

Araştırma Makalesi  
Research Article

Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi  
Yıl: 2019 Cilt-Sayı: 12(3) ss: 338-350

Academic Review of Economics and Administrative Sciences  
Year: 2019 Vol-Issue: 12(3) pp: 338-350

<http://dergipark.gov.tr/ohuiibf/>

ISSN: 2564-6931

DOI: 10.25287/ohuiibf.477720

Geliş Tarihi / Received: 02.11.2018

Kabul Tarihi / Accepted: 24.07.2019

## MARKA DEĞERİ İLE FİRMA DEĞERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ\*

Zekai ŞENOL<sup>1</sup>  
Selahattin KOÇ<sup>2</sup>  
Ulaş ÜNLÜ<sup>3</sup>

### Özet

Marka değerini oluşturma ve marka değerini kalıcı hale getirme çabalarının son yıllarda arttığı görülmektedir. Marka değeri konusu daha çok pazarlama alanında ele alınırken, marka değeri ile diğer disiplinler arasında ilişkilerin incelenmesi gittikçe önem kazanan konu haline gelmiştir. Firma değeri ile firma performansının araştırılması pazarlama ve finans disiplinlerine ait verilerin bir araya getirilmesi ile oluşturulabilmektedir. Bu çalışmada, 2009 – 2016 döneminde, Borsa İstanbul'a (BİST) kayıtlı 27 firma örneğinde, marka değeri ile firma değeri arasındaki ilişki Panel VAR yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Sonuçlar, marka değerinin firma değerinin nedeni olduğu, firma değerindeki değişimlerin marka değeri tarafından açıklandığı ve marka değeri ile firma değeri arasında zayıf bir ilişki olduğunu ortaya çıkarmıştır.

**Anahtar Kelimeler** : Marka Değeri, Firma Değeri, Panel VAR.

**Jel Sınıflandırılması** : G17, G30, C33.

\* Bu çalışma, 10-13 Ekim 2018 Tarihlerinde Mersin'de Düzenlenen 22. Finans Sempozyumunda sunulmuş, geliştirilerek makale haline getirilmiştir.

<sup>1</sup> Dr. Öğr. Üyesi, Sivas Cumhuriyet Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Bankacılık ve Finans Bölümü, [zsenol@cumhuriyet.edu.tr](mailto:zsenol@cumhuriyet.edu.tr), ORCID: <http://orcid.org/0000-0001-8818-0752>

<sup>2</sup> Doç., Dr., Sivas Cumhuriyet Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, [skoc@cumhuriyet.edu.tr](mailto:skoc@cumhuriyet.edu.tr), ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-4285-5632>

<sup>3</sup> Doç., Dr., Akdeniz Üniversitesi, Uygulamalı Bilimler Fakültesi, Bankacılık ve Finans Bölümü, [ulasunlu@akdeniz.edu.tr](mailto:ulasunlu@akdeniz.edu.tr), ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-3272-9341>

## RELATIONSHIP BETWEEN BRAND VALUE AND FIRM VALUE: EVIDENCE FROM ISTANBUL STOCK EXCHANGE

### **Abstract**

*It seems that efforts to create brand value and make brand value permanent have increased in recent years. While the issue of brand value has been addressed more in the field of marketing, the study of the relationship between brand value and other disciplines has become an increasingly important issue. Investigation of firm value and firm performance can be done by bringing together the data of marketing and finance disciplines. In this study, the relationship between brand value and firm value in the samples of 27 firms registered in Istanbul Stock Exchanges (BİST) during the period of 2009 - 2016 was investigated using Panel VAR method. The results show that brand value is the reason for firm value, the changes in the value of the firm were explained by the brand value and a weak relationship between brand value and firm value.*

**Key Words** : Brand Value, Firm Value, Panel VAR.

**Jel Classification** : G17, G30, C33.

### **GİRİŞ**

Marka kavramı, son zamanlarda kurumların, firmaların ve ülkelerin değerlendirilmelerinde önemli bir değişken olarak görülmektedir. Marka kavramı yalnızca pazarlama bilimi açısından dikkate alınmamakta, aynı zamanda finansal açıdan ve muhasebe kayıtları açısından da dikkate alınmaktadır. Marka değeri, yalnızca pazarlamanın değil, aynı zamanda iş stratejilerinin geliştirilmesinde de önemli bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Marka değeri, bir markanın kısa vadeli satışlarını artırmaya yardımcı olmakla kalmayıp aynı zamanda firmalara uzun vadeli değer katacak kalemlere de stratejik destekler sunmaktadır.

Marka, daha çok herhangi bir metanın ederi olarak dikkate alınmakla birlikte, farklı dönemlere ait değişik metalarla tanımlanmış ya da ölçümlenmiştir. Değer, bazı dönemlerde buğdayla, bazı dönemlerde altınla, günümüzde ise para ile ifade edilmektedir. Değer kavramı birçok dilde kullanılan bir kavram olduğundan tanımlamasında standart bir yapıya gidilememiştir. Aaker (2016), marka değerini, marka tarafından görünen mevcut veya potansiyel bir ürün ya da hizmetin değerini artırarak veya azaltarak marka görünürlüğü, marka bilinirliği ve müşteri sadakati şeklinde bir takım varlık veya yükümlülükler grubu olarak tanımlamaktadır. Marka bilinirliği, markanın belirli bir müşteri ihtiyacına göre farkındalığa ve güvenilirliğe sahip olduğunu göstermektedir.

Marka, birçok kişi tarafından da belirtildiği gibi, şirketlerin en önemli varlıklarından biri haline gelmiştir. Yaygın olarak kabul edilen görüş, markanın etkin yönetimini kurumsal başarıda önemli bir faktör olduğu yönündedir. Marka gücünün uzun vadede geliştirilmesi ve iyileştirilmesi, marka değerine ve dolayısıyla şirketin kurumsal değerine olanak tanıyan yerel, ulusal, bölgesel veya uluslararası pazarda rekabetçi bir pozisyonda almasına önemli katkılar sunmaktadır.

Ayrıca firmaların faaliyetlerinden kaynaklanan değeri, finansal olarak yatırılan sermayenin getirisi, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini aştığı zaman ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle firma değerlemesinde, değer yaratan unsurlar açıkça ortaya konmalıdır. Firmalarda değer yaratan unsurlar, firma içi unsurlar, firma dışı unsurlar, sermaye yapısına yönelik uygulamalar, temettü politikaları ve yatırımcılarla iletişim olarak beş başlık altında incelenebilir (Zor ve Cengiz , 2013).

Yatırımcılar yatırımlarını yaparlarken, firmalara ortak olurken ya da firmalara borç verecek olmaları durumunda baz aldıkları önemli bir değişken firma değeridir. Son zamanlarda firmaların marka değerleri ve piyasa değerleri birincil sermayeleri olarak görülmektedir. Kim ve Kim (2005), Marka değeri finansçılar bakımından son yıllarda özkaynak olarak kullanılmaya başlandığını belirtmektedirler.

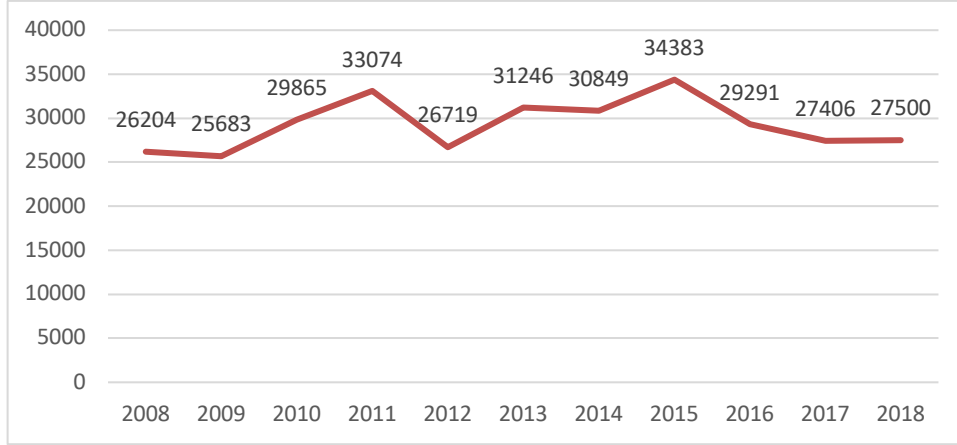
Firmaların kısa süreli performans sergileyerek belli bir noktaya gelme çabaları yerine uzun dönemli marka değeri oluşturmaları daha doğru olacağı söylenebilir. Çünkü firmaların kuruluş amaçlarına bakıldığı zaman amaçlarından biri de uzun süreli faaliyetlerini yürütmektir. Piyasalarda uzun süreli varlıklarının yürütülmesinin önemli unsurlarında biri de firma değeri ve firma markası oluşturulmasıdır. Kurumsal bir yapı oluşturmuş olan firmaların bileşenlerinden önemli iki değeri de marka ve piyasa değerleridir. Bu sürecin doğru bir biçimde işleyebilmesi için marka ve marka değerinin oluşumuna olası etkisinin resmi doğru bir biçimde ortaya konması gerekir. Bu resim belirlendikten sonra marka ve markanın firmanın piyasa değerine etki eden bileşenlerin, kaldıraçların belirlenmesi gerekir. Bu durum ancak açıkça tanımlanmış ve kavramsallaştırılmış bir marka değeri ile sağlanabilir.

Tablo 1’de, 2011 – 2018 dönemi için Brandfinance tarafından yayınlanan Türkiye’nin en değerli 100 markasından oluşturulan ilk 10 firma ve bu firmaların marka değerleri görülmektedir. 8 yıldan oluşan listenin beş yılında Türk Telekom ilk sırada yer alırken, iki yılında Türk Hava Yolları (THY) ve bir yılda ise Akbank ilk sırada yer almıştır.

**Tablo 1. Marka Değerleri (Milyon \$)**

Sıra	Marka	2011	Marka	2012	Marka	2013	Marka	2014
1	T. Telekom	2,389	T. Telekom	2,019	T. Telekom	2,380	T. Telekom	2,000
2	İş Bank	2,280	THY	1,681	Akbank	2,121	Akbank	1,983
3	Turkcell	1,898	Akbank	1,582	İş Bank	2,061	THY	1,922
4	Akbank	1,780	İş Bank	1,569	THY	1,800	İş Bank	1,893
5	G. Bank	1,754	Turkcell	1,539	G. Bank	1,579	Arçelik	1,616
6	THY	1,698	A. Efes	1,509	Turkcell	1,497	A. Efes	1,366
7	A.Efes	1,565	G. Bank	1,434	Arçelik	1,455	G. Bank	1,364
8	Yapı Kredi	1,395	Arçelik	1,286	BİM	1,391	Turkcell	1,343
9	Arçelik	1,204	Yapı Kredi	1,138	A. Efes	1,272	BİM	1,120
10	BİM	1,182	P. Ofisi	1,062	Yapı Kredi	1,117	Yapı Kredi	1,099
Sıra	Marka	2015	Marka	2016	Marka	2017	Marka	2018
1	Akbank	2,516	THY	2,453	T. Telekom	2,620	THY	2,042
2	T. Telekom	2,475	T. Telekom	2,353	Turkcell	1,959	T. Telekom	1,907
3	İş Bank	2,445	Arçelik	1,983	THY	1,920	Turkcell	1,841
4	THY	2,219	Akbank	1,589	Akbank	1,579	Akbank	1,649
5	G. Bank	1,953	G. Bank	1,529	G. Bank	1,555	G. Bank	1,584
6	Arçelik	1,845	Turkcell	1,435	Z. Bankası	1,312	Z. Bankası	1,432
7	Turkcell	1,700	İş Bank	1,297	Arçelik	1,284	İş Bank	1,334
8	Yapı Kredi	1,393	A. Efes	1,151	İş Bank	1,252	Arçelik	1,258
9	BİM	1,387	Yapı Kredi	980	Yapı Kredi	951	Yapı Kredi	937
10	A. Efes	1,085	Halkbank	958	Halkbank	806	Ford Oto	878

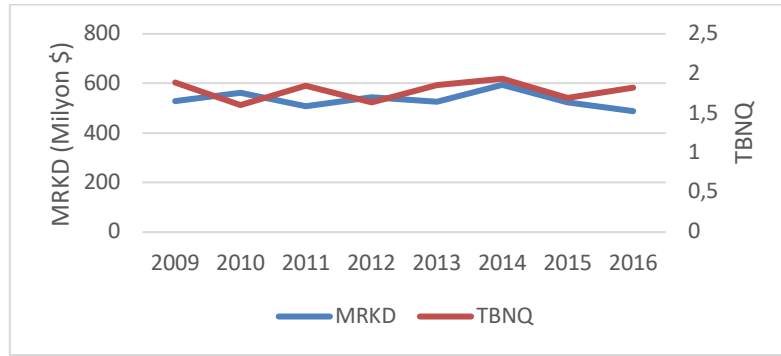
2018 yılında, ilk sırayı 2 milyar 42 milyon dolarlık marka değeriyle THY alırken, onu 1 milyar 907 milyon dolarlık marka değeriyle geçen yılın en yüksek marka değerine sahip şirket olan Türk Telekom takip etmiştir. Listede üçüncü sırayı ise 1,8 milyar dolarlık marka değeriyle Turkcell almıştır. “Türkiye’nin en değerli markaları 100” isimli çalışmaya göre, 2018 yılında Türkiye’nin en değerli yüz markasının toplam değeri 27,5 milyar dolardır. 2008 yılında 26 milyar dolar olan Türkiye’nin en değerli yüz markasının geçen 10 yıllık sürede marka değerini pek artıramadığı görülmektedir.



Şekil 1. Türkiye'nin En Değerli 100 Markasının Toplam Değeri (Milyon \$)

Kaynak: Brandfinance

Şekil 2'de örneklem firmalarının marka değerleri ortalamasıyla firma değerini temsilen kullanılan Tobin's Q oranları ortalamaları görülmektedir. 2013-2015 döneminde marka değeri ile firma değerinin hareket yönlerinin aynı, diğer dönemlerde ise farklı yönlerde hareket ettikleri görülmektedir.



Şekil 1. Marka Değeri ile Firma Değeri İlişkisi

Tablo 2'de dünyanın en büyük marka ve firma değerleri görülmektedir. Apple, Amazon, Microsoft ve Facebook firmalarının her iki listede de bulunduğu görülmektedir. Ayrıca her iki listede de teknoloji firmalarının ağırlığı net bir şekilde anlaşılmaktadır.

Tablo 1. Dünyanın En Büyük Marka ve Firma Değerleri (2018 Yılı)

Sıralama	Firma	Marka Değeri (Milyar \$)	Firma	Firma Değeri (Milyar \$)
1	Amazon	150,8	Apple	921
2	Apple	146,3	Amazon	765
3	Google	120,9	Alphabet	750
4	Samsung	92,2	Microsoft	746
5	Facebook	89,6	Facebook	531
6	AT&T	82,4	Berkshire Hathaway	492
7	Microsoft	81,1	JPMorgan Chase&Co	388
8	Verizon	62,8	Exxon Mobil	349
9	Walmart	61,4	Johnson&Johnson	332
10	ICBC	59,1	Bank of America Co.	315

Kaynak: Brandfinance.com ve Fortuna 500 List

Günümüzde firmaların temel amacı firma değerini artırmak olarak ifade edilmektedir. Marka ve marka değeri firma değerinin artırılmasında önemli bir faktördür. Marka, müşterilerde bağlılık, sadakat ve güven oluşturarak firma değerinin artırılmasını sağlayabilmektedir. Bu çalışmada, işletme dünyasında iki önemli konu olan marka değeri ile firma değeri arasındaki ilişki araştırılmıştır.

## **I. TEORİK ÇEVRENİN OLUŞTURULMASI**

### **I.1. Marka Değeri**

Pazarlama alanında faaliyet gösteren birçok işletmeci ve akademisyen, marka değeri gibi pazarlama varlıklarının bir firmanın finansal performansına önemli ölçüde katkı sağladığını kabul etmektedir (Cras ve diğ. 2016).

Simon ve Sullivan, (1993); Ailawadi ve diğ. (2003); Keller ve Lehmann, (2006); Raggio ve Leone, (2007); Krasnikov ve diğ. (2009), marka değerinin, gelirleri artırarak ve / veya maliyetleri düşürerek bir firmanın performansını etkileyebileceğini ileri sürmüşlerdir. Ailawadi vd. (2003), aynı zamanda marka değerine gelir odaklı yaklaşım sergilemişler, marka değerinin hem fiyatı hem de miktarı etkileyebileceğini vurgulamışlardır.

Simon ve Sullivan, (1993) ve Aaker, (1991), maliyet odaklı marka değeri yaklaşımı sergilemişler, marka değeri olan şirketler, marka sadakati gibi bileşenleri pazarlama hedeflerine ulaşmak için nispeten düşük maliyetlerle kullanabildikleri ileri sürmüşlerdir.

Marka değerini Rust vd. (2000) and Lemon vd. (2001), yüksek marka prestijinin oluşabilmesinin, marka değerinin algılanması ile oluşabileceğini ileri sürmüşlerdir. Marka farkındalığının oluşabilmesi için müşteri sadakatinin ortaya çıkması, müşteri bağlılığının oluşması gerektiği belirtilmektedir. Bu nedenle, marka değeri, müşteri ile marka arasındaki ilişkinin kişisel değeri olarak ortaya çıkmaktadır. Marka değerini Doyle (2008), gelecekte yaratılacak olan nakit akımlarının belli bir iskonto değeri üzerinden bugüne indirgenmesi olarak tanımlamıştır.

Son zamanlarda, markaların işletmelere sağladığı katma değer öne çıktığından dolayı, marka kavramı işletmelerin bilançolarında gösterilebilir bir varlık haline gelmiştir. Finansal açıdan marka değeri oluşturulurken ya da marka değeri ortaya çıkarılırken, tüketicilerin markalara olan tutumlarını ihmal ederek, marka pazar performansından oluşan finansal muhasebe perspektifine öncelik vermişlerdir. Marka değerinin artan önemi ile birlikte birçok finansal temelli ölçüm yöntemi geliştirilmiştir. Bu yöntemlerin birçoğu, finansal olarak marka değeri oluştururlarken fiyat primleri, lisans bedelleri gibi sayısal değerler üzerinden markanın parasal değerini belirlemeye odaklanmışlardır (Akşit, 2016:19-20).

Finansal açıdan marka değerine bakıldığında, marka değerine yapılan yatırımların, varlıkların uzun vadeli getirisinin nihai ölçütü olan hisse senedi getirisini artırdığı ileri sürülmektedir (Aeker, 2016). Şirketlerin, bilançolarında uzun vadeli varlıklar olarak marka değeri bulunmazken, finansal piyasalarda ise markaların ortakların pay senedi değerlerine olan pozitif katkısı bilinen bir husustur. Güçlü marka değerine sahip şirketler, daha düşük marka değerli şirketlerden düzenli olarak daha iyi finansal şartlar elde etmektedir. Markanın değeri ne kadar yüksek olursa sağlanan şartlarda o kadar iyi oluşmaktadır. Marka değerlemeleri, şirketlerin marka yatırımlarındaki getirilerini ölçmelerine ve bir marka portföyünde uygun yatırım stratejileri geliştirmelerine ortam oluşturmaktadır.

Müşteriler çeşitli taleplerini karşılarken, ürünlerin ya da hizmetlerin sadece özelliklerine, fiyatına ve uygunluğuna bakarak satın alıyorsa bu durumda marka değeri oluştuğundan bahsetmek çok zordur. Diğer taraftan, müşteriler mal ya da hizmet talepleri esnasında rakipler daha iyi ürün ya da hizmete sahip olsalar bile almaya devam ediyorsa bu durumda marka değeri kavramı oluşmuş demektir. Marka değerini oluşturan marka sadakati, müşterinin o marka için ne kadar ödemek istediğine ve müşterinin markadan ne kadar tatmin olduğuna bağlı olarak ölçülebilmektedir (Arıkuşu, 2017: 33).

Markanın işletmelerde bir varlık olarak kabul edilmesiyle birlikte marka yönetimi müşteri yaklaşımını ifade eden bir yaklaşım olmanın ötesinde işletmelerde stratejik amaçların önemli bir unsuru haline gelmiştir. Bu durumla birlikte marka değerinin tespiti zorunlu hale gelmiştir (Zor ve Kandil Göker, 2015: 53).

## I.II. Finansal Temelli Modeller

Finansal temelli modelleri dört ana başlık altında toplayabiliriz.

### a. Marka değerinin maliyet temelli olarak hesaplanması

Maliyete dayalı marka değerlendirme yöntemi mevcut yöntemler içindeki en tutucu yöntem olup markanın ortaya çıkarılmasından başlayıp markaya dair tüm maliyetlerin toplanması üzerine kurulmuş bir yöntemdir. Adı geçen yöntem, piyasa denemelerini, ürünün araştırma ve geliştirmesini, ürün iyileştirmelerini, markanın alımı, geliştirilmesi ve sürdürülmesi ile ilgili giderleri de kapsamaktadır. Geleneksel olması dolayısıyla en çok muhasebeciler tarafından beğenilmekte pazarlamacılar ise yöntemi gerek gelecekte çok geçmişe bakması, gerekse stratejik marka yönetiminden ileri gelen bazı değerleri gözden uzak tutması dolayısıyla eleştirmektedir (Yılmaz ve Güzel, 2012:145).

Yönteme ilişkin getirilebilecek temel eleştiriler; maliyet temelli yöntemin değiştirme maliyeti esasına göre ölçüm yapması, markayla ilgili gelecekte oluşabilecek olası verileri görmezden gelmesi ve markanın oluşması uzunca bir süreci almış markalar için maliyetlerin belirlenmesinin oldukça zor olması sayılabilir.

### b. Marka değerinin piyasa değerine göre hesaplanması

Piyasa değerine göre marka değerlendirme yöntemi esas olarak benchmark sistemine dayanmakta olup değeri belirlenmekte olan markanın faaliyet gösterdiği piyasada benzer özelliklere sahip değeri önceden tespit edilmiş diğer markalarla kıyaslanarak hesaplanma varsayımıyla hareket eder.

Yönteme, etkin bir marka piyasasının olmayışı dolayısıyla diğer markalarla karşılaştırmanın güçlüğü, güçlü ve zayıf bir markayı eşlemenin birtakım problemlere yol açması gibi eleştiriler getirilmiştir.

### c. Marka değerinin sermaye piyasası temelli olarak hesaplanması

Simon ve Sullivan (1993) tarafından önerilen bu yöntemde marka değeri firmanın sermaye piyasalarındaki değerine göre tespit edilir. Bu yöntemde bir markanın değeri gelecekte elde edilecek markaya dayalı gelirlerinin bugünkü değeridir. Bu tanımıyla indirgenmiş nakit akışları yöntemine benzemektedir. Yöntemin bazı varsayımları bulunmaktadır;

- Sermaye piyasaları etkindir,
- Firmanın piyasa değeri firmanın sahip olduğu bütün varlıkların (maddi ve maddi olmayan) gelecekte elde edeceği gelirleri içermektedir.
- Payları halka açık ve borsada işlem görmeyen firmalar için uygulanamaması yöntemin en büyük eksikliğidir (Simon ve Sullivan, 1993: 28-30).

### d. Marka değerinin gelir temelli olarak hesaplanması

Gelire dayalı marka değerlendirme yöntemleri; Fiyat primi yöntemi, hedonik yöntem, bitişme analizi yöntemi, imtiyazdan kurtulma yöntemi, Crimmins yöntemi, Kern yöntemi ve Hirose yöntemidir (Başçı, 2008: 63).

- **fiyat primi yöntemi:** Bu yöntem markalı ve markasız olmak üzere iki firmayı elde ettikleri gelir açısından kıyaslamakta olup yöntem markalı ürünün fiyat avantajı sağlayacağı varsayımına dayanmaktadır. Markalı ürünün markasızına göre elde ettiği fiyat farkının ürünün kalitesi, maliyet etkinliği ve pazar şartlarından kaynaklandığı varsayılmaktadır. Gelire dayalı yöntemler arasında en çok tercih edilen yöntemdir.

- **hedonik yöntem:** Hedonik yöntem tüketici değerlendirmelerini dikkate almamakta yalnızca piyasada değişik özelliklere sahip ürünler arasındaki fiyat farklılıklarını dikkate almaktadır. Bu yöntemde ürün özellikleri ile fiyat arasında çoklu regresyon analizi yapılmakta, daha objektif sonuç vermekte fakat daha çok veriye ve teknik bilgiye gereksinim duymaktadır.
- **bitişme analizi yöntemi (Conjoint Method):** Bitişme analizi yönteminde tüketicinin hangi özelliklerinden dolayı ürün tercih ettiği ve ürünün hangi özelliklerinin markaya neden olduğu ayrıştırılmakta ve analiz edilmektedir.
- **imtiyazdan kurtulma yöntemi:** Yöntemde öncelikle firmanın satışları tahmin edilir, daha sonra tahmin edilen satış tutarının belirli bir yüzdesi olan royalti tutarı elde edilir. Hesaplanan royalti tutarlarının iskonto edilerek bugünkü değerleri toplamı elde edilerek markanın cari değerine ulaşılmış olunur.
- **Crimmins yöntemi:** Crimmins marka değerini, miktar genişlik ve diğer kriterler olmak üzere üç boyutlu olarak ele almıştır. Miktarı ölçerken markasız ürün fiyatı sabit tutulup markalı ürünün fiyatı indirilip yükseltilecek tüketiciye değişik fiyat alternatifleri sunulur. Bunun sonucunda da tüketicinin markalı ürünü markasız ürüne tercih ettikleri fiyat bulunur. Bu iki ürün arasındaki fiyat farkı ise marka değeri olarak hesaplanmaktadır.
- **Kern yöntemi:** Bu yöntemde markanın gelecekte elde edeceği gelir tahmin edilerek uygun bir iskonto oranı üzerinden bugüne indirgenmesi varsayımıyla hesaplanmaktadır.

### I.III. Tüketici Temelli Modeller

Tüketici davranışlarına dayalı metotlar, anket, test vb. tekniklerle finansal bir marka değeri ölçmekten ziyade tüketici tercihlerinde belirleyici olan marka farkındalığı, marka algılamaları, marka imajı, marka bağlılığı gibi etkenleri belirlemeye çalışır.

### I.IV. Karma Modeller (Birleşik Modeller)

Bu modellere ilişkin bilgiler bu modelleri kullanan danışmanlık firmalarının açıkladığı düzeyde olup danışmanlık şirketleri modelin hesaplanmasıyla ilgili ayrıntıları kamu ile paylaşmamaktadırlar. Marka değerlendirme konusunda önde gelen şirketlerden ikisi Interbrand ve Brand Finance şirketleridir (Sarı ve Güzel, 2014: 42).

#### a. Interbrand yöntemi

Interbrand şirketi kendi adını taşıyan modeli kullanarak marka değerlemesi yapmaktadır. Interbrand pazarlama ile finansın kesişimi olan bir model geliştirmiştir. Aslında Interbrand'ın modeli temelde marka değeri belirlenmeye çalışılan şirketin geçmiş üç yıllık vergi öncesi kârlarının bir çarpan aracılığı ile bugünkü değere getirilmesine dayanmaktadır. Birinci adımda, marka değerini etkileyen yedi faktör (liderlik, istikrar, pazar, uluslararasılık, trend, pazarlama desteği ve yasal koruma) için kriterler belirlenir ve bu faktörler puanlanır. İkinci adımda bu puanlar ağırlıklandırılır. Üçüncü adımda ise elde edilen marka gücü "S" şeklinde bir marka endeksi eğrisi aracılığıyla standardize edilerek, marka değerini bulmada kullanılacak çarpan oranına çevrilir. Modelin dördüncü ve son adımında ise marka endeksi aracılığıyla belirlenen çarpan kullanılarak marka değeri belirlenir.

#### b. Brandfinance yöntemi

Gelecekte markadan beklenen kârlılık (faaliyet karı) iskonto edilerek markanın bugünkü değeri bulunmaktadır. Brandfinance'in modelini finansal modellerden ayıran unsur, markaya ilişkin finansal verilerle açıklanamayacak unsurları da dikkate almasıdır. Brand Finance modeli; bölümlendirme, finansal tahminler, BVA analizi (markanın kattığı değer analizi), Brand Beta analizi (marka riskinin analizi), değerlendirme ve duyarlılık analizi olmak üzere beş aşamadan oluşmaktadır.

## II. LİTERATÜR TARAMASI

Marka değeriyle ilgili literatürde oldukça fazla çalışma bulunmakla birlikte burada sadece marka değeri ve firmanın finansal performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara yer verilmiştir.

Kerin ve Sethuraman (1998) Amerika Birleşik Devletleri'nde halka açık 52 firma üzerinde yaptıkları çalışmalarında, marka değeri ile firmanın Defter Değeri / Piyasa Değeri oranı arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Kim, Kim ve An (2003) çalışmalarında Kore'deki otellerin marka değerlerinin finansal performansa etki edip etmediğini araştırmışlar elde edilen sonuçlara Kerin ve Sethuraman'a (1998) benzer şekilde marka değeri ile finansal performans arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Mortanges ve Riel (2003) çalışmalarında marka değeri ile pay başına kazanç ve piyasa değeri/defter değeri oranı arasındaki ilişkiye bakmışlar sonuç olarak marka değerinin firmanın piyasa değeri üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu bulmuşlardır.

Kim ve Kim (2005), yapmış oldukları çalışmalarında, marka sadakati, algılanan kalite ve marka imajının müşteri odaklı marka değerinin önemli bileşenleri olduğunu ortaya koymuştur. Aynı zamanda müşteri odaklı marka eşitliği bileşenleri ile firmaların lüks otellerdeki ve zincir restoranlardaki performansları arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Keller ve Lehmann (2006) çalışmalarında firmanın pazarlama programlarının tüketicilerin nasıl düşündüklerini ve hissettiklerini etkilediğini, ardından satın alma kararlarını ve firma performansını etkilediğini vurgulamıştır. Madden, Fehle ve Fournier (2006) çalışmalarında marka değeri ile piyasa değeri/defter değeri oranı ve pay senedi performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada, marka değeri yüksek firmaların hissedar değerlerinin diğerlerinden daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Fehle, Fournier, Madden ve Shridder (2008) de Madden, Fehle ve Fournier (2006) benzer şekilde marka değeri yüksek firmaların ortalama getirinin üzerinde bir getiriye sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

Akbulut ve Paksoy (2007) Coca Cola, Microsoft, IBM, GE, Intel, Nokia, Disney, McDonald's Marlboro, Mercedes firmalarının marka değerleri ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın sonucunda ise marka değeri ile sadece vergi öncesi kar ve vergi ve faiz öncesi kar arasında anlamlı bir ilişki olduğunu bulmuşlardır. Krasnikov, Mishra, vd. (2009) çalışmalarında firmaları sektörlere ayırarak marka değeri ile firmanın finansal performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Sonuç olarak marka değerinin Tobin's Q değerlerini, aktif karlılığını ve hisse senedi getirilerini artırdığını, nakit akışlarını ise azalttığını ileri sürmüşlerdir. Aydın (2009) marka değerinin firmaların finansal performansı üzerine etkili olup olmadığını araştırmış ve marka değerinin hisse senedi getirileri üzerine pozitif etkide bulunduğunu tespit etmiştir.

Hsu vd. (2013) yaptıkları çalışmada marka değeri ile pay senedi fiyatları ve hisse senedi getirisi arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu bulmuşlardır. Benzer şekilde Topuz ve Akşit (2016) marka değeri ve pay senedi fiyatları arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Wang ve diğ. (2015), yılında yapmış oldukları çalışmalarında kurumsal sosyal sorumluluk ile marka değeri ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan Kuantil regresyon analizi sonuçları, kurumsal sosyal sorumluluğun ekonomik boyutun ve marka değerinin teknoloji firmaları üzerinde olumlu ve anlamlı etkiye sahip olduğunu, marka sadakati ile firma performansı arasındaki ilişkinin ise olumsuz yönde olduğunu belirtmişler. Diğer taraftan yapısal eşitlik modeli sonucuna göre ise kurumsal sosyal sorumluluk ve marka değerinin firma performansı üzerinde pozitif etkiye sahip olduğunu göstermişlerdir. Alper ve Erdoğan (2017) çalışmasında finansal bazlı marka değerinin firma performansı üzerindeki etkisini Makine ve Gereç Yapım Sektörü'ne kote olan 17 firma için araştırmıştır. Çalışmanın sonucunda ise varlık karlılığı (ROA) ve özkaynak karlılığı (ROE) ile marka değeri arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğuna yönelik kanıtlar bulmuşlardır.



### III. YÖNTEM

Bu çalışmada firma değeri ile marka değeri arasındaki ilişkiler incelenmeye çalışılmıştır. Çalışma örneklemini Brand Finance Turkey tarafından açıklanan marka değerleri esas alınarak belirlenmiştir. 2009 - 2016 döneminde Brand Finance Turkey 100 listesinde devamlı olarak bulunan firmalardan bankalar çıkarıldıktan sonra kalan 27 firmadan<sup>3</sup> 216 gözlem sayısına ulaşılmıştır. Firmaların BİST'te işlem görmesi özellikle tercih edilmiştir. Çünkü firma değerini temsilen kullanılan Tobin's Q halka açık firmalar için hesaplanabilmektedir. Bankacılık sektörünün yüksek borç kaldırıcısına sahip olmalarından dolayı Tobin's Q oranının reel sektör firmalarına göre farklı sonuçlar ortaya koyacağından örneklemden bankacılık sektörü çıkarılmıştır. Veriler Brand Finance Turkey ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan (KAP) alınmıştır.

Firma değerini temsilen Tobin's Q oranı kullanılmıştır. Tobin's Q oranının payında piyasa değeri olduğundan bu oran halka açık firmalar için geçerli bir orandır.

$$\text{Tobin's Q Oranı} = \frac{(\text{Piyasa Değeri} + \text{Toplam Borçlar})}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Tablo 3'de özet istatistikler görülmektedir. Örneklem firmalarının ortalama Tobin's Q oranının 1,73 olduğu görülmektedir. Tobin's Q oranının birden büyük olması (Tobin's Q>1) firmalarla ilgili beklentilerin pozitif olduğunu göstermektedir (Şenol ve Karaca, 2017; 14). Firmaların ortalama marka değerlerinin ise 534 Milyon \$ olduğu görülmektedir.

**Tablo 2. Özet İstatistikler**

	Ortalama	Ortanca	Maksimum Değer	Minimum Değer	Standart Sapma	Gözlem sayısı
TBNQ	1.734082	1.382325	11.30127	0.601444	1.351626	216
MRKD	534	211	2620	15	641.3869	216

Panel veriler hem birimler hem de zamana ait verilerden oluşmaktadır. Panel verilerin zaman içeriyor olmaları verilerin durağanlığını gündeme getirmektedir. Zaman serisi analizde ortalaması ve varyansı zamandan bağımsız, kovaryansı ise zamanlar arası farka bağlı olan serilere durağan seriler adı verilir (Şak, 2015: 203). Tablo 4'de değişkenlerin genel olarak seviyesinde durağan oldukları görülmektedir.

**Tablo 3. Birim Kök Testleri**

Değişkenler	Levin, Lin ve Chu	Im, Peseran ve Shin	ADF Fisher	PP Fisher
	Seviyesinde			
TBNQ	-8.97705 (0.0000)	-2.50165 (0.0062)	96.7369 (0.0003)	109.398 (0.0000)
MRKD	-7.94490 (0.0000)	-0.48003 (0.3156)	79.7788 (0.0128)	111.214 (0.0000)

Not: Parantez içindeki değerler olasılıkları göstermektedir.

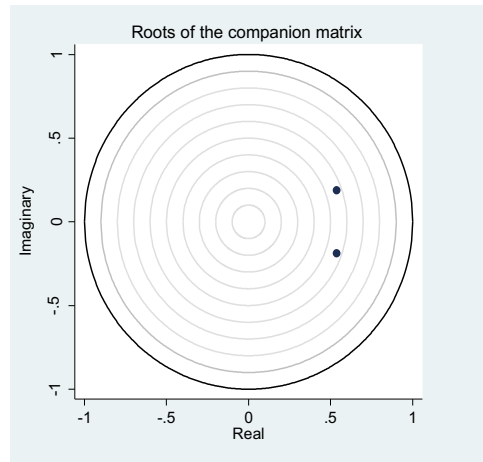
<sup>3</sup> Bu firmalar; Arçelik, Anadolu Efes, Aygaz, Aselsan, Arena Bilgisayar, BİM, Brisa, Banvit, Bossa, Doğu Otomotiv, Enka İnşaat, Goodyear, Kipa, Kent Gıda, Migros, Otokar, Şişe ve Cam, Hürriyet, Pınar Süt, TAV Havalimanları, Türk Telekomünikasyon, Türkcell İletişim, Türk Hava Yolları, Türk Tuborg Bira ve Malt, Türk Traktör ve Ziraat Makineleri, Ülker Bisküvi Sanayi, Vestel Elektronik şeklindedir.

Çalışmada panel vektör otoregresif model (PVAR) kullanılmıştır. Sims (1980) tarafından ortaya konulan vektör otoregresif model (VAR) yaklaşımı birbirleriyle karşılıklı ilişki içinde bulunduğu düşünülen değişkenleri incelemek amacıyla geliştirilmiş, PVAR modeli ise geleneksel VAR yaklaşımının panel veriyle bir araya getirilmesiyle oluşturulmuştur (Güriş, 2015: 291).

**Tablo 5. Panel Granger Nedensellik**

Hipotez ( $H_0$ )	Chi2 Test	Olasılık
MRKD TBNQ'nun Granger Nedeni Değildir	3.046	<b>0.081</b>
TBNQ MRKD'nin Granger Nedeni Değildir	0.303	0.582

Tablo 5, marka değerinin (MRKD) firma değerinin (TBNQ) Granger nedeni olduğu, yani marka değerinden (MRKD) firma değerine (TBNQ) doğru bir nedenselliğin bulunduğunu, buna karşın firma değerinden (TBNQ) marka değerine (MRKD) doğru bir nedensellik olmadığını göstermektedir.



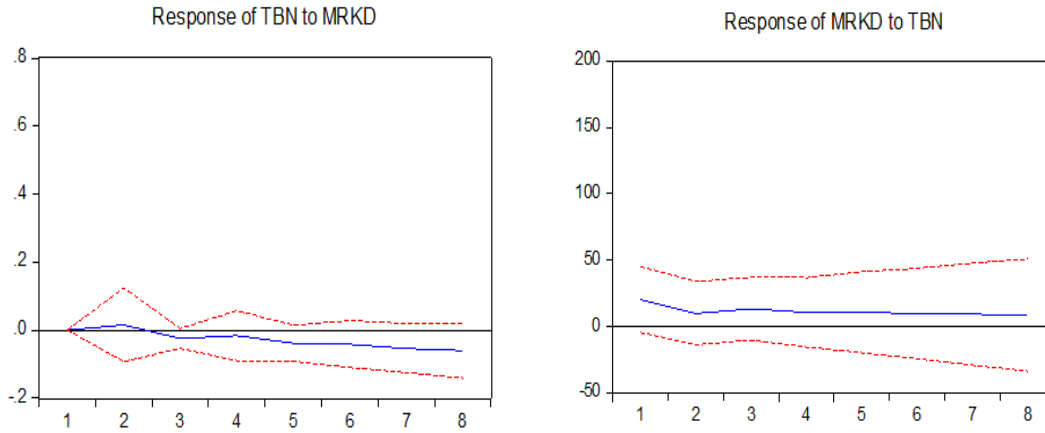
**Şekil 2. Özdeğerler Grafiği**

Şekil 3'e göre özdeğerler birim çemberin içinde yer aldıklarından Panel VAR modeli istikrar koşulunu sağlamaktadır.

**Tablo 6. Varyans Ayrıştırması**

DÖNEM	TBNQ		MRKD	
	TBNQ	MRKD	TBNQ	MRKD
0	0	0	0	0
1	1	0	0.1327993	0.8672007
2	0.6197737	0.3802263	0.0732112	0.9267888
3	0.4323073	0.5676928	0.0581629	0.9418371
4	0.3657514	0.6342486	0.0548221	0.9451779
5	0.3436255	0.6563745	0.0544842	0.9455158
6	0.3371219	0.6628781	0.0546694	0.9453305
7	0.3355799	0.6644201	0.0548108	0.9451892
8	0.3353319	0.6646681	0.0548675	0.9451326

Varyans ayrıştırması sonuçları, 8. dönemde firma değerinin (TBNQ) 0,33'ü kendi gecikmesinden, 0,66'sı ise marka değerinden (MRKD) kaynaklandığını, buna karşın marka değerinde değişimlerin genellikle kendi gecikmesinden kaynaklandığı görülmektedir (Tablo 6).



Şekil 4. Etki - Tepki Grafiği

Etki tepki grafiğinde ise, marka değerinde (MRKD) meydana gelen bir birimlik şoka firma değerinin (TBNQ) küçük de olsa pozitif tepki verdiği sonra bu tepkinin kaybolduğu, firma değerinde (TBNQ) meydana gelen bir birimlik şoka marka değerinin (MRKD) bir dönemlik pozitif tepki verdiği, sonrasında tepkinin yatay seyir izlediği görülmektedir (Şekil 4).

Nedensellik analizleri, varyans ayrıştırması ve etki-tepki analizleri neticesinde marka değeri (MRKD) ile firma değeri (TBNQ) arasında zayıf bir ilişkinin olduğu söylenebilir. Literatürde yapılan çalışmaların büyük bir kısmında marka değeri ile firma değeri arasında karşılıklı ve pozitif bir ilişki çıkarken bu çalışma iki değer arasında ortaya koyduğu zayıf ilişki ile literatürden farklılaşmaktadır.

## SONUÇ

Firmaların temel amacı firma değerinin artırılması şeklinde ifade edilmektedir. Marka, tüketicilerde güven ve bağlılık oluşturarak firma değerinin artırılmasına imkan sağlayabilmektedir. Bu çalışmada marka değeri ile firma değeri arasındaki ilişki Panel VAR yöntemiyle incelenmiştir. 2009 – 2016 dönemine ait 27 firmadan elde edilen 216 gözlem değeriyle yapılan analiz sonuçları, marka değerinin (MRKD) firma değerinin (TBNQ) nedeni olduğu, firma değerinin (TBNQ) marka değerindeki (MRKD) gecikmeler tarafından açıklandığını göstermiştir. Bu sonuçlara dayanarak marka değeri (MRKD) ile firma değeri (TBNQ) arasında zayıf bir ilişkinin olduğu söylenebilir.

## KAYNAKÇA

- Aeker, D. (2016). Brand Equity vs. Brand Value, *Prophet Thinking*. <https://www.prophet.com/2016/09/brand-equity-vs-brand-value/> E.T: 01.03.2018.
- Ailawadi, K. L., Neslin, S. A. & Lehmann, D. R. (2003). Revenue Premium as an Outcome Measure of Brand Equity. *Journal of Marketing*. 67(4), 1–17.
- Akbulut, R. & Paksoy, M., (2007). Marka Değerini Etkileyen Faktörler: Seçilmiş Bazı Küresel İşletmelerde Marka Değeri ile Finansal Göstergeler Arasındaki İlişki. *İktisat İşletme Finans*. 22(251), 123-132.

- Akşit, N. (2016), *Finansal Marka Değerinin Firma Değeri Üzerindeki Etkisi: Global İşletmeler Üzerine Ampirik Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Bolu: Abant İzzet Baykal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Alper, D. & Erdoğan, E. (2017) Finansal Bazlı Marka Değerinin Firma Performansı Üzerine Etkisi, *International Journal of Academic Value Studies*. 3(16), 141-155.
- Aydın, G. (2009), Tüketici Temelli Marka Değerinin Firmaların Finansal Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye'de Bir Çalışma. Yayınlanmamış Doktora Tezi. İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.
- Başçı, S. (2008), *Marka Değerinin Tespiti ve İMKB'de Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Ankara: Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Crass, D., Czarnitzki, D. & Toole, A. A. (2016), The Dynamic Relationship between Investments in Brand Equity and Firm Profitability: Evidence using Trademark Registrations, *ZEW Discussion Papers* 16-004, ZEW - Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung / Center for European Economic Research.
- Doyle, P. (2008). *Değer Temelli Pazarlama* (çev. G. Barış). İstanbul: Mediacat Kitapları.
- Fehle, F. Fourmier, S., Madden, T. & Shrider, D. (2008) Brand Value and Asset Pricing. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*. 47(1), 1-26.
- Güriş, B (2015). Panel Vektör Otoregresif Modeller ve Panel Nedensellik (Bölüm Yazar). *Stata ile Panel veri Analizi* (Edit. Selahattin Güriş). İstanbul: Der yayınları.
- Hong-bumm K. & Woo G. K. (2005). The Relationship Between Brand Equity and Firms' performance in Luxury Hotels and Chain Restaurants. *Tourism Management*. 26, 549-560.
- Hsu, F. J., Tsai, Y. W. & Chen, M. Y. (2013). The Impact of Brand Value on Financial Performance. *Advances in Management & Applied Economics*, 3(6), 129-141.
- Keller, K. L. & Lehmann, D. R. (2006). Brands and Branding: Research Findings and Future Priorities. *Marketing Science*. 25(6), 740-759.
- Kerin, R. & Sethuraman, R. (1998). Exploring the Brand Value-Shareholder Value Nexus for Consumer Goods Companies. *Journal of the Academy of Marketing Science*. 26(4), 260-273.
- Kım, H., Kım, W. G. & An, J. (2003) The Effect of Consumer-Based Brand Equity on Firms' Financial Performance. *Journal of Consumer Marketing*. 20(4/5), 335-351.
- Krasnikov, A., Mishra, S. & Orozco, D. (2009). Evaluating the Financial Impact of Branding Using Trademarks: A Framework and Empirical Evidence. *Journal of Marketing* .73(6), 154-166.
- Lemon Katherine N, Rust Roland T & Zeithaml Valarie A. (2001). What drives customer equity? *Mark Management*. 10(1):20-5.
- Madden, T., Fehle, F. & Fourmier, S.,(2006). Brands Matter: An Empirical Demonstration of the Creation of Shareholder Value Through Branding. *Journal of the Academy of the Marketing Science*. 34(2), 224-235.
- Mortanges, C. P. & Riel, A. V. (2003). Brand Equity and Shareholder Value. *European Management Journal*. 21(4), 521-527.
- Raggio, R. D. & Leone, R. P. (2007). The Theoretical Sseparation of Brand Equity and Brand Value: Managerial Implications for Strategic Planning. *Journal of Brand Management*. 14(5), 380-395.
- Rust Roland T., Lemon Katherine N & Zeithaml Valarie A. (2004). Return on Marketing: Using Customer Equity to Focus Marketing Strategy. 68(1), 109-27.
- Rust, R. T., Ambler, T., Carpenter, G. S., Kumar, V. & Srivastava, R. K. (2004). Measuring Marketing Productivity: *Current Knowledge and Future Directions*. *Journal of Marketing*. 68(4), 76-89.
- Sarı, E. S. & Yücel, G., (2014) Bilançolarda Yer Almayan Değerler: Markalar ve Bir Araştırma, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 4, 35-53.

- Simon, C. J. & Sullivan, M. W. (1993). The Measurement and Determinants of Brand Equity: A Financial Approach, *Marketing Science*. 12(1), 28-52.
- Şak, N. (2015). Panel Birim Kök Testleri (Bölüm Yazar). *Stata ile Panel veri Analizi* (Edit. Selahattin Güriş). İstanbul: Der yayınları.
- Şenol, Z., & Karaca, S. S. (2017). The Effect Of Enterprise Risk Management on Firm Performance: A Case Study on Turkey. *Financial Studies*, 21(2), 6-30.
- Topuz, Y. V. & Akşit, N. (2016), The Effect of the Brand Value on Firm Value: an Empirical Implementation on Global Brands. 4(1), 21-31.
- Wang, D. H.-M. Chen, P.-H., Yu, T. H.-K. & Hsiao, C.-Y. (2015), The Effects of Corporate Social Responsibility on Brand Equity and Firm Performance. *Journal of Business Research*. 68, 2232-2236.
- Yılmaz, B. B. & Güzel, T. (2012), Marka Değerleme ve Önemi: Telif Ücretinden Arındırma Yöntemiyle Bir İnceleme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. 4, 141-156.
- Zor, İ. & Cengiz, S. (2013). Entelektüel Sermaye ile Firma Değeri Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 3(1), 37-56.
- Zor, İ. & Kandil Göker, İ. E. (2015). Finansal ve Davranışsal Yaklaşım Açısından Marka Değerleme ve Bir Karşılaştırma. *Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 5(1), 51-64.