düzenli olarak açıkladığı Türkiye’nin en değerli 100 markasına sahip şirketlerdir. Ancak şirketlerin tamamı araştırmaya dahil edilememiştir. İlk olarak finansal verilerine ulaşılabilmesi nedeniyle bu şirketlerden sadece Borsa İstanbul’da işlem görenler analize dahil edilmiştir. Mali sektörde faaliyet gösteren şirketlerin bilanço ve gelir tablolarındaki farklılıklar nedeniyle bu şirketler analiz dışı tutulmuştur. Galatasaray, Fenerbahçe, Beşiktaş, Trabzonspor ve Kipa 2013 yılı 12. ay finansal tablolarını açıklamadıkları için, Migros ve Adese şirketlerinin borsaya kote oldukları tarih itibarıyla betalarını hesaplamak mümkün olmadığı için bu analize dahil edilememişlerdir. Geriye kalan 65 şirketten dengeli panel veri oluşturmak amacıyla sadece 2010, 2011, 2012 ve 2013 yıllarının tümünde ilk 100 sıralamasına giren şirketler ele alınmıştır. Bu şirketlerin markalarının tekli marka olmasına dikkat edilmiştir. Bu kapsamda örneğin Vestel Beyaz Eşya ve Vestel Elektronik, Vestel çatısı altında tek bir marka olarak değil; ayrı markalar olarak ele alınmıştır. Marka değerleri söz konusu şirket tarafından dolar para birimi ile ifade edilmektedir. Bu çalışmada finansal tablo verileri ile uyumlu olması için marka değerleri yılsonu dolar kuru satış fiyatı ile çarpılmak suretiyle TL cinsinden hesaplanmıştır.

BrandFinance şirketinin söz konusu yıllar itibariyle açıklamış olduğu “Türkiye’nin En Değerli 100 Markası Listesi Ek 1’de sunulmuş olup analize dahil edilen 41 şirketin marka değerleri aşağıda yer alan Tablo 4.1.’de belirtilmiştir.

**Tablo 4.1.** Analize Konu Olan Şirketler ve Yıllar İtibariyle Marka Değerleri

	Logo	Marka İsmi	Marka Değeri (TL)			
			2010	2011	2012	2013
1		ALTINYILDIZ	41.515.200	47.222.500	218.644.800	323.820.800
2		ARCELİK	2.215.681.600	2.274.235.600	2.285.993.600	3.099.732.000
3		ARENA	46.128.000	49.111.400	46.217.600	48.999.200
4		ASELSAN	127.620.800	224.779.100	190.203.200	266.300.000
5		AYGAZ	781.100.800	493.002.900	682.598.400	805.291.200
6		BANVİT	264.467.200	222.890.200	241.753.600	300.386.400
7		BİM	1.419.204.800	2.232.679.800	1.715.384.000	2.963.386.400
8		BOSCH	702.683.200	787.671.300	609.716.800	756.292.000
9		BOSSA	39.977.600	115.222.900	78.214.400	93.737.600
10		BOYNER	81.492.800	102.000.600	79.992.000	127.824.000
11		BRİSA	141.459.200	198.334.500	181.315.200	279.082.400
12		CARREFOURSA	398.238.400	323.001.900	282.638.400	215.170.400
13		CLEBİ	76.880.000	126.556.300	74.659.200	97.998.400
14		DOĞUŞ	255.241.600	438.224.800	355.520.000	472.948.800
15		ECZACIBAŞI YAPI	58.428.800	75.556.000	126.209.600	174.692.800
16		EFES BİRA	2.106.512.000	2.956.128.500	2.682.398.400	2.709.868.800
17		ENKA	1.422.280.000	1.764.232.600	1.361.641.600	1.557.322.400
18		FORD	1.705.198.400	2.030.567.500	1.910.920.000	2.034.532.000
19		HURRİYET	507.408.000	442.002.600	280.860.800	291.864.800
20		İNDEKS	90.718.400	49.111.400	62.216.000	83.085.600

21		İZOCAM	55.353.600	52.889.200	28.441.600	40.477.600
22		KENT	152.222.400	128.445.200	183.092.800	236.474.400
23		MUTLU	55.353.600	47.222.500	72.881.600	112.911.200
24		OTOKAR	76.880.000	102.000.600	126.209.600	164.040.800
25		PETROL OFİSİ	1.330.024.000	1.516.786.700	1.887.811.200	2.290.180.000
26		PINAR SÜT	112.244.800	253.112.600	229.310.400	302.516.800
27		REYSAŞ	59.966.400	75.556.000	60.438.400	97.998.400
28		ŞİŞE CAM	1.300.809.600	1.418.563.900	687.931.200	862.812.000
29		TAT	201.425.600	173.778.800	113.766.400	164.040.800
30		TAV	273.692.800	298.446.200	245.308.800	360.037.600
31		TOFAŞ	716.521.600	179.445.500	140.430.400	149.128.000
32		TUBORG	78.417.600	113.334.000	85.324.800	123.563.200
33		TÜRK TRAKTÖR	110.707.200	168.112.100	149.318.400	223.692.000
34		TURKCELL	2.493.987.200	3.585.132.200	2.582.852.800	3.189.208.800
35		TÜRK HAVAYOLLARI	1.792.841.600	3.207.352.200	2.988.145.600	3.834.720.000
36		TÜRK TELEKOM	2.601.619.200	4.512.582.100	3.588.974.400	5.070.352.000
37		ÜLKER	559.686.400	727.226.500	803.475.200	1.399.672.800
38		VAKKO	58.428.800	43.444.700	55.105.600	72.433.600
39		VESTEL BEYAZ EŞYA	190.662.400	266.334.900	250.641.600	198.127.200
40		VESTEL ELEKTRONİK	759.574.400	914.227.600	574.164.800	877.724.800
41		YATAŞ	49.203.200	47.222.500	28.441.600	44.738.400

Kaynak: [http://brandirectory.com/league\\_tables](http://brandirectory.com/league_tables)

#### **4.5. Araştırmanın Kısıtları**

Marka değerinin hissedar değeri üzerindeki etkisini tespit etmek amacıyla yapılan analiz, birtakım kısıtlar ile gerçekleştirilmiştir. İlk kısıt analize konu olan marka değeri verisinin zaman boyutunun kısa olmasıdır. Bugün ekonomik arenada şirketlerin marka değerlerini bağımsız marka değerlendirme kuruluşlarının açıklamış oldukları marka değerleri ile ifade ediyor olmaları sebebiyle bu çalışmada da şirketlerin marka değerlerinin tespitinde karma marka değerlendirme metodu kullanılmıştır. Ancak Türkiye için marka değerlendirme konusunun henüz çok yeni bir konu olması sebebiyle marka değerine ilişkin veri sayısı çok sınırlı kalmıştır. Literatürdeki pek çok çalışmada kullanılan marka değerlerini tespit eden bağımsız marka değerlendirme kuruluşlarından Brand Finance Türkiye için 2010 yılından beri en değerli 100 marka listesi yayınlamaya başlamıştır. Bu nedenle analize konu olacak yıl sayısı 4 yıl ile sınırlı kalmıştır. Bununla birlikte marka gibi varlıklara yapılan yatırımlar, etkisi uzun vadede görülen yatırımlar olmasına rağmen zaman boyutunun kısa olmasından dolayı uzun vadeli etkiye bakılamamıştır. Bir diğer kısıt ise, analize dahil edilen şirketlerin farklı sektörlerde faaliyet göstermeleridir. Gözlem sayısının az olması sektörel bazlı analizi olanaksız kılmıştır.

#### **4.6. Araştırmanın Yöntemi**

Araştırma yöntemi olarak havuzlanmış en küçük kareler (panel en küçük kareler yöntemi) uygulanmıştır. Klasik model olarak da adlandırılan bu model genel olarak;

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + u_{it}$$

Ya da;

$$Y_{it} = X_{it}\beta + u_{it}$$

$i=1, \dots, N; t=1, \dots, T;$

şeklinde yazılabilmektedir. Burada  $\beta = \beta_0 + \beta_k$ 'dir, sabit ve eğim parametrelerini içermektedir.  $\beta$  için Havuzlanmış en küçük kareler tahminleyicisi

$$\hat{\beta} = \left( \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T X_{it}X_{it} \right)^{-1} \left( \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T X_{it}Y_{it} \right)$$

şeklinde hesaplanabilmektedir. Havuzlanmış en küçük kareler yöntemi, birim ve zaman etkilerinin var olmadığı ve sabit ve eğim parametrelerinin sabit olduğu varsayımları altında tahmin yapmaktadır (Tatoğlu, 2012: 40).

Havuzlanmış en küçük kareler yönteminin en temel varsayımı; tüm yatay kesit değişkenleri için genel bir sabit değişkenin varolmasıdır. Uygulamada yatay kesit değişkenlerinin özellik itibari ile birbirine çok benzediği (örneğin sadece Avrupa Birliği'ne üye ülkeler ya da sadece yüksek gelirli ülkeler) durumlarda bu yöntemi kullanmak çok daha fazla fayda sağlamaktadır (Asteriou, 2011: 369).

Bu çalışmada hissedar değeri göstergesi olarak kabul edilen dört farklı değişken ile dört farklı model kurulmuştur. Bu modellerin açıklanmasında önce literatüre paralel olarak geliştirilmiş ve sınanması amaçlanan hipotezler aşağıdaki şekilde ele alınmıştır:

H<sub>1</sub>: Marka değeri ile aktif karlılığı (ROA) arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

H<sub>2</sub>: Marka değeri ile Tobin's q oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

H<sub>3</sub>: Marka değeri ile ekonomik katma değer (EVA) arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

H<sub>4</sub>: Marka değeri ile piyasa katma değeri (MVA) arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

Belirtilen hipotezler doğrultusunda oluşturulan modeller ise şu şekildedir:

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 BV_{i,t} + \beta_2 EBITTS_{i,t} + u_{i,t}$$

ROA : Aktif karlılığı  
BV : Marka Değeri  
EBITTS : Faiz Vergi Öncesi Kar / Toplam Satışlar

$$TQ_{i,t} = \alpha + \beta_1 BV_{i,t} + u_{i,t}$$

TQ : Tobin's q  
BV : Marka Değeri

$$EVA_{i,t} = \alpha + \beta_1 BV_{i,t} + \beta_2 NOPATTA_{i,t} + u_{i,t}$$

EVA : Ekonomik Katma Değer  
BV : Marka Değeri  
NOPATTA : Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı / Toplam Varlıklar

$$MVA_{i,t} = \alpha + \beta_1 BV_{i,t} + \beta_2 MTB_{i,t} + u_{i,t}$$

MVA : Piyasa Katma Değeri  
BV : Marka Değeri  
MTB : Piyasa değeri / Defter değeri

Oluşturulan modellere dahil edilen dört bağımlı değişken, üç tanesi kontrol değişkeni olmak üzere dört bağımsız değişken söz konusudur. Bu değişkenlerin hesaplanma yöntemleri, modellere dahil edilme gerekçeleri, beklenen ilişkiler araştırmanın ilerleyen bölümlerinde ele alınacaktır.

Verilerin analizinde, Eviews 7 ekonometri ve istatistik paket programı kullanılmıştır.

#### 4.6.1 Bağımlı Değişkenler

Bu araştırmada dört adet bağımlı değişken kullanılmıştır. İki tanesi geleneksel finansal performans ölçütü olarak kabul edilen aktif karlılığı ve Tobin's q; diğer iki tanesi ise değere dayalı finansal performans ölçütleri olarak kabul edilen EVA ve MVA'dır. Marka değeri ile hissedar değeri ilişkisinin sınındığı çalışmaların büyük bölümünde sözü geçen değişkenler bağımlı değişken olarak ele alınmıştır.

##### 4.6.1.1 Aktif Karlılığı (ROA)

“Return on Asset” ifadesinin kısaltmasından oluşan ROA, aktif karlılığını ifade etmektedir. Hesaplanışı aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

$$\text{ROA} = \text{Net Kar} / \text{Toplam Aktif}$$

Aktif karlılığı firmaların sahip oldukları aktiflerinin her bir lirası karşılığında elde ettikleri net karı gösteren bir ölçüttür. Yani, kar elde etmek için şirketin sahip olduğu varlıklarını etkin olarak kullanıp kullanmadığını göstermektedir. Aynı zamanda şirketlerin sermaye yoğunluk göstergesi olarak da kabul edilmektedir. Şirketlerin sermaye yoğunlukları, faaliyet gösterdikleri endüstri koluna göre farklılık göstermektedir. Bu anlamda genellikle büyük sermaye yatırımı gerektiren şirketlerin aktif karlılıkları düşük olarak görülmektedir (Ohnemus ve Jenster, Winter 2007-8: 14).

Şirketlerin sahip oldukları her bir lira karşılığında elde ettikleri net karı artırmaları matematiksel olarak iki yolla açıklanabilir. Birinci yol; mevcut varlıklarla daha yüksek kar elde edilmesi; ikinci yol ise karın yükseltilemediği durumlarda mevcut aktiflerin azaltılması şeklinde sıralanabilir. İşletmecilik anlamında bakıldığında mevcut varlıklarla daha yüksek kar elde edilmesi ancak mevcut varlıkların daha etkin olarak kullanılması ile mümkün olabilecektir. Bu anlamda marka, işletme varlıklarının etkinliğini artıracak itici bir güç olarak düşünülmektedir.



Şirketlerin pazar paylarını artırmalarının, karlılıklarının da büyük ölçüde artmasına olanak sağlayacağına inanılmaktadır. Şirketlerin pazar payları, ilgili yıllar içinde elde ettikleri satış gelirlerinin faaliyet gösterdikleri sektörün toplam net satışlarına oranlanması suretiyle elde edilmektedir. Pazar payı büyük bir şirketin yatırım karlılığı, görece olarak daha yüksek olacaktır (Akgüç, 2010: 79). Markaya yatırım yapmış, marka değerini artırmış şirketlerin, satış rakamlarının da yüksek olması beklenmektedir.

#### **4.6.1.2 Tobin's Q**

Finans literatüründe bir firmanın piyasa değeri ile o firmaya ait maddi ve maddi olmayan varlıklarının yerine koyma maliyeti arasındaki ilişki, yatırımlarından beklediği olağanüstü getiriyi elde edebilme kabiliyetinin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bu ilişkinin ölçütü ise firmanın piyasa değerini, içinde tüm yapı, makine, stok, nakit, hisse senedi ve tahvil yatırımları olan maddi varlıklarının yerine koyma maliyetine oranlayan Tobin's q olarak kabul edilebilir. 1'e eşit çıkan q değeri firmanın maddi duran varlıklarının yerine koyma maliyetinin, firmanın piyasa değerine eşit olduğunu gösterir. Bu firmaların, entelektüel mülkiyet hakkı (patent, marka gibi), araştırma geliştirme ya da diğer kaynak ve yeteneklerden oluşan maliyetlerini düşürecek rekabet avantajı sağlayacak hiçbir maddi olmayan duran varlığı yoktur. Eğer q değeri 1'den büyük ise bu durum firmanın maddi olmayan duran varlıklara sahip olduğunun bir göstergesi olarak algılanır. Marka ya da marka ile ilişkili faktörler açık bir şekilde ya da zımnen maddi olmayan varlık olarak hareket etmekte ve q değerini yükseltmektedir. Bu şekilde maddi olmayan duran varlığı olan şirketler, aynı zamanda hissedar refahını da artırıcı etki yaratmaktadır (Kerin ve Sethuraman, 1998: 262). Srinivasan, Hsu, vd. (2012), daha önceki çalışmalarda firma değeri için kullanılan özsermaye karlılığı, net kar miktarı, piyasa payı gibi ölçütlerden ziyade, firma değerini en iyi hissedar değerinin yansıtacağını savunmuşlardır. Hissedar değerini ölçmek için hisse senedi getirisi, piyasa

kapitalizasyonu, Tobin's q, sistematik risk ve sistematik olmayan risk ölçütlerini kullanmışlardır.

Tobin's q değerinin hesaplanmasına yönelik birçok yöntem geliştirilmiştir. Bu çalışmanın modelinde bağımlı değişken olarak yer verilen Tobin's q değeri Maury (2006)'nin kullanmış oldukları formül ile hesaplanmıştır (Maury, 2006: 324).

$$\text{Tobin's } q = \frac{\text{Firmanın Piyasa Değeri} + \text{Toplam Pasif} - \text{Özkaynaklar}}{\text{Toplam Aktif}}$$

$$\text{Firmanın Piyasa Değeri} = \text{Hisse senedi sayısı} * \text{Hisse senedi fiyatı}$$

#### **4.6.1.3 Ekonomik Katma Değer (EVA)**

EVA, değere dayalı yönetimin ve dolayısıyla da hissedar değeri yaklaşımının en popüler ölçütlerinden birisidir (Koyuncu, 2010: 82). EVA endeksinin hesaplanabilmesi için, ilk olarak gerekli muhasebe düzeltmeleri yapılmıştır. Genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre araştırma geliştirme giderleri (Ar-Ge) gerçekleştirildikleri dönemde giderleştirilmekte iken EVA yaklaşımı araştırma ve geliştirme için yapılan harcamaları bir gider olarak değil, bir yatırım olarak gördüğünden, bilançoda varlık olarak aktifleştirmektedir. EVA yaklaşımında Ar-Ge harcamaları tek seferlik bir gider değil, 5 yıl sonrasında fayda sağlayacak yatırım olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle vergi öncesi net faaliyet karına Ar-Ge harcamaları eklenmiştir. İkinci olarak firmaya sermaye koyan tüm taraflara yönelik bir karın hesaplanabilmesi için, finansman giderleri de vergi öncesi net faaliyet karına eklenmiştir. Elde edilen tutardan sürdürülen faaliyetlerin vergi tutarının çıkarılması ile vergi sonrası net faaliyet karı (NOPAT) hesaplanmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de EVA'nın hesaplanabilmesi için gereklidir. Söz konusu değerlerin tespit edilebilmesi için, öncelikle sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli yardımı ile şirketlerin ilgili dönemlerdeki özsermaye maliyetleri hesaplanmıştır. Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan risksiz faiz oranı olarak Hazine

Müsteşarlığı'nın sayfasında sabit faizli kuponsuz senetler için verilen ortalama yıllık bileşik faiz oranları kullanılmıştır. Piyasa risk priminin hesaplanabilmesi için piyasa getiri oranı olarak bir önceki 60 aylık getiri oranlarının ortalaması alınmıştır (örneğin 2013 yılı için 2012, 2011, 2010, 2009 ve 2008 yılları aylık getiri oranlarının ortalaması alınmıştır). Hisse senetleri getirisinin piyasa portföyü getirisindeki dalgalanmalara karşı duyarlılığını ölçmek yani betaları hesaplamak için BIST-100 endeks getirisi bağımlı değişken, araştırmaya konu olan şirketlerin hisse senedi getirileri bağımsız değişken olacak şekilde basit regresyon uygulanmıştır. Bu şekilde elde edilen risksiz faiz oranı, piyasa risk primi ve betalar ile özsermaye maliyeti hesaplanmıştır. Borcun maliyetinin hesaplanabilmesi için finansman giderlerinin toplam kaynaklara oranı alınmıştır. Son olarak; ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplamasında toplam borcun toplam pasife ve özsermayenin toplam pasife oranı ele alınmıştır.

Yatırılan sermaye tutarı aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

$$\begin{aligned} \text{Yatırılan Sermaye} = & \text{Nakit ve Nakit Benzerleri} + \text{Ticari Alacaklar} + \text{Stoklar} - \\ & \text{Ticari Borçlar} - \text{Dönem Vergi Yükümlülüğü} - \text{Diğer} \\ & \text{Kısa Vadeli Yükümlülükler} + \text{Şerefiye} \end{aligned}$$

Bu değer için önemli nokta yatırılan sermayenin hesaplanması aşamasında bir önceki dönem (t-1) bilanço değerlerinin kullanılmış olmasıdır. Örneğin; 2010 yılı yatırılan sermaye tutarı, 2009 yılı bilanço verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

$$\text{EVA} = \text{NOPAT}_t - (k_{\text{wacc}} * \text{Yatırılan Sermaye}_{t-1})$$

NOPAT : Vergi sonrası net faaliyet karı

$k_{\text{wacc}}$  : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

EVA, bir yatırımın ya da yatırım portföyünün yaratmış olduğu artık değer olarak tanımlanmaktadır. Şirketlerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin üzerinde yaratmış olduğu nakit akışına odaklanarak teknik analiz yapan EVA, şirketlerin ekonomik karını gösteren en önemli göstergelerden biri olarak kabul edilmektedir (Tabara, 2013: 6). Marka da esasında bir maddi olmayan duran varlık olarak

yatırılmış sermayenin bir parçası olarak kabul edilmektedir. Marka değerindeki artış ile müşteriler söz konusu markanın ürünlerini almaya yönelmekte ve tekrar alımlarını gerçekleştirmektedirler. Bu durum markanın müşteri gözündeki kredibilitesini yükseltmekte ve müşteri riskini azaltmaktadır (Erdem, Swait, ve Valenzuela, 2006: 45). Bu anlamda marka ve hissedar değeri arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir.

#### **4.6.1.4 Piyasa Katma Değeri (MVA)**

Piyasa katma değeri; şirketlerin piyasa değeri ile yatırılmış sermayesi arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. MVA'nın hesaplanması daha önceki bölümde de ifade edildiği gibi şirketin piyasa değerinden yatırılan sermaye tutarı çıkarılmak suretiyle hesaplanmıştır. Şirketlerin piyasa değerinin hesaplanması için yıl sonu hisse senedi kapanış fiyatı ile ödenmiş sermaye tutarı çarpılmıştır. Yatırılan sermaye miktarı EVA'nın hesaplanmasında kullanılan tutarlar olarak alınmıştır.

$$MVA = \text{Şirketin Piyasa Değeri} - \text{Yatırılan Sermaye}$$

$$\text{Şirketin Piyasa Değeri} = \text{Hisse senedi fiyatı} * \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

$$\begin{aligned} \text{Yatırılan Sermaye} = & \text{Nakit ve Nakit Benzerleri} + \text{Ticari Alacaklar} + \text{Stoklar} - \\ & \text{Ticari Borçlar} - \text{Dönem Vergi Yükümlülüğü} - \text{Diğer} \\ & \text{Kısa Vadeli Yükümlülükler} + \text{Şerefiye} \end{aligned}$$

Amacı hissedar değeri yaratmak olan şirketlerin, söz konusu olan bu farkı pozitif yönde artırmaları gerekmektedir. MVA'nın artırılması iki yolla sağlanabilir. Birincisi; mevcut yatırılmış sermaye düzeyi ile şirketin piyasa değerini artırmak, ikincisi ise yatırılan sermayenin etkinliğini artırmak şeklinde sıralanabilir. Şirketlerin piyasa değerlerindeki artış hisse senedi fiyatındaki artış ile doğru orantılıdır. Bu anlamda şirketlerin marka değerleri ile piyasa katma değerleri arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir.

#### **4.6.2. Bağımsız Değişken ve Kontrol Değişkenleri**

Bu çalışmada hissedar değeri üzerindeki etkisi araştırılan bağımsız değişken olarak marka değeri alınmıştır. Marka değerinin yanısıra, kurulan her modelde bir kontrol değişkeni kullanılmıştır. Aktif karlılığının bağımlı değişken olarak kullanıldığı modelde, marka değeri ile birlikte faiz vergi öncesi karın toplam satışlara oranı kontrol değişkeni olarak ele alınmıştır. Ekonomik katma değer bağımlı değişken olduğu modelde, vergi sonrası net faaliyet karının toplam varlıklara oranı kontrol değişkeni olarak ele alınmıştır. Piyasa katma değerinin bağımlı değişken olduğu modelde ise piyasa değerinin defter değerine oranı kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Tobin's q oranının bağımlı değişken olarak ele alındığı modelde bu değişkenin tek başına yer aldığı ve diğer olası değişkenlerle birlikte yer verildiği hiçbir durumda istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir.

##### **4.6.2.1. Marka Değeri**

Araştırmanın konusu itibariyle marka değeri bağımsız değişken olarak ele alınmış ve tüm modellere dahil edilmiştir.

Çalışmaya dahil edilen markaların bir grup markasından ziyade ferdi marka olmasına dikkat edilmiştir. Çünkü markalar ile ilişkilendirilecek finansal tabloların, sadece söz konusu marka ile faaliyet gösteren şirkete ait olması gerekmektedir (Bharadwaj, Tuli ve Bonfrer, 2011: 93). Aksi durumda birçok markayı bünyesinde bulunduran bir şirketin finansal rakamları ile o şirkete ait birçok markadan sadece bir tanesinin değerlerini ilişkilendirmiş olmak söz konusu olacaktır.

Literatürde marka değeri ile ilgili çalışmaların büyük çoğunluğunda Interbrand (Barth, Clement, Foster, ve Kasznik, 1998; Madden, Fehle, ve Fournier, 2006; Eng ve Keh, 2007; Bröls, 2010; Johansson, Dimofte, ve Mazvancheryl, 2012), Financial World (Kerin ve Sethuraman, 1998; Eng ve Keh, 2007) gibi bağımsız marka değerlendirme kuruluşlarının açıklamış oldukları marka değerleri kullanılmaktadır. Çalışmaya konu olan şirketlerin marka değerleri de BrandFinance

bağımsız marka değerlendirme şirketinin, her yıl birçok ülke için düzenli olarak açıkladığı “İlk 100 Marka” raporlarından temin edilmiştir. BrandFinance şirketi marka değerlerinin hesaplanması için veri teminini öncelikle Kamu Aydınlatma Platformu’ndan sağladığını belirtmektedir. Listede yer alan tüm markalı faaliyetlerin kendi markaları ile söz konusu faaliyetleri sürdürdüğü varsayılmaktadır. Finansal verilerin temini için konsolide mali tablolar kullanılmaktadır. Konsolide mali tablolar, söz konusu şirketin tüm markalarına ait toplu veri vermekte olduğu için birden fazla markaya sahip şirketlerin değeri “marka portföyü” olarak kabul edilmektedir. BrandFinance genel tablolarını hazırlarken, markalı faaliyete ait son 3 yıllık geçmiş finansal verileri yorumlamakta ve gelecek 5 yıla projeksiyon yapmaktadır. Bu amaçla uluslararası brokerler tahmin sisteminin (IBES-International Brokers Estimate System) yorum ve verilerinden yararlanmaktadır.

BrandFinance şirketinin açıklamış olduğu marka değerleri, dolar cinsinden ifade edilmektedir. Araştırmada kullanılan finansal tablo verileri ile uyumlu olması açısından marka değerleri, yılsonu dolar kapanış fiyatı ile çarpılmak suretiyle TL cinsinden ifade edilmiştir.

#### **4.6.2.2. Kontrol Değişkenleri**

Vergi sonrası net karın toplam aktife oranı (NOPATTA), ele alınan ilk kontrol değişkenidir. Matematiksel olarak şirketin sahip olduğu toplam aktif başına ne kadar kar elde ettiğini göstermektedir. Söz konusu değişken, üçüncü modelde EVA ile ilişkilendirilmiştir. Şirketlerin yarattıkları ekonomik katma değeri açıklayabilecek bir oran olduğu düşünülmüştür. Şirketlerin aktif başına vergi sonrası net karı arttıkça yaratacakları ekonomik katma değer de artacaktır.

İkinci kontrol değişkeni faiz ve vergi öncesi karın toplam satışlara oranıdır (EBITTS). Söz konusu oran, bir anlamda şirketlerin fon yaratma kapasitesini göstermektedir. Fon yaratma kapasitesi artan şirketin karlılığının da artacağı düşüncesi ile bu değişken, birinci modele dahil edilerek aktif karlılığını açıklayacağı düşünülmüştür.

Piyasa değeri defter değeri oranı (MTB), çoğunlukla şirketlerin gelecekte bekledikleri normalin üstündeki karların bugünkü değerini gösteren bir ölçüt olarak kullanılmaktadır (Lev ve Sougiannis, 1999: 423). Bu oran ne kadar büyük olursa maddi olmayan varlıkların değerinin maddi varlıkların değerine göre o kadar fazla olduğu düşünülmektedir. Bir başka ifade ile 1'den büyük bir piyasa değeri/defter değeri oranı, firma düzeyindeki finansal performansın daha çok fiziki olmayan varlıklara dayandığını göstermektedir. Söz konusu oran 1'den küçük ise firma düzeyindeki finansal performans, fiziki olmayan varlıklardan ziyade fiziki varlıklara dayanmaktadır. Benzer çıkarımlar piyasa değeri / defter değeri oranının negatif ve pozitif olması durumları için de geçerlidir (Peterson ve Jeong, 2010: 683). Piyasa değeri/defter değeri oranının 1 den büyük olması, aynı zamanda firmaların hissedarlarına değer yaratmış olması durumu olarak da yorumlanmaktadır (Kerin ve Sethuraman, 1998: 267). Bu anlamada piyasa değeri/defter değeri oranının şirketlerin piyasa katma değerini açıklayan bir değişken olabileceği düşünülmüştür. Bu nedenle söz konusu oran dördüncü modele dahil edilmiştir.

## **4.7. Ampirik Bulgular**

### **4.7.1. Tanımlayıcı İstatistikler**

Araştırmanın regresyon modellerinde kullanılan tüm değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 4.2'de belirtilmiştir.

**Tablo 4.2.** Tanımlayıcı İstatistikler

	Ortalama	Medyan	Maksimum	Minimum	Std. Hat.	Olasılık
BV	7.49E+08	2.39E+08	5.07E+09	28441600	1.03E+09	0.000000
EVA	3.68E+08	96419493	3.20E+09	-1.23E+08	5.84E+08	0.000000
MVA	1.44E+09	2.02E+08	1.78E+10	-5.56E+09	4.19E+09	0.000000
TQ	1.722.076	1.382.849	8.907.853	0.389453	1.376.826	0.000000
ROA	0.059064	0.060140	0.435626	-0.155002	0.071672	0.000000
NOPATTA	0.121390	0.114372	0.624874	-0.058861	0.085247	0.000000
EBITTS	0.117481	0.071645	5.079.350	-0.170918	0.398448	0.000000
MTB	3.628641	1.833623	7.459702	0.217952	8.117743	0.000000

N=164

164 gözleme ilişkin istatistiki değerlere bakıldığında, EVA ve MVA'nın her ikisinin de negatif değerler aldığı yılların olduğu görülmektedir. Bu durum, bazı şirketlerin bazı yıllarda pozitif katma değer yaratmak yerine, sermayelerini yanlış değerlendirmeleri sonucu negatif değer yarattıkları şeklinde yorumlanabilir. Hatta bazı şirketler için aynı yıl negatif MVA'ya sahipken, EVA değerinin pozitif olduğu gözlemlenmiştir. Bu durum, söz konusu şirketlerin pozitif bir ekonomik katma değer yaratırken aynı zamanda negatif bir piyasa katma değeri yaratmış olduklarını göstermektedir.

Esasında bu bulgular, EVA ve MVA'nın birbiri ile ilişkili olduğunu vurgulayan ampirik çalışma sonuçlarından farklılık göstermektedir. Etkinlik düzeyi yüksek olan piyasalarda doğrulanan EVA ve MVA'nın yakın ilişkisinin Türkiye'de



doğrulanamaması sermaye piyasasının zayıf etkinlik düzeyine dahi sahip olmaması ile açıklanabilmektedir (Yılıgör, 2005: 236).

#### 4.7.2. Model 1 Ampirik Bulguları

Birinci modele dahil edilen değişkenler için yapılan korelasyon testi neticesinde elde edilen korelasyon matrisi Tablo 4.3’de ele alınmıştır.

**Tablo 4.3.**Model 1 Korelasyon Matrisi

	ROA	EBITTS	BV
ROA	1.000000	0.139852	0.188662
EBITTS	0.139852	1.000000	0.005157
BV	0.188662	0.005157	1.000000

Bağımsız değişkenler olan marka değeri ve faiz vergi öncesi karın toplam satışları oranı arasında korelasyon söz konusu değildir. Söz konusu değişkenler ile bağımlı değişken olan aktif karlılığı arasında korelasyon vardır. Model 1’in analizi sonrasında elde edilen bulgular Tablo 4.4.’de gösterilmiştir.

**Model 1** :  $ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 BV_{i,t} + \beta_2 EBITTS_{i,t} + u_{i,t}$

ROA : Aktif karlılığı

BV : Marka Değeri

EBITTS : Faiz Vergi Öncesi Kar / Toplam Satışlar

**Tablo 4.4.** Model 1 Panel Regresyon Havuzlanmış En Küçük Kareler Sonuçları

Bağımlı Değişken: ROA					
Metot: Panel En Küçük Kareler					
Dönem: 2010-2013					
Şirket Sayısı: 41					
Toplam Dengeli Panel Gözlem Sayısı: 164					
	Değişken	Katsayısı	Std. Hata	t-İstaistiği	P.
	C	0.046348	0.006959	6.660516	0.0000
	EBITTS	0.024982	0.013782	1.812643	0.0717
	BV	1.31E-11	5.32E-12	2.452991	0.0152
R <sup>2</sup>		0.054881	F-Statistic		4.674474
Adj. R <sup>2</sup>		0.043141	Prob(F-statistic)		0.010633

Elde edilen BV ( $\beta_1=1,31E-11$ ,  $p<0,10$ ) ve EBITTS ( $\beta_2=0,024982$ ,  $p<0,10$ ) katsayıları  $H_1$  hipotezini doğrulamaktadır. Marka değeri, şirketlerin aktif karlılıklarını pozitif yönde etkilemektedir. Aynı zamanda şirketlerin aktif karlılığına faiz vergi öncesi karın toplam satışlara oranı olarak ifade edilen fon yaratma kapasitesi de pozitif olarak etki etmektedir.

Aktif karlılığı, yatırılmış sermayenin karlılık düzeyini gösteren bir oran olarak kabul edilmektedir. Bir başka ifade ile aktif karlılığı; şirketlerin kar elde etmek amacıyla varlıklarını etkin kullanıp kullanmadıklarını gösteren bir ölçüttür. Marka ise, şirketlerin sahip oldukları bir varlık olarak ifade edilmektedir. Bilançoda yer alan birçok varlık gibi marka da değerini artırmak için birtakım harcamalar gerektirmektedir. Bu harcamaların en büyük bölümünü reklam ve promosyon gibi pazarlama harcamaları oluşturmaktadır. Pazarlama literatürüne göre marka değerini artırmak amacıyla yapılan bu harcamalar sayesinde marka değeri arttıkça söz konusu harcamaların etkinliği de artacaktır. Bu durum neticesinde artan marka değeri, şirketler için maliyet avantajı yaratmış olacaktır. Söz konusu maliyet avantajı karlılık oranını artırıcı etki yapacaktır.

Aktif karlılığı aslında sadece bir karlılık göstergesi olarak değil; bununla birlikte bir sermaye yoğunluk göstergesi olarak da kabul edilmektedir. İlk kuruluş aşamasında sermaye yoğun olarak kurulan şirketlerin aktif karlılık oranlarının düşük olması beklenmektedir. Bu durum aktif karlılığının hesaplanma mantığından

kaynaklanmaktadır. Yani şirketlerin toplam aktifleri arttıkça paydadaki değer artacağı için aktif karlılığı da azalacaktır. Fakat marka değeri, şirketlerin toplam varlıklarının etkinliğini artıran bir katalizör olarak kabul edildiği takdirde, söz konusu azalma gerçekleşmeyecektir. Buna en iyi örnek, marka değerini yüksek kalite olarak kabul eden müşteri kitlesi verilebilir. Bu müşteri kitlesi, marka değerinden ötürü söz konusu ürünler için her zaman ekstra fiyat ödemeyi kabul eden kesimi oluşturacaktır. Marka değeri sayesinde mevcut varlıklardan ekstra gelir edilecektir. Bununla birlikte; şirketler değeri yüksek markalarını farklı ürün kategorilerinde de lisanslama suretiyle toplam varlıklarının etkinliğini artırabilmektedirler. Yatırımcı açısından bakıldığında da yüksek marka değeri gelecekte elde edilecek daha yüksek kazançların göstergesi olarak algılanabilmektedir.

#### 4.7.3. Model 2 Ampirik Bulguları

İkinci modele dahil edilen değişkenler için yapılan korelasyon testi neticesinde elde edilen korelasyon matrisi Tablo 4.5.'de ele alınmıştır.

**Tablo 4.5.** Model 2 Korelasyon Matrisi

	TQ	BV
TQ	1.000000	0.098808
BV	0.098808	1.000000

Korelasyon matrisine göre marka değeri ile Tobin's q değeri arasında düşük korelasyon görülmektedir. Ancak literatürde hissedar değeri göstergesi olarak Tobin's q değerinin birçok çalışmada ele alınması Türkiye için bu değişkenin ele alınmasına yönelik eğilimi artırmıştır. Model 2'nin analizi sonrasında elde edilen bulgular Tablo 4.6.'da gösterilmiştir.

**Model 2** :  $TQ_{i,t} = \alpha + \beta_1 BV_{i,t} + u_{i,t}$

TQ : Tobin's q

BV : Marka Değeri

**Tablo 4.6.** Model 2 Panel Regresyon Havuzlanmış En Küçük Kareler Sonuçları

Bağımlı Değişken: Tobin's q					
Metot: Panel En Küçük Kareler					
Dönem: 2010-2013					
Şirket Sayısı: 41					
Toplam Dengeli Panel Gözlem Sayısı: 164					
	Değişken	Katsayısı	Std. Hata	t-İstaistiği	P.
	C	1.623229	0.132793	12.22375	0.0000
	BV	1.32E-10	1.04E-10	1.263811	0.2081
R <sup>2</sup>		0.009763	F-statistic		1.597217
Adj. R <sup>2</sup>		0.003651	Prob(F-statistic)		0.208114

Yapılan analiz sonucunda marka değeri ile Tobin's q değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

#### 4.7.4. Model 3 Ampirik Bulguları

Üçüncü modele ilişkin yapılan korelasyon analizi sonucu elde edilen bulgular Tablo 4.7.'de gösterilmiştir.

**Tablo 4.7.** Model 3 Korelasyon Matrisi

	EVA	BV	NOPATTA
EVA	1.000000	0.755536	0.275846
BV	0.755536	1.000000	0.058011
NOPATTA	0.275846	0.058011	1.000000

Korelasyon matrisinde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenle aralarındaki korelasyon söz konusudur. Model 3'ün analizi sonrasında elde edilen bulgular Tablo 4.8.'de gösterilmiştir.

**Model 3** :  $EVA_{i,t} = \alpha + \beta_1 BV_{i,t} + \beta_2 NOPATTA_{i,t} + u_{i,t}$

EVA : Ekonomik Katma Değer

BV : Marka Değeri

NOPATTA : Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı /  
Toplam Varlıklar

**Tablo 4.8.** Model 3 Panel Regresyon Havuzlanmış En Küçük Kareler Sonuçları

Bağımlı Değişken: EVA				
Metot: Panel En Küçük Kareler				
Dönem: 2010-2013				
Şirket Sayısı: 41				
Toplam Dengeli Panel Gözlem Sayısı: 164				
Değişken	Katsayısı	Std. Hata	t-İstaistiği	P.
C	-1.40E+08	52227795	-2.678667	0.0082
BV	0.419886	0.027361	15.34615	0.0000
NOPATTA	1.59E+09	3.31E+08	4.814591	0.0000
R <sup>2</sup>	0.624848	F-statistic		134.0798
Adj. R <sup>2</sup>	0.620188	Prob(F-statistic)		0.000000

Elde edilen BV ( $\beta_1=0,41$ ,  $p<0,10$ ) ve NOPATTA ( $\beta_2=1,59$ ,  $p<0,10$ ) katsayıları  $H_3$  hipotezini doğrulamaktadır. Marka değeri şirketlerin ekonomik katma değerini pozitif yönde etkilemektedir. Bununla birlikte ekonomik katma değerini, şirketlerin vergi sonrası net karının toplam aktife oranı yani bir anlamda aktif getirisi de pozitif olarak etkilemektedir.

EVA, bir yatırım ya da yatırım portföyünden sağlanan artık değer olarak tanımlanmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin üzerinde elde edilen nakit akımlarının önemini vurgulayan EVA, aynı zamanda şirketlerin ekonomik karını gösteren en önemli ölçüt olarak kabul edilmektedir. Şirketlerin pozitif ekonomik katma değer yaratmaları iki şekilde mümkün olabilmektedir. Birinci olarak; şirketlerin mevcut sermayelerini etkin kullanmaları halinde pozitif bir ekonomik katma değer yaratacakları kabul edilmektedir. EVA ile marka değeri ilişkisine bu anlamda bakıldığında esasında markanın bir varlık olarak yatırılmış sermayenin önemli bir ögesi olduğunu söylemek mümkündür. Marka değeri, şirketlere yatırılmış sermayelerini daha etkin kullanma imkanı sağlamaktadır. Çünkü marka değeri arttıkça marka değeri yaratmak ve bu değeri sürdürmek üzere yapılan harcamalar azalacaktır. Bu durumun neticesinde de yatırılmış sermayeye olan ihtiyaç

bu ölçüde azalacaktır. İkinci olarak da; ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin altında getiri sağlayacak yatırımlar yapılmazsa ya da şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti azaltılabilirse yine pozitif ekonomik katma değer yaratılacaktır. Marka değerinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini azaltacak bir etkisinin olduğunu söylemek mümkündür. Çünkü marka değerindeki artış müşterilerin alımlarını sürdürmelerini ve yeni alımlar gerçekleştirmelerini sağlayacaktır. Bu durum ise, markanın kredibilitesindeki artış ve müşteri riskindeki düşüş olarak sonuçlanacaktır (Erdem, Swait, ve Valenzuela, 2006: 45). Marka kredibilitésinin artması şirketlerin borçlanma maliyetlerinin düşmesini sağlayarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini azaltıcı etki yapacaktır.

#### 4.7.5. Model 4 Ampirik Bulguları

Dördüncü modele dahil edilen değişkenler için yapılan korelasyon testi neticesinde elde edilen korelasyon matrisi Tablo 4.9.'da ele alınmıştır.

**Tablo 4.9.** Model 4 Korelasyon Matrisi

	MVA	BV	MTB
MVA	1.000000	0.327887	0.124923
BV	0.327887	1.000000	0.029170
MTB	0.124923	0.029170	1.000000

Korelasyon matrisine göre; bağımsız değişkenler olan marka değeri ile piyasa değeri/defter değeri oranı arasında korelasyon söz konusu değildir. Aynı zamanda söz konusu değişkenlerin bağımlı değişken olan piyasa katma değeri ile arasında korelasyon söz konusudur. Model 4'ün analizi sonrasında elde edilen bulgular Tablo 4.10.'da gösterilmiştir.

$$\text{Model 4} \quad : \quad MVA_{i,t} = \alpha + \beta_1 BV_{i,t} + \beta_2 MTB_{i,t} + u_{i,t}$$

MVA : Piyasa Katma Değeri  
 BV : Marka Değeri  
 MTB : Piyasa değeri / Defter değeri

**Tablo 4.10.** Model 4 Panel Regresyon Havuzlanmış En Küçük Kareler Sonuçları

Bağımlı Değişken: MVA					
Metot: Panel En Küçük Kareler					
Dönem: 2010-2013					
Şirket Sayısı: 41					
Toplam Dengeli Panel Gözlem Sayısı: 164					
	Değişken	Katsayısı	Std. Hata	t-İstaistiği	P.
	C	2.35E+08	4.04E+08	0.580998	0.5621
	BV	1.318515	0.300368	4.389669	0.0000
	MTB	5.959892	0.381615	1.561753	0.1003
R <sup>2</sup>		0.120829	F-statistic		11.06352
Adj. R <sup>2</sup>		0.109908	Prob(F-statistic)		0.000031

Elde edilen BV ( $\beta_1=1,31$ ;  $p<0,10$ ) ve MTB ( $\beta_2=5,95$ ,  $p<0,10$ ) katsayıları  $H_4$  hipotezini doğrulamaktadır. Marka değeri, şirketlerin piyasa katma değerini pozitif yönde etkilemektedir. Bununla birlikte piyasa katma değerini, şirketlerin piyasa değeri/defter değeri oranı da pozitif olarak etkilemektedir.

Piyasa katma değeri, şirketlerin piyasa değeri ile yatırılmış sermayesi arasındaki fark olarak hesaplanmaktadır. Hissedar değeri yaratmak isteyen bir şirket, söz konusu farkı pozitif olarak ençoklamayı amaçlamalıdır. Piyasa katma değeri iki şekilde ençoklanabilir. Birincisi; şirketin piyasa değerini artırmak ikincisi ise daha etkin yatırımlar yapmak şeklinde gerçekleştirilebilir. Piyasa katma değeri ve marka değeri arasındaki ilişkiye piyasa değeri tabanında baktığımızda, hisse senedi fiyatlarındaki değişimi yorumlamak gereklidir. Pazarlama literatüründeki birçok çalışma, marka değerindeki artışın hisse senedi fiyatlarını artırdığına yönelik ampirik bulgular elde etmiştir. Marka değerindeki artış, hisse senedi fiyatlarını artırarak söz konusu şirketleri yatırımcılar için daha cazip hale getirmektedir. Yatırımcı için artan cazibe, aynı zamanda marka değerinin etkisi ile gelecekte artmasını beklediği nakit akışlarından da kaynaklanmaktadır. Bu anlamda marka değerindeki artışın hisse senedi fiyatını artırmak suretiyle piyasa katma değerinde artışa yol açtığını söylemek mümkündür.

Pozitif piyasa katma değeri yaratmak isteyen şirket, mevcut sermayesi ile daha yüksek piyasa değerine ulaşmayı ya da mevcut piyasa değerini daha düşük bir sermaye ile veya mevcut sermayesini daha etkin kullanmak suretiyle elde etmeyi amaçlamalıdır. Marka değerindeki artış müşteri sadakatini artıracığı için rekabetçi hareketlere karşı şirketin kırılabilirlik düzeyini düşürecektir. Bu durum sadık müşterilerin rekabetçi promosyonlar ya da fiyat düşürme gibi rakip ataklar neticesinde, başka bir markayı tercih etmeye daha az meyilli olmalarının bir sonucudur. Rekabetçi girişimlere karşı şirketlerin kırılabilirlik düzeylerinin düşük olması ve sadık müşteri kitlesinin varlığı, müşteriler şirketlerin arz ettiklerini almaya devam ettikçe, nakit akışlarında daha düşük oynaklık olarak sonuçlanacaktır (Bharadwaj, Tuli ve Bonfrer, 2011: 95).

#### **4.8. Değerlendirme**

Analiz sonucunda elde edilen bulgular, Türkiye’de marka değerinin hissedar değerini pozitif olarak etkilediğini göstermektedir. Hissedar değeri göstergesi olarak kabul edilen aktif karlılığı, ekonomik katma değer ve piyasa katma değeri, marka değerindeki artıştan pozitif olarak etkilenmektedir. Yatırımcı açısından bakıldığında;

- Yüksek marka değerinin gelecekte elde edilecek daha yüksek kazançların, nakit akımlarının göstergesi olarak algılanması,
- Artan marka değerinin, şirketler için marka yaratma sürecinde artan etkinlik sayesinde maliyet avantajı yaratmış olması,
- Şirketlerin değeri yüksek markalarını farklı ürün kategorilerinde de lisanslamak suretiyle toplam varlıklarının etkinliğini artırması,
- Artan marka değerinin marka değeri yaratmak ve bu değeri sürdürmek üzere yapılan harcamaları azaltması sayesinde yatırılan sermayeyi daha etkin kullanma olanağı sağlaması,
- Marka değerindeki artışın müşterilerin alımlarını sürdürme ve yeni alımlar yapmalarına olanak tanınması sayesinde markanın kredibilitasını artırması,



- Müşteri riskini düşürmesi ve böylece şirketlerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerini azaltması,
- Rekabetçi hareketlere karşılık şirketin kırılabilirlik düzeyini düşürmesi ve söz konusu durumlarda nakit akımlarındaki oynaklığı düşürmesi gibi etkiler sonucunda marka değerinin hissedar değerini pozitif yönlü etkilediğini söylemek mümkündür.

Bu değerlendirmelere ek olarak; daha önce yapılan çalışmalarda, markadan işletme performansına etkisini uzun yıllar içinde gösteren bir varlık olarak bahsedilmesine rağmen, bu çalışma, markanın kısa vadede de hissedar değerini etkilediğini ampirik olarak göstermiştir. Ayrıca, Türkiye için marka değeri göstergesi olarak bir bağımsız marka değerlendirme kuruluşunun değerlerinin kullanılması literatürdeki benzer verileri kullanan çalışmalarla bir kıyaslama yapabilme imkanı sağlamıştır.

## SONUÇ

1980’li yıllarda şirketlerin, birleşme ve devralma işlemleri sırasında defter değerinin çok üstünde bir piyasa değeri ile işlem görmeleri, dikkatleri finansal tablolarda ifade edilmeyen ancak şirket değerini doğrudan etkileyen varlıklar üzerine çekmiştir. Söz konusu varlıklar içerisinde sayılan markanın, şirketlerin piyasa değerini artırıcı en önemli faktörlerden biri olduğu görüşü, birçok çalışma ile desteklenmiştir. Ancak bugüne kadar ne Amerika ne Avrupa ülkeleri ne de diğer ülkelerde hissedarlarına marka performansı hakkında sistematik bilgi veren bir finansal yapı oluşturulamamıştır. Bunun en önemli sebebinin, finansal tablolarda yer verilecek marka değerinin hesaplanış şekli ile ilgili fikir birliğine varılamaması olduğu ifade edilebilir. Farklı amaçlara göre farklı varsayımlarla hesaplanabilecek birçok marka değerinin, yanıtıcı kanaatler oluşturacağı şüphesizdir. Ancak son yıllarda firma değeri olarak üst sıralarda yer alan şirketlerin marka değerini, ISO standartlarına sahip marka değerlendirme ve danışmanlık şirketlerinin kullanmış oldukları yöntemler doğrultusunda açıklamaları, bu eksikliği tamamlama yolunda atılan bir adım olarak algılanmaktadır. En önemli üç değerlendirme şirketinin her yıl açıkladıkları en değerli markalar listelerinin büyük ölçüde birbiriyle örtüşmeye başlaması marka değeri olarak açıkladıkları rakamların literatürde birçok çalışmanın veri seti olmasına olanak tanımıştır.

Değere dayalı yönetim anlayışının artan bir hızla önem kazandığı günümüz işletmecilik anlayışında, tüm şirket departmanlarının ortak amaç olarak hissedar değeri maksimizasyonunu kabul etmesi ve bu amaç doğrultusunda ortak stratejiler geliştirilmesi, hissedar değerini etkileyen faktörleri tespit etmek ve etki derecelerini ölçmek konusunda gerek akademisyenleri gerekse şirket yöneticilerini harekete geçirmiştir. Bu tez de bu doğrultuda gerçekleştirilen çalışmalardan biri olarak, marka değerinin hissedar değeri üzerinde bir etkisi olup olmadığını tespit etmeyi amaçlamıştır.

Marka değerinin tespit edilmesinde çok çeşitli marka değerlendirme modelleri söz konusudur. Bu modelleri üç ana başlık altında toplamak mümkündür. Davranışsal marka değerlendirme modelleri, finansal marka değerlendirme modelleri ve her iki kriterin de bir arada değerlendirildiği karma marka değerlendirme modelleri başlıkları altında da

birçok farklı model geliştirilmiştir. Marka değerini tespit etmek amacıyla geliştirilen bu modellerin herbiri farklı varsayımlarla, farklı amaçlar için oluşturulmuştur. Bu çalışmada finansal verilerin elde edilebilmesi amacıyla sadece Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan şirketler ele alındığından, bu kısıt çerçevesinde tüm şirketleri ortak varsayımlar altında toplayarak uygun bir model tespit etmenin güçlüğü söz konusu olmuştur. Bu nedenle marka değeri olarak literatürdeki birçok çalışma gibi bu çalışmada da bağımsız marka değerlendirme kuruluşlarının, şirketlerin hem davranışsal hem de finansal verilerini kullanarak hesapladıkları marka değerleri kullanılmıştır. Hissedar değeri göstergesi olarak henüz genel kabul görmüş bir değer ölçütü söz konusu değildir. Literatürde birçok finansal performans ölçütü hissedar değeri göstergesi olarak kullanılmaktadır. Bu çalışmada da hissedar değeri dört farklı performans ölçütü ile gösterilmiştir. İlk ikisi kara dayalı geleneksel performans ölçütlerinden diğer ikisi ise değere dayalı performans ölçütlerinden alınmıştır.

Marka değeri ve hissedar değeri göstergelerinin tespitinin ardından marka değerinin herbir hissedar değeri göstergesi üzerinde potizif etkisi olduğu hipotezleri doğrultusunda, dört farklı model oluşturulmuştur. Bu modeller için marka değeri bilinen şirket sayısının az olması, marka değerlerinin az sayıda yıl için bilinmesi gibi birtakım sınırlılıklar söz konusu olmuştur. Ulaşılan analiz sonuçları, marka değerinin hissedar değeri göstergesi olarak kabul edilen aktif karlılığı, ekonomik katma değer ve piyasa katma değerini pozitif yönlü etkilediğini göstermiştir.

21. yüzyılda yaşanan ekonomik dönüşüm emek yoğun, hammadde ağırlıklı endüstrilerin yerini bilgiye dayanan endüstrilere bıraktığı bir ekonomik sistem oluşturmaktadır. Bilgiye dayalı endüstriler içinde sayılabilecek elektronik, bilgisayar, iletişim, biyoteknoloji, yenilebilir enerji vb. iş kolları hızlı büyümeleri ve karlılıkları ile birçok şirketin yer almak istediği bir endüstri haline gelmiştir. Bu durum da geleneksel endüstrinin maddi varlık ağırlıklı bilançoları da zamanla yerini maddi olmayan varlık ağırlıklı bilançolara bırakacağıının habercisi olarak yorumlanabilir. Bu durum aslında yaşanan ekonomik dönüşüm sürecinin bir sonucudur. Çünkü işletmeler için, kitlesel iletişimden bire-bir, kişiye özel iletişim ve pazarlama yöntemlerinin uygulandığı, sabit varlıktan çok, değer üretebilecek entelektüel varlıklara yatırım yapıldığı, şirket değerinin sadece sahip olduğu maddi

varlıklarla değil, marka gibi maddi olmayan varlıklarla da ölçüldüğü bir ekonomik platform söz konusu olmaktadır. Özellikle marka varlığı, şirketin iletişim içinde olduğu tüm paydaşlarını etkilemektedir. Marka, kredi verenler, yatırımcılar için yatırım isteğini artırma ve borçlanma maliyetini düşürme yoluyla, olası müşteriler ve mevcut müşteriler için satınalma kararlarını olumlu yönde etkilemek suretiyle, şirket değerine katkı sağlamaktadır. Bunun yanısıra yapılan birçok ampirik çalışmaya dayanarak, finansal piyasaların marka gibi maddi olmayan varlıkları gözardı etmediğini, hisse senedi fiyatının söz konusu varlıkları yansıttığını da söylemek mümkündür.

Bu çalışma, uluslararası bir bağımsız marka değerlendirme kuruluşunun Türkiye için belirlemiş olduğu marka değerlerini kullanan ilk çalışma olma özelliğini taşımaktadır. Bu anlamda çalışmada elde edilen sonuçların uluslararası literatürdeki benzer çalışmalarda elde edilen sonuçlarla kıyaslanma imkanı sağlamaktadır.

Uluslararası literatürde gerek finansal performans ölçütleri gerek ise hissedar değeri değişkenleri üzerinde marka değerinin etkisini araştıran çalışmaların çok büyük çoğunluğunda elde edilen pozitif ilişkinin varlığı, bu çalışma ile Türkiye için de doğrulanmıştır. Marka değerinin hissedar değerini pozitif olarak etkilediğini tespit eden bu çalışma, pazarlamacılara markalaşma çalışmalarını, mutlaka markanın işletmenin finansal performansına katkısını göz önünde bulundurmak suretiyle planlamaları gerektiğini ve finansçılara bütçe planlamasını markanın bir varlık olarak kabul edilerek yapılması gerektiğini göstermektedir. Daha uzun vadeli marka değerleri ve farklı hissedar değeri ölçütleri ile yapılacak analizler, bir başka çalışma konusu olarak ele alınabilecektir.

## KAYNAKÇA

### Kitap:

- AKDOĞAN, Nalan, SEVİLENGÜL, Orhan. (1995), Tekdüzen Muhasebe Sistemi Uygulaması, İSMMMOMO Yayınları, Yayın No.7, İstanbul.
- AKGÜÇ, Öztin (2010), Finansal Yönetim, Avcıol Basım Yayım, İstanbul.
- AKDOĞAN, Nalan, SEVİLENGÜL, Orhan. (1995), Tekdüzen Muhasebe Sistemi Uygulaması, İSMMMOMO Yayınları, Yayın No.7, İstanbul.
- AKGÜÇ, Öztin (2010), Finansal Yönetim, Avcıol Basım Yayım, İstanbul.
- AYPEK, Nevzat, BAN, Ünsal (2002), Finans, Bankacılık, Borsa ve Dış Ticaret Terimleri Sözlüğü, Gazi Kitabevi, Ankara.
- BAŞALAN Patent & Trade Mark (2008), Marka Hukuku ve Mevzuatı, Yaylacık Matbaacılık, İstanbul.
- BERK, Niyazi (1998), Finansal Yönetim, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- BRIGHAM, Eugene, HOUSTAN, Joel, (2004), Fundamentals of Financial Management (4. Baskı), Thomson South-Western, Ohio.
- BROOKING, Annie (1996), Intellectual Capital, Thompson Business Press, London.
- CHERNATONY, Leslie De (2006), From Brand Vision to Brand Evaluation The Strategic Process of Growing and Strengthening Brands (2nd Edition). Burlington: Elsevier Ltd, Burlington.
- CLIFTON, Rita, SIMMONS, John (2003), Brands and Branding, Profile Books Ltd, London.
- COHEN, Jeffrey (2005), Intangible Assets Valuation and Economic Benefit, John Wiley & Sons Inc, New Jersey.
- COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack (1995). Valuation Measuring and Managing The Value of Companies (2nd b.). John Wiley & Sons, New York.
- DOYLE, Peter (2000), Değer Temelli Pazarlama, MediaCat Kitapları, İstanbul.
- DURŞUN, Hasan (2008), Marka Hukuku Avrupa Topluluğu Marka Hukuku Türk Marka Hukuku Türk Marka Hukukunun Avrupa Birliği Müktesebatına

- Uyumunun Sağlanması İçin Alınması Gereken Önlemler, Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- ELLWOOD, Iain (2002), Essential Brand Book: Over 100 Techniques to Increase Brand Value, Kogan Page Ltd, Milford.
- ERCAN, Metin Kamil, BAN, Ünsal (2005), Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, Ankara.
- ERCAN, Metin Kamil, ÖZTÜRK, Başaran, DEMİRGÜNEŞ, Kartal (2003). Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye, Gazi Kitabevi, Ankara.
- ERKUŞ, Hakan (2006), IAS 33 ve TMS 3'e Uyumlu Olarak Hisse Başına Kazancın Hesaplanması, Yaklaşım Yayıncılık, Ankara.
- FERNANDEZ, Pablo (2002), Valuation Methods and Shareholder Value Creation, Academic Press, Madrid.
- G. BENNETT Steward, III. (1990), The Quest For Value: A Guide for Senior Managers, HarperCollins Publishers, USA.
- GÜRBÜZ, Osman, ENGİNCAN, Yakup (2004), Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- HAIGH, David (1999), Understanding The Financial Value of Brands, European Association of Advertising Agencies, London.
- HAIGH, David (2000), Brand Valuation: Measuring and Leveraging Your Brand. Institute of Canadian Advertising, London.
- HAIGH, David, İLGÜNER, Muhterem (2012), Marka Değeri, Mega Basım Yayın, İstanbul.
- HIGGINS, R. C. (2003), Analysis for Financial Management (7. Baskı b.). McGraw-Hill Companies, New York.
- KARLÖF, Bengt, LÖVINGSSON, Fredrik Helin (2005), A to Z of Management Concepts and Models, Thorogood Publishing, London.
- KOTLER, Philip (2001), Framework for Marketing Management, Upper Saddle River, Prentice Hall, Mishawaka.
- LEV, Baruch (2001), Intangibles: Management, Measurement and Reporting.: Brookings Institution Press, Washington DC.

- LINDEMANN, Jan (2010), *The Economy of Brands*, Palgrave Macmillan, New York.
- MILLER, Jon, MUIR, David (2004), *The Business of Brands*, John Wiley & Sons Ltd., West Sussex.
- MOHSIN, Muhammad (2009), *Encyclopaedia of Brand Equity Management Volume I*, Global Media, Mumbai.
- PICKTON, David, BRODERICK, Amanda (2005), *Integrated Marketing Communications (2nd Edition)*, Prentice Hall, Essex.
- REILLY, Robert, SCHWEIHS, Robert (1999), *Valuing Intangible Assets*. R.R Donnelley & Sons Company, New York.
- ROSS, Stephen, WESTERFIELD, Randolph, JAFFE, Jeffrey (2005), *Corporate Finance (7nd b.)*. The McGraw- Hill Education, New York.
- SALINAS, Gabriela (2011), *The International Brand Valuation Manual (2nd Edition)*, John Wiley & Sons Ltd, West Sussex.
- SMITH, Gordon (1997), *Trademark Valuation*. John wiley & Sons, New Jersey.
- SMITH, Gordon, PARR, Russell (2005), *Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets*. Hoboken, John Wiley & Sons Inc, New Jersey.
- TATOĞLU, Ferda Yerdelen (2012), *Panel Veri Ekonometrisi*, Beta Basım A.Ş, İstanbul.
- Türkiye Değerleme Standartları Çalışması. (2011), Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği, İstanbul.
- UPTON, Wayne (2001), *Business and Financial Reporting Challenges from the New Economy*, Financial Accounting Standards Board of The Financial Accounting Foundation.
- VENANZI, Daniela (2012), *Financial Performance Measures and Value Creation: The State of the Art*, Springer Science, Italy.
- WEISSENRIEDER, Fredrick (1997), *Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added*, Gothenburg Studies in Financial Economics, Göteborg.
- YOUNG, David, O'BYRNE, Stephen (2000), *EVA and Value-Based Management a Practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill Books, New York.

YÜKSEL, Ülkü, MERMOD, Aslı Yüksel (2005), Marka Yönetimi ve Marka Değerinin Ölçülmesi, Beta Basım A.Ş, İstanbul.

**Dergi:**

ABDEEN, Adnan, HAIGHT, Timoty, "A Fresh Look at Economic Value Added: Empirical Study of Fortune Five-Hundred Companies", **Journal of Applied Business Research**, Cilt 18, Sayı 2, 2002, s. 27-36.

ABRATT, Russel, BICK, Geoffrey, "Valuing Brands and Brand Equity: Methods and Processes", **Journal of Applied Manegement and Entrepreneurship**, Cilt 8, Sayı 1, 2003,s. 21-39.

AILAWADI, Kusum, LEHMANN, Donald, NESLIN, Scott, "Revenue Premium as an Outcome Measure of Brand Equity", **Journal of Marketing**, Cilt 67, Sayı 4, 2003, s. 1-17.

AKBAŞ, Halil Emre, "Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı ve Hissedar Değeri", **Çözüm**, Temmuz-Ağustos, 2011, s. 115-132.

AKBULUT, Ramazan, PAKSOY, Mustafa, "Marka Değerini Etkileyen Faktörler: Seçilmiş Bazı Küresel İşletmelerde Marka Değeri ile Finansal Göstergeler Arasındaki İlişki", **İktisat İşletme Finans**, Cilt 22, Sayı 251, 2007, s. 123-132.

ALP, Ali, DEMİRGÜNEŞ, Kartal, BAN, Ünsal, ÖZTÜRK, Başaran, "Ekonomik Katma Değer (Eva) Bakış Açısıyla Finanslama Kararları", **Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 7, Sayı 2, 2009, s. 59-82.

ANAND, Manoj, GARG, Ajay, ARORA, Asha, "Economic Value Added: Business Performance Measure of Shareholder Value", **The Management Accountant**, May, 1999, s. 351-356.

ANCA, Munteanu, PETRE, Brezeanu, "Do Romanian Banking Institutions Create Shareholder Value?", **Procedia Economics and Finance** , 2012, s. 144-151.

AYDIN, Gökhan, ÜLEGİN, Burç, "Tüketici Temelli Marka Değerinin Finansal Performans Üzerine Etkisi", **İTÜ Mühendislik Dergisi**, Cilt 10, Sayı 2, 2011, s. 58-68.



- BARTH, Mary, CLEMENT, Micheal, FOSTER, George, KASZNIK, Ron, "Brand Values and Capital Market Valuation", **Review of Accounting Studies**, Cilt 3, 1998, s. 41-68.
- BARTH, Mary, LANDSMAN, Wayne, "Fundamental Issues Related to Using Fair Value Accounting For Financial Reporting", **Emerald Management Reviews**, Cilt 9, Sayı 4, 1995, s. 97-107.
- BAKRADAROĞLU, Ali, ŞAMILOĞLU, Famil, "Performans Ölçümünde Özsermayenin Ekonomik Katma Değeri: İMKB'de İşlem Gören Bankalar Üzerine Ampirik Bir Uygulama", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 21, 2011, s. 19-38.
- BAYRAKDAROĞLU, Ali, ÜNLÜ, Ulaş, "Performans Değerlemede EVA ve MVA Ölçütleri: Bu Ölçütler Açısından İMKB ve NYSE'nin Karşılaştırmalı Analizi", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 14, Sayı 1, 2009, s. 287-312.
- BAYRAKDAROĞLU, Ali, YALÇIN, Neşe, "Strategic Financial Performance of the Turkish Companies Traded on ISE", **Ege Akademik Bakış**, Cilt 12, Sayı 4, 2012, s. 529-539.
- BHARADWAJ, Sundar, TULI, Kapil, BONFRER, Andre, "The Impact of Brand Quality on Shareholder Wealth", **American Marketing Association**, Cilt 75, September 2011, s. 88-104.
- BICK, Geoffrey, "Increasing Shareholder Value Building Customer and Brand Equity", **Journal of Marketing Management**, Cilt 25, Sayı 1-2, 2009, s. 117-141.
- BIDLLE, Gary, BOWEN, Robert, WALLACE, James, "Evidence on EVA", **Journal of Applied Corporate Finance**, Cilt 12, Sayı 2, 1999, s. 1-19.
- BUCKLIN, Louis, SENGUPTA, Sanjit, "Organizing Successful Co-Marketing Alliances", **Journal of Marketing**, Cilt 57, Sayı 2, 1993, s. 32-46.
- BURKSAITIENE, Daiva, "Measurement of Value Creation: Economic Value Added and Net Present Value", **Economics & Management**, Cilt 14, 2009, s. 709-714.

- CAMARA, Nuno Da, "Accounting and Valuation of Intangible Assets", **Henley Manager Update**, Cilt 18, Sayı 4, Summer, 2007, s. 11-18.
- CATTY, James, "ISO 10668 and Brand Valuations: A Summary for Appraisers", **Business Valuation Update**, Cilt 17, Sayı 4, 2011, s. 1-7.
- CHEN, Shimin, DODD, James, "Economic Value Added (EVA): An Empirical Examination of a New Corporate Performance Measure", **Journal of Managerial Issues**, Cilt 9, Sayı 3, 1997, s. 318-333.
- CHUNG, Kee, PRUITT, Stephen, "A Simple Approximation of Tobin's Q" **Financial Management**, Cilt 23, Sayı 3, 1994, s. 70-74.
- CLIFTON, Rita, "Brand Valuation: From Marketing Department to Boardroom", **Market Leader**, 2009, s. 51-55.
- CONCHAR, Margy, CRASK, Melvin, ZINKHAN, George, "Market Valuation Models of The Effect of Advertising and Promotional Spending: A Review and Meta-Analysis", **Journal of Academy of Marketing Science**, Cilt 33, 2005, s. 445-460.
- CRAVENS, Kerin, GUILDING, Chris, "Strategic Brand Valuation: A Cross-Functional Perspective", **Business Horizons**, July-August 1999, s. 53-62.
- ÇELİK, Arzum Erken, "Marka Değerleme" **MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 31, 2006, s. 195-208.
- DAMASH, Firas, DURAND, Robert, WATSON, John, "The Value Relevance and Reliability of Reported Goodwill and Identifiable Intangible Assets", **The British Accounting Review**, Cilt 41, Sayı 2, 2009, s. 120-137.
- DAY, Steven, "What's a Brand Really Worth?", **CIMA Financial Management Magazine**, March, 2013 s. 27-31.
- DOYLE, Peter, "Shareholder-Value- Based Brand Strategies", **Journal of Brand Management**, Cilt 9, Sayı 1, 2001, s. 20-30.
- ENG, Li Li, KEH, Hean Tat, "The Effects of Advertising and Brand Value on Future Operating and Market Performance", **Journal of Advertising**, Cilt 36, Sayı 4, 2007, s. 91-100.
- ERDEM, Tülin, SWAIT, Joffre, VALENZUELA, Ana, "Brands as Signals: A Cross Country Study", **Journal of Marketing**, Cilt 70, January, 2006, s. 34-49.

- ERTUĞRUL, Murat, "Finansal Performans Ölçümünde Dönüşümlerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi", **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 9, Sayı 1, 2009, s. 19-46.
- FAMA, Eugene, "Efficient Capital Markets II", **Journal of Finance**, Cilt 46, Sayı 5, 1991, s. 1575-1617.
- FEHLE, Frank, FOURNIER, Susan, MADDEN, Thomas, SHRIDER, Daniel, "Brand Value and Asset Pricing", **Quarterly Journal of Finance and Accounting**, Cilt 47, Sayı 1, 2008, s. 1-26.
- FELDWICK, Paul, "What is Brand Equity Anyway and How Do We Measure It?" **International Journal of Market Research**, Cilt 38, Sayı 2, 1996, s. 85-104.
- FIRAT, Duygu, BADEM, Cemkut, "Marka Değerleme Yöntemleri ve Marka Değerinin Mali Tablolara Yansıtılması" **MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 38, 2008, s. 210-219.
- FRIEDER, Laura, SUBRAHMANYAM, Avanidhar, "Brand Perception and the Market for Common Stock", **Journal of Financial Quantitative Analysis**, Cilt 40, Sayı 1, 2005, s. 57-85.
- FROUD, Julie, HASLAM, Colin, JONAL, Sukhdev, WILLIAMS, Korel, "Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves", **Economy and Society**, Cilt 29, No 1, 2000, s. 80-110.
- GERZAMA, John, LEBAR, Ed, RIVERS, Anne, "Measuring the Contributions of Brand to Shareholder Value (and How to Maintain or Increase Them)", **Journal of Applied Corporate Finance**, Cilt 21, Sayı 4, 2009, s. 79-89.
- GUNTHER, Thomas, KRIEGBAUM-KLING, Catharina, "Brand Valuation and Control: An Empirical Study", **Schmalenbach Business Review**, Sayı 53, 2001, s. 263-294.
- HAXTHAUSEN, Ove, "Valuing Brands and Brand Investments: Key Learnings and Future Expectations", **Brand Management**, Cilt 17, Sayı 1, 2009, s. 18-25.
- HOLST, Radolf, BLUEMKE, Alizabeth, HUFF, Thomas, "Measuring and Managing Shareholder Value Creation", **Business Performance Management**, Cilt 7, 1997, s. 1-25.

- HORSKY, Dan, SWYNGEDOUW, Patrick, “Does It Pay to Change Your Company's Name? A Stock Market Perspective”, **Marketing Science**, Cilt 6, Sayı 4, 1987, s. 320-335.
- HUBER, Thomas, “Brand Equity Excellence”, **Brand Equity Review**, Volume I., 2001, s. 1-74.
- ILDIR, Ali, “Marka Değerlemesi ve Marka Değerinin Bilançolarda Gösterilmesi”, **Marmara Üniversitesi Analiz Dergisi**, 2005, Cilt 5, Sayı 14, s. 39-45
- İŞERİ, Müge, “Ekonomik Katma Değer (EVA) Nedir? Ne Değildir?”, **Banka - Mali ve Ekonomik Yorumlar**, Sayı 469, 2003, s. 75-84.
- JOHANSSON, Johy, DIMOFTE, Claudiu, MAZVANCHERYL, Sanal, “The Performance of Global Brands in the 2008 Financial Crisis: A Test of Two Brand Value Measures”, **International Journal of Research in Marketing**, Sayı 29, 2012, s. 235-245.
- KALLAPUR, Sanjay, KWAN, Sabrina, “The Value Relevance and Reliability of Brand Assets Recognized by UK Firms”, **The Accounting Review**, Sayı 79, 2004, s.151-172.
- KERIN, Roger, SETHURAMAN, Raj, “Exploring the Brand Value-Shareholder Value Nexus for Consumer Goods Companies”, **Journal of the Academy of Marketing Science**, Cilt 26, Sayı 4, 1998, s. 260-273.
- KIM, Gyeongmu, KIM, Angela, SOHN, So Young, “Conjoint Analysis for Luxury Brand Outlet Malls in Korea with Consideration of Customer Lifetime Value”, **Expert Systems with Applications**, Sayı 36, 2009, s. 922-932.
- KIM, Hong, KIM, Woo Gong, AN, Jeong, “The Effect of Consumer-Based Brand Equity on Firms' Financial Performance”, **Journal of Consumer Marketing**, Cilt 20, Sayı (4/5), 2003, s.335-351.
- KIM, Namwoon, MAHAJAN, Vijay, SRIVASTAVA, Krishan, “Determining the Going Value of a Business in an Emerging Information Technology Industry: The Case for Cellular Communications Industry”, **Technological Forecasting and Social Change**, Sayı 49 (July), 1995, s. 257-279.
- KLEIN-BÖLTING, Udo, FRANZEN, Ottmar, SPANNAGL, Johannes, CASTEDELLO, Mark, SCGMUSCH, Matthias, MENNINGER, Jutta,

- (2000), "Ten Principles of Brand Valuation". Berlin: Brand Valuation Forum  
An Initiative of G.E.M German Society of Brand Research and German  
Brands Association Markenverband e. V.
- KRASNIKOV, Alexander, JAYACHANDRAN, Satish, "The Relative Impact of  
Marketing Research and Development and Operations Capabilities on Firm  
Performance", **Journal of Marketing**, Cilt 72, Sayı 4, 2008, s. 1-11.
- KRASNIKOV, Alexander, MISHRA, Saurabh, OROZCO, David, "Evaluating the  
Financial Impact of Branding Using Trademarks: A Framework and  
Empirical Evidence", **Journal of Marketing**, Sayı 73, 2009, s. 154-166.
- KÜLTER, Banu, DEMİRGÜNEŞ, Kartal, "Değer Temelli Pazarlama (Finansal  
Boyut ve Müşteri Boyutu)", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler  
Dergisi**, Cilt 20, Sayı 2, 2006, s. 327-342.
- LARGANI, Mahmoud Samadi, KAVIANI, Meysam, ABDOLLAHPOUR,  
Amirreza, "A Review of the Application of the Concept of Shareholder Value  
Added (SVA) in Financial Decisions", **Procedia Social and Behavioral  
Sciences**, 2012, s. 490-497.
- LAZONICK, William, Q'SULLIVAN, Mary, "Maximizing Shareholder Value: A  
New Ideology for Corporate Governance", **Economy and Society**, Cilt 29,  
Sayı 1, 2000, s. 13-35.
- LEV, Baruch, SOUGIANNIS, Theodore, "Penetrating The Book-To-Market Balck  
Box: The R&D Effect", **Journal of Business Finance & Accounting**, Sayı  
26, 1999, s. 419-440.
- LOVETT, Mitchell, MACDONALD, Jason, "How Does Financial Performance  
Affect Marketing? Studying The Marketing-Finance Relationship from A  
Dynamic Perspective", **Journal of the Academy of Marketing Science**, Cilt  
33, Sayı 4, 2005, s. 476-485.
- LUKAS, Brain A., WHITWELL, Gregory J., DOYLE, Peter, "How Can a  
Shareholder Value Approach Improve Marketing's Strategic Influence?",  
**Journal of Business Research**, Sayı 58, 2005, s. 414-422.

- LUO, Xueming, BHATTACHARYA, C. B., “The Debate over Good: Corporate Social Performance, Strategic Marketing Levers, and Firm-Idiosyncratic Risk”, **Journal of Marketing**, Cilt 73, Sayı 6, 2009, s. 198-213.
- MADDEN, Thomas, FEHLE, Frank, FOURNIER, Susan, “Brands Matter: An Empirical Demonstration of the Creation of Shareholder Value Through Branding”, **Journal of the Academy of the Marketing Science**, Cilt 34, Sayı 2, 2006, s. 224-235.
- MAURY, Benjamin, “Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations”, **Journal of Corporate Finance**, Sayı 12, 2006, s. 321-341.
- MIZIK, Natalie, “Assessing the Total Financial Performance Impact of Marketing Assets with Limited Time-series Data: A Method and an Application to Brand Equity Research”, **Marketing Science Institute Report**, 2009, s. 1-24.
- MIZIK, Natalie, JACOBSON, Robert, “Myopic Marketing Management: Evidence of the Phenomenon and Its Long-Term Performance Consequences in the SEO Context”, **Marketing Science**, Cilt 26, Sayı 3, 2007, s. 361-379.
- MIZIK, Natalie, JACOBSON, Robert, “The Financial Value Impact of Perceptual Brand Attributes”, **Journal of Marketing Research**, Sayı 45, 2008, s. 15-32.
- MOORE, Karl, REID, Susan, “The Birth of Brand: 4000 Years of Branding History”, **Business History**, Cilt 50, Sayı 4, 2008, s. 419-432.
- MORTANGES, Charles Pahud, RIEL, Allard Van, “Brand Equity and Shareholder Value”, **European Management Journal**, Cilt 21, Sayı 4, 2003, s. 521-527.
- MOTAMENI, Reza, SHAHROKHI, Manuchehr, “Brand Equity Valuation: A Global Perspective”, **Journal of Product & Brand Management**, Cilt 7, Sayı 4, 1998, s. 275-290.
- NATARAJAN, P., THIRIPURASUNDARI, U., “Brand Valuation: An Empirical Study with Special Reference to Indian Car Industry”, **Advances in Management**, Cilt 4, Sayı 2, 2011, s. 47-52.

- OHNEMUS, Lars, JENSTER, Per V., "Corporate Brand Thrust and Financial Performance", **International Studies of Management & Organization**, Cilt 37, Sayı 4, Winter 2007-8, s. 84-107.
- ONG, Audra, "Changes in Brand Accounting for UK Companies", **Brand Management**, Cilt 9, Sayı 2, 2001, s. 116-121.
- OTONKUE, Agba D., EDU, Bernard, EZAK, Echeng, "Accounting for Brands: Contemporary Issues and Alternative Options", **Journal of Brand Management**, Cilt 7, Sayı 1&2, 2010, s. 105-115.
- ÖZKAN, Mehmet, TERZİ, Serkan, "Finansal Raporlama Açısından Marka Değerinin Ölçümü ve Değerlendirmesi", **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 10, Sayı 38, 2012, s. 87-96.
- PETERSON, Robert, JEONG, Jaeseok, "Exploring The Impact of Advertising and R&D Expenditures on Corporate Brand Value and Firm-Level Financial Performance", **Journal of Academy of Marketing Science**, 2010, s. 677-690.
- PHANI, B. V., BHATTACHARYYA, Asish, "Economic Value Added-A General Perspective", **Decision**, Cilt 27, Sayı 2, 2000, s. 25-55.
- POWER, Micheal, "The Politics of Brand Accounting in the United Kingdom", **The European Accounting Review**, Cilt 1, Sayı 1, 1992, s. 39-68.
- RAGGIO, Randle, LEONE, Robert, "The Theoretical Separation of Brand Equity and Brand Value: Managerial Implications for Strategic Planning", **Journal of Brand Management**, Sayı 14, 2007, s. 380-395.
- RAMASWAMI, Sridhar N., SRIVASTAVA, Rajendra K., BHARGAVA, Mukesh, "Market-Based Capabilities and Financial Performance of Firms: Insights into Marketing's Contribution to Firm Value", **Journal of Academic Marketing Science**, Sayı 37, 2009, s. 97-116.
- RAPP, Marc Steffen, SCHELLONG, Daniel, SCHMIDT, Maximilian, WOLFF, Micheal, "Considering The Shareholder Perspective: Value-Based Management Systems and Stock Market Performance", **Review of Management Science**, Sayı 5, 2011, s. 171-194.

- SAKARYA, Şakir, “Hissedar Değeri ve Hesaplanması Üzerine Bir Uygulama”, **MUFAD Muhasebe Ve Finansman Dergisi**, Sayı 40, 2008, s. 175-184.
- SALINAS, Gabriela, AMBLER, Tim, “A Taxonomy of Brand Valuation Practice: Methodologies and Purposes”, **Brand Management**, Cilt 17, Sayı 1, 2009, s. 39-61.
- SEETHARAMAN, A., NADZIR, Zainal Azlan, GUNALAN, S., “A Conceptual Study on Brand Valuation”, **Journal of Product & Brand Management**, Cilt 10, Sayı 4, 2001, s. 243-256.
- SHARMA, Anil K., KUMAR, Satish, “Economic Value Added (EVA)- Literatur Review and Relevant Issues”, **International Journal of Economics and Finance**, Cilt 2, Sayı 2, 2010, s. 200-220.
- SHIL, Nikhil Chandra, “Performance Measures: An Application of Economic Value Added”, **International Journal of Business and Management**, Cilt 4, Sayı 3, 2009, s. 169-177.
- SIMON, Carol J., SULLIVAN, Mary W., “The Measurement and Determination of Brand Equity: A Financial Approach”, **Marketing Science**, Cilt 12, Sayı 1, 1993, s. 28-52.
- SRINIVASAN, Shuba, HASSENS, Dominique M., “Marketing and Firm Value: Metrics, Methods, Findings and Future Directions”, **Journal of Marketing Research**, Sayı 46, 2009, s. 293-312.
- SRINIVASAN, Shuba, HSU, L., FOURNIER, S. (2012). Branding and Firm Value. S. Ganesan içinde, Hanbook of Marketing and Finance (s. 155-204). Glos: Edward Elgar Publishing.
- SRIVASTAVA, Rajendra K., SHERVANI, Tasadduq A., Fahey, Liam, “Driving Shareholder Value: The Role of Marketing in Reducing Vulnerability and Volatility of Cash Flows”, **Journal of Market Focused Management**, Sayı 2, 1997, s. 49-64.
- SRIVASTAVA, Rajendra K., SHERVANI, Tasadduq A., FAHEY, Liam, “Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis”, **Journal of Marketing**, Sayı 62(January), 1998, s. 2-18.



- STOLOWY, Herve, HALLER, Axel, KLOCKHAUS, Volker, "Accounting for Brands in France and German Compared with IAS 38 (Intangible Assets): An Illustration of the Difficulty of International Harmonization", **International Journal of Accounting**, Sayı 36, 2001, s. 147-167.
- STORK, Adrew W., THOMAS, Hardy M., "On The Empirical Relationship Between Market Value and Residual Income In The UK", **Management Accounting Research**, Cilt 9, Sayı 4, 1998, s. 445-460.
- TIWARI, Munish Kumar "Seperation of Brand Equity and Brand Value", **Global Business Review**, Cilt 11, Sayı 3, 2010, s. 421-434.
- TOLLINGTON, Tony, "The Brand Accounting Side-Show", **The Journal of Product and Brand Management**, Cilt 8, Sayı 3, 1999, s. 204-217.
- VASILIU, Andreea, TABARA, Neculai, "Determinants of Economic Value Added: Empirical Avidence from Romanian Market", **EuroEconomica**, Cilt 32, Sayı 1, 2013, s. 5-15.
- WILHELM, Wendy Bryce, MOTTNER, Sandra, "A Conjoint Analysis Approach to Understanding the Generational Shift Toward An Experience Economy", **Journal of Shopping Center Research**, Cilt 12, Sayı 1, 2005, s. 23-52.
- WU, Yen-Chun Jim, "Renaming Effect of Brand Value: State Owned Enterprises", **Management Decision**, Cilt 47, Sayı 10, 2009, s. 1555-1581.
- WYATT, Anne, "Accounting Recognition of Intangible Assets: Theory and Evidence on Economic Determinants", **The Accounting Review**, Cilt 80, 2005, s. 967-1003.
- YILDIZ, Sebahattin, KARAKAŞ, Adem, "Defining Methods And Criteria For Measuring Business Performance: A Comparative Research Between The Literature In Turkey and Foreign", **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, Sayı 58, 2012, s. 1091-1102.
- YILGÖR, Ayşe Gül, "İşletme Performansının Değerlendirilmesinde Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Piyasa Katma Değeri (MVA) Yöntemleri ve Bu Yöntemlerin Hisse Senedi Getirilerini Açıklama Gücünün İncelenmesi: İMKB 100 Örneği", **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt 60, Sayı 1, 2005, s. 225-248.

YILMAZ, Berna Burcu, "Marka Değerinin Bilançodaki Yeri ve Türkiye Muhasebe Standardı 38'e göre Marka Muhasebesi", **Maliye Finans Yazıları**, Cilt 26, Sayı 97, 2012, s. 9-37.

IMMERMANN, Reiner, KLEIN-BOLTING, Udo, SANDER, Björn, MURAD-AGA, Tharek (2002), Volume 2: Brand Equity Evaluator, BBDO.

**Tez:**

BRÖLS, Tom (2010), The Impact of Brands on Shareholder Value: Within-Industry Effect on Stock Market Return and Idiosyncratic Risk, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Maastricht University, School of Business and Economics, International Business: Marketing- Finance, Holland.

BURSALI, Osman Barlas (2007), Marka Değerinin Tespiti ve Denizli Tekstil Sektörü Üzerinde Uygulaması, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Ankara.

KARAHAN, Gökçe, (2011), Firma Piyasa Değerinin Belirlenmesinde EVA ve Geleneksel Performans Ölçüm Yöntemlerinin İncelenmesi. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, İşletme Yönetimi, İstanbul.

KAVURMACI, Ahmet Kemal (2004), Değere Dayalı Yönetim ve Uygulanabilirliği Üzerine Bir Model Çalışması. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Finans Bilim Dalı, Ankara.

KAYA, Yusuf (2005), Marka Değerleme Yöntemleri ve Markaların Mali Tablolara Alınmalarının Etkileri. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul.

KOYUNCU, Bahadır (2010), Değere Dayalı ve Finansal Performans Ölçütlerinin Karşılaştırmalı Analizi: İMKB'de Bir Uygulama. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Ankara.

- MADIKIZELA, Natalie C. (2007), Evaluation of the Impact of Brand Equity on Shareholder Returns amongst South African Companies. Master Thesis, University of Pretoria, Business Administration, Pretoria.
- NAM, Kemal Emre (2010), Marka Değeri Hesaplama Tekniklerinin İncelenmesi ve Uygulamalı Olarak Karşılaştırılması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara.
- SARI, Emre Selçuk (2009), Marka Değeri, Marka Değerleme Yöntemleri ve Muhasebe Açısından Marka Değeri, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Bilim Dalı, İstanbul.

**E-Kaynak:**

- EVANS, M., "Creating Value Through Financial Management", 1999, (Erişim) <http://www.exinfm.com/training/course08.doc>, 24 Şubat 2014.
- FERNANDEZ, Pablo, "Valuation of Brands and Intellectual Capital",2013 (Erişim) <http://www.papers.ssrn.com>, 1-19, 12 Ocak 2012.
- HAIGH, David, İLGÜNER, Muhterem, "BrandFinance Turkey 100", Brand Finance Plc., 2013, (Erişim), [http://www.brandfinance.com/images/upload/brand\\_finance\\_turkey\\_100\\_2013.pdf](http://www.brandfinance.com/images/upload/brand_finance_turkey_100_2013.pdf), 13 Mart 2013.
- KAYA, Yusuf, "İstanbul Patent", 2012, (Erişim), [http://www.istanbulpatent.com/tr/mak\\_marka\\_degerlemeleri.pdf](http://www.istanbulpatent.com/tr/mak_marka_degerlemeleri.pdf), 21 Şubat 2013.
- KNOWLES, John, HAIGH, David (2004, May-June). "How to Define Your Brand and Determine Its Value. Marketing Management", <http://www.howbigisbrand.com/articles/2004%2006%20Defining%20Brand%20-%20MM.pdf>, 26 Temmuz 2013, s. 25
- Managing Partners' Forum, (2011), (Erişim) [http://www.mpfglobal.com/system/file.aspx?fn=Brand\\_valuation\\_methodology.pdf](http://www.mpfglobal.com/system/file.aspx?fn=Brand_valuation_methodology.pdf), 22 Temmuz 2013.



























- MCAULEY, Tony, (2003, Aralık 31), “Brand Family Values”, (Erişim)  
[http://www.cfo.com/article.cfm/3011151/1/c\\_2984368?f=related](http://www.cfo.com/article.cfm/3011151/1/c_2984368?f=related), 13 Nisan 2013.
- ROCHA, Mike (2012), “Brand Valuation A Versatile Strategic Tool for Business” (Erişim)[http://www.interbrand.com/Libraries/Articles/Brand\\_Valuation\\_Final.sflb.ashx](http://www.interbrand.com/Libraries/Articles/Brand_Valuation_Final.sflb.ashx), 16 Temmuz 2013.
- STOLOWY, Herve, Haller, Axel, KLOCKHAUS, Volker (2001), “Accounting for Brands”,  
[https://studies2.hec.fr/jahia/webdav/site/hec/shared/sites/stolowy/acces\\_anonyme/recherche/working%20papers/accounting%20for%20brands.pdf](https://studies2.hec.fr/jahia/webdav/site/hec/shared/sites/stolowy/acces_anonyme/recherche/working%20papers/accounting%20for%20brands.pdf), 14 Mayıs 2013.
- TUGDES Türkiye Değerleme Standartları Çalışması. (2011). (Erişim)  
[http://www.dud.org.tr/Custom/OdesisMc/tugdes\\_taslak\\_metni.pdf](http://www.dud.org.tr/Custom/OdesisMc/tugdes_taslak_metni.pdf), 2 Mayıs 2013.
- WHITWELL, S. (2005). Brand Valuation: Why and How, (Erişim)  
<http://www.intangiblebusiness.com/news/marketing/2005/10/brand-valuation-why-how>, 14 Temmuz 2013.

**Diğer:**

- KAYA, Yusuf (2002). Marka Değerleme Metotları ve Bu Metotların Kullanımında Sermaye Piyasası Mevzuatı Açısından Çıkabilecek Sorunlar. Ankara: SPK Denetleme Dairesi, Yeterlilik Etüdü.
- TONG, T. (1998), Financial Reporting: A Survey of Malaysian Financial Reporting Practices, MACPA Educational Trust Fund.

**Ek-1: 2010 Yılı BrandFinance Türkiye'nin En Değerli 100 Markası**

Sıra No	Logo	Marka İsmi	Marka Değeri (Milyon \$)	Marka Derecesi
1		Türk Telekom	1.692	AA+
2		İşbank	1,662	AA-
3		Turkcell	1,622	AA+
4		Arçelik	1,441	AA+
5		Efes Bira	1,37	AAA-
6		Akbank	1,242	AA+
7		Migros	1,234	AA+
8		Yapı Kredi	1,226	AA
9		Turkish Airlines	1,166	AA+
10		Garanti	1,164	AA+
11		Ford	1,109	AA
12		Enka İnşaat	925	AA
13		Bim	923	AA
14		Oyak Renault	899	AAA-
15		Petrol Ofisi	865	AA+
16		Şişecam	846	AA-
17		Halkbank	714	AA-
18		Vakıfbank	584	AA-
19		Aygaz	508	AA+
20		Vestel Elektronik	494	A+
21		Tofaş	466	AA
22		Bosch (TR)	457	AA
23		Ülker Bisküvi	364	AA
24		LC Waikiki	364	AA

























25		TEB	330	AA-
26		Hürriyet	330	AA+
27		Finansbank	296	A+
28		Carrefoursa	259	AA-
29		Kipa	227	A+
30				
31		Denizbank	192	A
32		Acıbadem Sağlık Hizmetleri	183	AA-
33		TAV	178	A
34		Banvit	172	AA
35		Fırat Plastik	171	AA-
36		Doğuş Otomotiv	166	AA
37		Bank Asya	157	A+
38		İpragaz	133	A
39		Tat Konserve	131	AA
40		Vestel Beyaz Eşya	124	A+
41		Keskinoglu	115	A+
42		BMC	110	A
43		Dimes	105	AA+
44		Kent Gıda	99	AA-
45		Anadolu Sigorta	94	AA-
46		İstikbal	93	AA-
47		Brisa	92	AA
48		Omsan Lojistik	84	A+
49		Özdilek	83	A+
50		Setur	83	A+
51		Aselsan Elektronik Sanayi	83	A+



























52		Adese	80	A+
53		Demir Döküm	80	AA
54		Borusan Lojistik	78	A+
55		Doğan Gazetecilik	75	A+
56		Eis Eczacıbaşı İlaç ve Sınai	73	AA
57		Pınar Süt	73	AA
58		Türk Traktör	72	AA+
59		Bilim İlaç	66	A+
60		Korozo Ambalaj	65	AA+
61		İndeks Bilgisayar	59	A
62		Ekol Lojistik	57	A+
63		İndesit	56	AA
64		CMS	56	AA
65		Boyner Büyük Mağazacılık	53	AA
66				
67		Merinos Halı	52	A
68		Tuborg (TR)	51	A
69		Pınar Et	0	-
70		Otokar	50	AA-
71		Celebi Hava Servisi	50	AA-
72		Astel	48	AA+
73		Aksigorta	45	AA
74		Sarar	43	A
75		Bey Piliç	41	A+
76		Anadolu Hayat Emeklilik	40	AA
77		Reysas	39	AA
78		Eczacıbaşı Yapı	38	AA

79		Vakko	38	AA
80		Karsan Otomotiv	38	A+
81		Mudo	37	A+
82		Mutlu Akü	36	AA-
83		Süperfreşh	36	AA-
84		İzocam	36	AA+
85		Şeker Piliç	35	AA-
86		Casper	34	A
87		Tukaş	34	A+
88		Goldaş	33	A
89		Yataş	32	AA-
90		Arena Bilgisayar Sanayi	30	A
91		Nortel	29	A
92		Yapı Kredi Sigorta AŞ	29	A+
93		Anadolu İsuзу	28	A+
94		Güneş Sigorta	27	A
95		Altınyıldız	27	AA-
96		Kütahya Porselen	27	AA
97		Pınar Su	26	AA-
98		Bossa	26	AA
99		YünSa	26	AA-
100		Galatasaray	26	AA



**Ek-2: 2011 Yılı BrandFinance Türkiye'nin En Değerli 100 Markası**


Sıra No	Logo	Marka İsmi	Marka Değeri (Milyon \$)	Marka Derecesi
1		Türk Telekom	2,389	AA+
2		İşbank	2,28	AA
3		Turkcell	1,898	AAA
4		Akbank	1,78	AAA-
5		Garanti	1,754	AAA-
6		Turkish Airlines	1,698	AA
7		Efes Bira	1,565	AA+
8		Yapı Kredi	1,395	AA-
9		Arçelik	1,204	AA
10		Bim	1,182	AA
11		Ford	1,075	AA
12		Vakıfbank	1	AA-
13		Enka İnşaat	934	AA+
14		Oyak Renault	913	AA+
15		Halkbank	908	AA
16		Migros	812	AA+
17		Petrol Ofisi	803	AA+
18		Şişecam	751	AA
19		Vestel Elektronik	784	AA
20		Mercedes Benz Türk	435	A-
21		Bosch (TR)	417	AA
22		Finansbank	394	A+
23		Ülker Bisküvi	385	AA
24		TEB	355	AA-



25		Denizbank	317	A+
26		Aygaz	261	AA+
27		Hürriyet	234	AA+
28		Doğuş Otomotiv	232	AA
29		Bank Asya	229	A+
30		Şekerbank	219	A+
31		Tez Tur	187	A+
32		Carrefoursa	171	AA-
33		TAV	158	A
34		Tema Mağazacılık	152	A
35		Vestel Beyaz Eşya	141	A+
36		Pınar Süt	134	AA
37		İpragaz	124	AA-
38		Aselsan Elektronik Sanayi	119	A+
39		Banvit	118	AA-
40		Setur	114	A+
41		Kipa	114	A+
42		Sütaş	108	AA-
43		Brisa	105	AA
44		Tofaş	95	AA
45		Türkiye Sınai	94	AA-
46		Fırat Plastik	93	AA-
47		Tat Konserve	92	AA
48		Türk Traktör	89	AA+
49		Şölen	85	A
50		Ets Tur	81	A+





















51		Keskinoglu	80	A+
52		Pınar Et	72	A
53		Anadolu Sigorta	69	AA-
54		Kent Gıda	68	AA-
55		Celebi Hava Servisi	67	AA
56		Özdilek	67	A
57		BMC	67	A-
58		Acıbadem Sağlık Hizmetleri	66	AA-
59		D&R	66	A-
60		Vista Tur	66	A+
61		Bossea	61	AA
62		Omsan Lojistik	61	A-
63		Tuborg (TR)	60	A
64		Adese	60	A-
65		Aksigorta	58	AA
66		Yapı Kredi Sigorta AŞ	57	A+
67		Sofra Yemek	57	A+
68		Borusan Lojistik	56	A+
69				
70		Merinos Hali	55	A+
71		Galatasaray	55	AA
72		Boyner Büyük Mağazacılık	54	AA
73		Otokar	54	AA-
74		Dimes	53	A+
75				
76		Onur Air	48	A-
77		Fenerbahçe S.K.	47	AA+




















78		Anadolu Hayat Emeklilik	46	AA
79		Beşiktaş	45	AA
80		Demir Dokum	44	AA
81		Eczacıbaşı Yapı	40	AA-
82		Reysas	40	AA
83		Doğan Gazetecilik	40	A+
84		Nortel	39	A-
85		Kılıç Deniz Ürünleri	37	A
86		Bilim İlaç	35	A-
87		EIS Eczacıbaşı	34	A-
88		Kale Seramik	34	A+
89		Kiğılı	33	A+
90		Goldaş	31	AA-
91		Zorlu Tekstil	29	A+
92		Ekol Lojistik	29	A+
93		İzocam	28	AA+
94		Şeker Piliç	28	A-
95		Superfresh	28	AA-
96		İndeks Bilgisayar	26	A+
97		Arena Bilgisayar Sanayi	26	AA-
98		Trabzonspor	26	AA-
99		Altın Yıldız	25	AA-
100		Karsan Otomotiv	25	A

**Ek-3 2012 Yılı BrandFinance Türkiye'nin En Değerli 100 Markası**

Sıra No	Logo	Marka İsmi	Marka Değeri (Milyon \$)	Marka Derecesi
1		Türk Telekom (Portfolio)	2,019	AA+
2		Turkish Airlines	1,681	AA
3		Akbank	1,582	AAA-
4		İşbank	1,569	AA
5		Turkcell	1,453	AA+
6		Efes Bira	1,509	AA-
7		Garanti	1,434	AAA-
8		Arçelik	1,286	AA-
9		Yapı Kredi	1,138	AA-
10		Petrol Ofisi	1,062	AA+
11		Bim	965	A-
12		Ford	909	AA-
13		Halkbank	859	AA
14		Enka İnşaat	766	AA
15		Vakıfbank	737	AA-
16		Migros	653	A-
17		Ülker Bisküvi	452	A
18		Şişecam	387	A+
19		Aygaz	384	AA-
20		Finansbank	372	A+
21		Bosch (TR)	343	A+
22		Vestel Elektronik	323	A+
23		Denizbank	274	A+
24		Arkas	238	A

























25		Doğuş Otomotiv	200	AA
26		Sütaş	183	A+
27		Hürriyet	158	AA-
28		TAV	138	A+
29		Banvit	136	A
30		Pınar Süt	129	AA-
31		Teknosa	125	A+
32		Altinyıldız	123	A+
33		Bank Asya	113	A
34		TEB	109	A
35		Aselsan Elektronik Sanayi	107	A
36		Kent Gıda	103	AA-
37		Brisa	102	AA-
38		Odeon Turizm	97	A
39		Kipa	95	A+
40		Vestel Beyaz Eşya	94	A
41		Kiler	91	A
42				
43		Albaraka Türk	84	A
44		Şekerbank	84	A
45		Türk Traktör	84	A+
46		Yapı Kredi Sigorta AŞ	82	A
47		Anadolu Sigorta	82	A+
48		Tofaş	79	A+
49		Eczacıbaşı Yapı	71	A+
50		Keskinoglu	71	A
51		Otokar	71	AA-


52		Acıbadem Sağlık Hizmetleri	70	A
53		Tat Konserve	64	A
54		Aksigorta	55	A+
55		Pınar Et	53	AA-
56		Anadolu Hayat Emeklilik	51	AA-
57		Tuborg (TR)	48	A+
58		Boyner Büyük Mağazacılık	45	AA
59		Bossa	44	A
60		Türkiye Sınai	44	A
61		Celebi Hava Servisi	42	A
62		Mutlu Akü	41	A+
63		Güneş Sigorta	41	A
64		İndeks Bilgisayar	35	A
65		Reysas	34	A+
66		Carrefoursa	159	A+
67		Alternatifbank	32	A
68		Vakko	31	A+
69		Superfresh	30	A-
70		Nortel	30	A-
71		Betek	27	A
72		Bimeks	26	A
73		Arena Bilgisayar Sanayi	26	A
74		Adese	24	A-
75		Demir Dokum	24	A-
76		Yünsa	23	A-
77		Goldaş	23	A-
78		Söktaş	22	A-



























79		Atlas Jet	22	A-
80		Dyo	20	A-
81		Karel Elektronik	19	A
82		Anel Elektrik	19	A
83		Seker Piliç	18	A-
84		Tekstilbank	17	A-
85		Anel Telekomunikasyon	17	A-
86		Yataş	16	A+
87		İzocam	16	A
88		Adel	16	A
89		Alarko Carrier	15	A
90		Marshall Boya	15	A-
91		Eis Eczacıbaşı İlaç ve Sınai	14	A-
92		Arzum	13	A
93		Aviva Sigorta	13	A-
94		Yapı Kredi Finans	13	A-
95		Ege Profil	13	A-
96		Kütahya Porselen	13	A
97		Penguen Gıda	13	A-
98		Adopen	10	A
99		Ray Sigorta	9	A-
100		Net Turizm	9	A



**Ek-4 2013 Yılı BrandFinance Türkiye'nin En Değerli 100 Markası**

Sıra No	Logo	Marka İsmi	Marka Değeri (Milyon \$)	Marka Derecesi
1		Türk Telekom	2,38	AA
2		Akbank	2,121	AAA-
3		İşbank	2,061	AA+
4		Turkish Airlines	1,8	AA
5		Garanti	1,579	AAA-
6		Turkcell	1,497	AA
7		Arçelik	1,455	AA-
8		Bim	1,391	AA-
9		Efes Bira	1,272	AA
10		Yapı Kredi	1,117	AA-
11		Petrol Ofisi	1,075	AA+
12		Halkbank	1,063	AA
13		Ford	955	AA-
14		Vakıfbank	829	AA-
15		Enka İnşaat	731	AA-
16		Migros	680	A
17		Opet	674	A+
18		Ülker Bisküvi	657	AA
19		Vestel Elektronik	412	AA-
20		Sise Cam	405	A+
21		Aygaz	378	AA-
22		Bosch (TR)	355	A+
23		Arkas	347	A
24		Finansbank	325	A+

25		Denizbank	301	A+
26		Sütaş	247	AA-
27		Doğuş Otomotiv	222	AA
28		TEB	217	A+
29		Teknosa	214	A+
30		TAV	169	A+
31		Bank Asya	154	AA-
32		Altinyıldız	152	AA-
33		Pınar Süt	142	AA-
34		Banvit	141	AA-
35		Hürriyet	137	AA-
36		Brisa	131	AA-
37		Aselsan Elektronik Sanayi	125	A+
38		Galatasaray	116	A+
39		Kent Gıda	111	AA-
40		Şekerbank	109	A+
41		Türk Traktör	105	AA+
42		Odeon Turizm	102	A
43		Carrefoursa	101	A
44		Anadolu Sigorta	101	A
45		Fenerbahçe SK	96	A+
46		Vestel Beyaz Eşya	93	A+
47		Kipa	93	A+
48		Kiler	91	A
49		Acıbadem Sağlık Hizmetleri	91	AA-
50		AlBaraka Türk	88	A+
51		Keskinoglu	85	A+

52		Eczacıbaşı Yapı	82	AA-
53		Yapı Kredi Sigorta AŞ	81	A+
54		Otokar	77	AA-
55		Tat Konserve	77	AA
56		Beşiktaş JK	71	A+
57		Goodyear (TR)	71	A
58		Tofaş	70	A+
59		Pınar Et	68	AA-
60		Türkiye Sınai	67	A+
61		Omsan Lojistik	61	A-
62		Boyner Büyük Mağazacılık	60	AA
63		Alternatifbank	59	A-
64		Tuborg (TR)	58	A+
65		Ets Tur	57	A-
66		Mutlu Akü	53	A+
67		Aksigorta	53	A+
68		Celebi Hava Servisi	46	A
69		Bossa	44	A+
70		Trabzonspor	42	A-
71		Güneş Sigorta	41	A
72		Atlasjet	40	A-
73		Nortel	39	A
74		İndeks Bilgisayar	39	A
75		Betek	39	A
76		Reysas	37	A+
77		Vakko	34	AA-

78		Bimeks	31	A
79		Demir Dokum	31	A-
80		Atasay	30	A
81		İnci Akü	29	A-
82		Superfresh	27	A-
83		Dyo	24	A-
84		Arena Bilgisayar Sanayi	23	A
85		Adese	23	A-
86		Yunsa	23	A-
87		Söktaş	22	A-
88		Tekstilbank	21	A-
89		Yataş	21	A+
90		Adel	20	A
91		İzocam	19	A
92		Arzum	19	A-
93		Alarko Carrier	18	A
94		Durma	16	A-
95		Marshall Boya	16	A-
96		Penguen Gıda	16	A-
97		Anel Elektrik	15	A
98		Aviva Sigorta	15	A-
99		Ege Profil	14	A-
100		Yiğit Akü	13	A-