



**MARKA DEĞERİNİN ŞİRKET
DEĞERLEMEDEKİ ETKİSİ**

Onur DAĞDELEN

**Yüksek Lisans Tezi
İşletme Anabilim Dalı
Danışman: Prof.Dr. Murat Selim SELVİ**

2022

T.C.
TEKİRDAĞ NAMIK KEMAL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

MARKA DEĞERİNİN ŞİRKET DEĞERLEMEDEKİ ETKİSİ

ONUR DAĞDELEN

İŞLETME ANABİLİM DALI

DANIŞMAN: Prof.Dr. Murat Selim SELVİ

TEKİRDAĞ-2022

Her hakkı saklıdır.

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ

Hazırladığım Yüksek Lisans Tezinin bütün aşamalarında bilimsel etiğe ve akademik kurallara riayet ettiğimi, çalışmada doğrudan veya dolaylı olarak kullandığım her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, yazımda enstitü yazım kılavuzuna uygun davranıldığını taahhüt ederim.

..... /...../ 2022

Onur DAĞDELEN

ÖZET

Kurum, Enstitü,	: Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi, : Sosyal Bilimler Enstitüsü
ABD	: İşletmeAnabilimDalı
Tez Başlığı	: Marka Değerinin Şirket Değerlemedeki Etkisi
Tez Yazarı	: Onur DAĞDELEN
Tez Danışmanı	: Prof. Dr. Murat Selim SELVİ
Tez Türü, Yılı	: Yüksek LisansTezi, 2022
SayfaSayısı	: 84

Marka değerlendirme ve şirket değerlendirme yöntemleri son yıllarda ekonomide sıkça konuşulan ve özel çalışma alanlarından biri olmuştur. Finansal performans unsuru olarak marka değeri, hissedarlar, potansiyel yatırımcılar, kredi kuruluşları, tüketiciler ve rakipler açısından ayrı bir önem taşımakta ve karar süreçlerinde önemli bir değişken olarak yerini korumaktadır. Marka değeri işletmelerin en önemli varlıklarından biridir. Firmaların el değiştirmesi, alım-satım işlemleri, ticari birleşmeler, şirket evlilikleri gibi konular marka ve şirket değerlendirme uzmanlığına sahip kişi ve kuruluşların önemini gittikçe artırmaktadır. Şirket değerlendirme sürecinde marka değerinin tespit edilmesi özellikle birleşme ve satın almalarda önemli hale gelmiştir. Bu araştırmanın amacı marka değerinin firma değerlemede etkisinin olup-olmadığını; marka değeri ve firma değeri arasında nasıl bir ilişki olduğunu belirlemektir. Bu çalışmada marka değeri ve marka değerlemede kullanılan yöntemlerin şirketlerin değer tespitleri yapılırken neden önemli olduklarına ilişkin kısa bilgiler verilmiştir. İkincil kaynaklardan yararlanarak yapılan bu çalışma nitel araştırma türlerinden biri olan belge tarama türündedir. Marka ve şirket değeri arasındaki ilişkinin tespit edilmesinin amaçlandığı bu çalışmada panel veri analizi yöntemi benimsenmiştir. Elde edilen bulgular daha önce yapılan çalışmalarla kıyaslanarak bir tartışma yürütülmüştür. Sonuçta marka değeri ile şirket değeri arasındaki bağlantının yeterince güçlü olmadığı, marka ya da şirket değerindeki artışın her zaman birbirlerine pozitif etki edemeyebilecekleri sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca farklı endüstri dallarında faaliyet gösteren şirketlerin sektör özellikleri, sermaye yapıları ve maliyetleri gibi çeşitli değişkenlere göre farklı şirket değerlendirme yöntemlerinin uygulanması gereği ilgili literatür taramasında belirgin olarak ortaya çıkmıştır. Şirket değerlendirme sürecinde şirket değerini etkileyen çeşitli faktörler mevcut olup, işletmelerin şirket değerlendirme nedenlerini iyi idrak etmeleri gerekmektedir. Şirket değerlemede kullanılan finansal tablolar iyi okunmalı ve analiz edilmelidir. Şirket değerlendirme adımlarının atılmasında karşılaşılan sorunların çözümünde profesyonel yardımcılara başvurulmalıdır.

Anahtar Kelimeler: Değerleme, Marka Değeri, Marka Değerleme Yöntemleri, Şirket Değerleme Yöntemleri, Panel Data Analizi.

ABSTRACT

Institution, Institute : TekirdağNamık Kemal University,
: Institute of Social Sciences,
Department : Business Administration
Thesis Title : The Impact of Brand Value on Company Valuation
Thesis Author : Onur DAĞDELEN
Thesis Adviser : Prof. Dr. Murat Selim SELVİ
Type of Thesis, Year : MS Thesis, 2022
Total Number of Pages : 84

Brand valuation and company valuation methods have become one of the most talked about and special fields of study in the economy in recent years. As a financial performance element, brand equity is of particular importance for shareholders, potential investors, credit institutions, consumers and competitors, and keeps its place as an important variable in decision-making processes. Brand equity is one of the most important assets of companies. Issues such as the change of hands of companies, purchase and sale transactions, commercial mergers, mergers and acquisitions companies increase the importance of individuals and organizations with brand and company valuation expertise. Determining the brand value in the company valuation process has become important especially in mergers and acquisitions. The aim of this research is whether the brand value has an effect on the valuation of the firm and to determine what kind of relationship between brand value and company value is. In this research, brief information is given about the brand value and methods used brand value and why these methods are important when valuing companies. This study made by using secondary sources, is in the type of document review method which is one of the qualitative research types. Since the study aims to determine the relationship between brand and company value, panel data analysis method was adopted. A discussion was conducted by comparing the obtained findings with previous studies. As a result, it was concluded that the connection between brand value and company value was not strong enough, and the increase in brand value or company value may not always have a positive effect on each other. In addition, the necessity of applying different company valuation methods according to various variables such as sector characteristics, capital structures and costs of companies operating in different industry branches has clearly emerged in the relevant literature review. There are various factors affecting the company value in the company valuation process, and businesses need to understand the reasons for company valuation. Financial tables and statements used in company valuation should be well read and analyzed. Professional aids should be consulted in the solution of problems faced on taking company valuation steps.

Keywords: Valuation, brand value, brand valuation methods, company valuation methods
Panal data analysis.

ÖNSÖZ

Bu araştırmada marka değeri ve şirket değerleme yöntemleri yanında marka değeri hesaplamalarının şirket değerinde ne gibi etkilerinin olabileceğine ilişkin ilgililere önemli ipuçları verilmektedir. Ayrıca bu araştırmada şirket değerlemenin işletmeler açısından hangi bakımlardan önem taşıdığı açıklanmıştır. Bu çalışmada her türlü zorluklar karşısında motivasyonumu arttıran ve hep destek sağlayan değerli danışman hocam Sayın Prof. Dr. Murat Selim SELVİ'ye sevgi, saygı ve teşekkürlerimi sunarım.

Onur DAĞDELEN



İÇİNDEKİLER		Sayfa
Bilimsel Etik Bildirim Beyanı		
Tez Onay Sayfası		
Özet.....		i
Abstract.....		ii
Önsöz.....		iii
İçindekiler.....		iv
Tablolar Listesi.....		vii
Şekiller Listesi.....		viii
Kısaltmalar.....		ix
GİRİŞ		1
Araştırmanın Problemi		1
Araştırmanın Amacı.....		1
Araştırmanın Önemi.....		1
Araştırmanın Kapsamı.....		3
Araştırmanın Sınırlılıkları ve Varsayımları.....		4
1.BÖLÜM		
DEĞER, MARKA DEĞERİ ve MARKA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ		
1.1. Değer ve Marka Değeri.		5
1.1.1 Değer Kavramı.....		5
1.1.2. Değer Türleri (Değer Ölçüleri).....		5
1.1.3. Marka Değeri.....		9
1.1.3.1. Marka Değeri ve Marka Denkliği Kavramı.....		9
1.1.3.2. Marka Değerinin Yararları.....		10
1.1.3.3. Marka Değerinin Kullanım Alanları.....		11
1.1.4. Değerleme.....		1
1.2. Marka Değerleme Yöntemleri		12
1.2.1.Finansal (Parasal) Yöntemler.....		12
1.2.1.1. Maliyete Dayalı Yöntem		13
1.2.1.2. Piyasaya (Pazara)Dayalı Yöntem.....		13
1.2.1.3. Sermaye Piyasaları Temelli Yöntem.....		14
1.2.1.4. Gelir (Hasılat) Temelli Yöntem.....		15
1.2.1.4.1. Fiyat Primi Yöntemi.....		15
1.2.1.4.2. Telif Haklarından Tasarruf Yaklaşımı.....		16
1.2.1.4.3. Artık Kazanç Modeli.....		17
1.2.1.4.4. Hirose Modeli.....		18
1.2.2.Tüketici Davranışlarına Dayanan Yöntemler.....		19
1.2.2.1. Aaker Yöntemi.....		19
1.2.2.2. Keller Yöntemi.....		20
1.2.3. Bileşik (Karma) Yöntemler.....		21
1.2.3.1. InterBrand Yöntemi.....		22
1.2.3.2. Brand Rating Yöntemi.....		23
1.2.3.3. Financial World Yöntemi.....		24
1.2.3.4. BBDO Yöntemi.....		24
1.2.3.5. Brand Finance Yöntemi.....		26

1.2.3.6. Diğer Karma Yöntemler.....	26
1.2.4. Marka Değerlemeye İlişkin Akademik Çalışmalar.....	27
1.2.4.1. Marka Değerlemeye İlişkin Makale Çalışmaları.....	27
1.2.4.2. Marka Değerlemeye İlişkin Lisansüstü Tez Çalışmaları...	29
2.BÖLÜM	
ŞİRKET DEĞERLEMESİ ve ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	
2.1.Şirket Değerlemesi.....	31
2.2. Şirket Değerini Etkileyen Faktörler.....	32
2.3.Şirket Değerlemesinin Nedenleri.....	32
2.3.1. Şirket Birleşme, Satın Alma ve Değerleme.....	33
2.3.2. Portföy Yönetimi ve Değerleme.....	33
2.3.3. Şirket Hisselerinin Halka Arzı ve Değerleme.....	34
2.3.4. “Finansal Yönetim ve Değerleme.....	34
2.3.5. Özelleştirme ve Değerleme.....	34
2.3.6. Kredi Alma ve Değerleme.....	35
2.3.7. Diğer Değerleme Nedenleri.....	35
2.4.Şirket Değerlemesinde Kullanılan Finansal Tablolar.....	35
2.5. Şirket Değerleme Süreci- Adımları.....	36
2.6. Şirket Değerleme Yöntemleri.....	36
2.6.1. Piyasa Yaklaşımı (Göreceli Değerleme Yaklaşım)	37
2.6.1.1. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi.....	37
2.6.1.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemi.....	38
2.6.1.3. Fiyat/ Nakit Akımı Oranı Yöntemi	40
2.6.1.4. “Fiyat/Satışlar Oranı Yöntemi	41
2.6.1.5.Firma Değeri/FAVÖK (EV/EBITDA).....	42
2.6.2. Aktif Bazlı Yaklaşım.....	42
2.6.2.1. Defter (Bilanço) Değeri Yöntemi.....	43
2.6.2.2. Tasfiye (Likidasyon) Değeri Yöntemi.....	44
2.6.2.3. Net Aktif Değeri Yöntemi (Özvarlık Yöntemi).....	44
2.6.3. Gelir Bazlı Yaklaşım.....	46
2.6.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi	46
2.6.3.2. İndirgenmiş Kar Payı Yöntemi.....	49
2.6.4. Alternatif Şirket Değerleme Yöntemleri.....	50
2.6.4.1. Ekonomik Katma Değer Modeli (EVA).....	50
2.6.4.2. Yatırımın Nakit Akım Karlılığı Modeli (CFROI).....	52
2.7. Şirket Değerlemeye İlişkin Akademik Çalışmalar.....	53
3. BÖLÜM	
MARKA DEĞERİNİN ŞİRKET DEĞERLEMESİNE ETKİSİ BİR UYGULAMA ÇALIŞMASI	
3.1. Yöntem ve Bulgular.....	58
3.1.1. Araştırma Modeli ve Türü.....	58
3.1.2. Veri Seti.....	59
3.1.3. Yatay Kesim Bağımlılığı	60

3.1.4. Homojenlik Testi	63
3.1.5. Uzun Dönem Katsayı Tahmini	64
3.1.6. Panel Nedensellik Testi.....	66
3.2. Tartışma ve Sonuç.....	70
Kaynakça	73



TABLÖLAR LİSTESİ		Sayfa
Tablo 1: Fiyat Primi yöntemine göre marka değeri hesaplama.....		15
Tablo 2: Interbrand Marka Gücü Kriterlerinin Ağırlıkları.....		23
Tablo 3.1. Çalışmada Yer Alan Firmalar.....		59
Tablo 3.2. Tanımlayıcı İstatistikler.....		60
Tablo 3.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları.....		62
Tablo 3.4. Homojenite Testi Sonuçları.....		64
Tablo 3.5. Uzun Dönem AMG Katsayı Tahmincisi Sonuçları.....		66
Tablo 3.6. Panel Nedensellik Testi Sonuçları (BV→FV.....		68
Tablo 3.7. Panel Nedensellik Testi Sonuçları (FV→BV.....		69



ŐEKİLER LİSTESİ		Sayfa
Şekil 1: Tüketici Temelli Marka Değerinin Kavramsal Yapısı		20
Şekil 2: Marka Bilgisinin Boyutları		21



KISALTMALAR

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

AOSM: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Akt: Aktaran

BEE (Brand Equity Evaluator): Makul Marka Değerlendirici

BEES (Brand Equity Evaluation System): Makul Marka Değerleme Sistemi

BİST: Borsa İstanbul A.Ş.

CFROI: Yatırımın Nakit Akım Karlılığı Modeli

FD/FAVÖK (EV/EBITDA): Şirket Değeri/ Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar

EVA (Economic Value Added): Ekonomik Katma Değer

F/K: Fiyat-Kazanç Oranı

F/NA: Fiyat- Nakit Akım Oranı

FSNA: Firmaya Serbest Nakit Akımları

FVAÖK: Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kar

FVÖK: Faiz ve Vergi Öncesi Kar

İNA: İndirgenmiş Nakit Akımları

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

PD/DD: Piyasa Değeri-Defter Değeri Oranı

SNA: Tahmin Dönemleri Sonrası Nakit Akışları

SPK: Sermaye Piyasası Kurumu

TFRS: Türkiye Finansal Raporlama Standardı

TMS: Türkiye Muhasebe Standartları

TNA: Tahmin Dönemlerindeki Nakit Akışları

UFRS: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları

UMS: Uluslararası Muhasebe Standartları

VUK: Vergi Usul Kanunu

YKB: Yatay Kesim Bağımlılığı

PD/DD: Piyasa Değeri/Defter Değeri

LM: Lagrange Multiplier

AMG: Augmented Mean Group

GİRİŞ

Tarihi süreç içinde piyasalarda faaliyet gösteren firmaların amacı önceleri karı maksimize etmek iken; ilerleyen zaman içinde işletmelerin nihai amaçlarının firma değerini arttırmak ve bunu hissedarlara hissettirmek olduğu anlaşılmıştır. Bu çerçevede marka gibi maddi olmayan duran varlıkların firma değerlemede ne gibi etkilerinin olduğu, aralarında ne tür ilişkilerin olduğuna ilişkin inceleme ve araştırmalar artmaya başlamıştır. Bu çalışmada marka değeri, marka değeri hesaplama yöntemleri ve şirket değerlendirme yöntemleri hakkında kısa bilgiler verilerek konunun ana hatları çizilmekte ve önemi vurgulanmaktadır.

Araştırma Problemi: Yazıcıoğlu ve Erdoğan (2014: 59) problem cümlesinin sade ve açık bir dille ayrıca soru cümleleri şeklinde yazılması gerektiğini belirtmektedir. Bu araştırmada problem cümlesi “marka değeri şirket değerlemede etkili midir? Marka değeri ile firma değeri arasında bir ilişki mevcut mudur?” şeklinde ifade edilmektedir

Araştırmanın Amacı: Bu tez çalışmasının amacı marka değerinin firma değeri üzerinde etkili olup-olmadığını, marka değeriyle firma değeri arasında nasıl bir ilişki olduğunu belirlemektir. Bu araştırmada marka değeri ve marka değeri hesaplamalarının ilgili taraflar açısından şirket değerlendirmedeki önemine dikkat çekilmektedir.

Araştırmanın Önemi: Gayrimenkul değerlendirme yöntemleri, marka değerlendirme ve şirket değerlendirme yöntemleri son yıllarda ekonomide sıkça konuşulan ve özel çalışma alanlarından biri olmuştur. Şirket değerlendirme sürecinde marka değerinin tespit edilmesi özellikle birleşme ve satın almalarda önemli hale gelmiştir. Firmaların el değiştirmesi, alım-satım işlemleri, ticari birleşmeler, şirket evlilikleri gibi konular marka ve şirket değerlendirme uzmanlığına sahip kişi ve kuruluşların önemini gittikçe artırmaktadır. Çalışmada marka değeri, marka değeri hesaplama yöntemleri ve şirket değerlendirme esasları hakkında kısa bilgiler verilerek konunun ana hatları çizilmekte ve önemi vurgulanmaktadır. Bu araştırmada marka değeri ve

marka değerlemedesinde kullanılan yöntemlerin şirketlerin değer tespitleri yapılırken neden önemli olduklarına ilişkin kısa bilgiler verilmiştir. Ayrıca bu araştırmada şirket değerleminin işletmeler açısından hangi bakımlardan önem taşıdığı açıklanmaktadır. Bu çerçevede ilgili literatür tarandığında marka ve şirket değerleme hususlarıyla ilgili elde edilen bulguların ilgili taraflara yararlı olacağı düşünülmektedir.

Aydın (2012: 95) marka değerinin büyük firmalarda yüksek olarak ortaya çıktığını Marka değerinin yüksek çıkması şirket değerini de artırdığını belirtmektedir. Marka değerinin literatürde bahsedilen bir takım finansal ve stratejik nedenlerden ötürü hesaplanması gerekliliği ve yönetilmesi firmanın başarısını da etkilemektedir. Finansal performans unsuru olarak marka değeri, hissedarlar, potansiyel yatırımcılar, kredi kuruluşları, tüketiciler ve rakipler açısından ayrı bir önem taşımakta ve karar süreçlerinde önemli bir değişken olarak yerini korumaktadır. Marka değeri işletmelerin en önemli varlıklarından biridir. Markanın değeri tüketicilerin o ürün ve/veya firmaya verdiği değere göre belirlenmekte ve rakip markalar arasında söz konusu markanın finansal gücünü veren sayısal bir değerdir (Akt. Gerakan ve Koçan, 2018: 211). Şirketlerin meşakkatli uzun çabalar neticesinde oluşturdukları ve geçmiş yıllara ilişkin marka değerinde farklı rakamların oluşması marka değeri hesaplamasının önemini gün geçtikçe arttırmaktadır. Marka değeri hesaplamalarının takip ve kontrolü o firmalar için şüphesiz bir başarı grafiği oluşturmakta; ileriye dönük kararların alınmasında önemli bilgiler sunmaktadır. Marka değeri belirlemede olabilecek değişimlerin nedenlerine odaklanmak pazarlama yönetimine daha gerçekçi kararlar almada çok yararlı olacaktır. Şirketler marka değerini tespit ederek markanın finansal ilerleyişini takip edip daha doğru kararları zamanında alabilirler.

Marka değerleme ve yöntemleri ile ilgili literatürde yapılan makale çalışmaları mevcuttur (Ör. Kendirli, Kendirli ve Akgün, 2016; Özdemir ve Öncül, 2016; Taşcı ve Baş, 2018; Çam vd., 2018; Gerekan ve Koçan, 2018; Gökbayrak, 2019). Aynı konuyla ilgili yapılan Lisansüstü tez çalışmaları da mevcuttur (Ör. Gökmen, 2017; Güven, 2019; Konyar, 2019; Bozkaya, 2019; Coşkun, 2019). Şirket değerlemeye ilişkin akademik çalışmalara ise şu örnekler verilebilir (Demir, 2016; Orman, 2016; Yelgen, 2016; Şahin, 2017; Balkan, 2017; Bağlama, 2017; Ekici, 2019; Salla, 2019; Açıkgöz, 2019; Karaa, 2019; Tez, 2019).

Araştırma sonucunda marka değeri ile şirket değeri arasındaki bağlantının yeterince güçlü olmadığı, marka ya da şirket değerindeki artışın her zaman birbirlerine pozitif etki edemeyebilecekleri sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca farklı endüstri dallarında faaliyet gösteren şirketlerin sektör özellikleri, sermaye yapıları ve maliyetleri gibi çeşitli değişkenlere göre farklı şirket değerlendirme yöntemlerinin uygulanması gereği ilgili literatür taramasında belirgin olarak ortaya çıkmıştır. Çalışma sonucunda ilgililer için bazı öneriler de sunulmuştur.

Araştırmanın Kapsamı: Araştırmanın ilk bölümünde değer, marka ve şirket değerlemede kullanılan değer türleri (ölçütleri), marka değeri ve marka denkliği kavramları yanısıra marka değerinin yararları ve kullanım alanlarına ilişkin kısa bilgiler verilmiştir. Daha sonra marka değerlendirme yöntemleri kapsamında finansal değerlendirme yöntemleri, tüketici davranışlarına dayanan yöntemler ve birleşik (karma) yöntemler tek tek açıklanmıştır. İlk bölümün sonunda ise marka değerlemesine ilişkin yapılmış akademik çalışmalara değinilmiş ve her biri kısaca özetlenmiştir. İkinci bölümde şirket değerlemesi ve şirket değerlendirme yöntemleri yer almaktadır. Bu kapsamda firma değerlemeyi etkileyen faktörler, firma değerlemesinin nedenleri, firma değerlemede kullanılan finansal tablolar ve firma değerlendirme süreçleri kısaca açıklanmıştır. Daha sonra şirket değerlendirme yöntemleri ayrıntılı olarak açıklanmaktadır.

Araştırmanın son bölümünde marka değerinin şirket değerlemeye etkisine ilişkin bir uygulama çalışmasına yer verilmiştir. Bu kapsamda son bölümde araştırmanın modeli ve türü, veri seti, yatay kesim bağımlılığı, homojenlik testi, uzun dönem katsayı tahmini, panel nedensellik testi yer almaktadır. Daha sonra elde edilen bulgular daha önce yapılan çalışmalarla kıyaslanarak bir tartışma yürütülmüştür.

Sonuçta marka değeri ile şirket değeri arasındaki bağlantının yeterince güçlü olmadığı, marka ya da şirket değerindeki artışın her zaman birbirlerine pozitif etki edemeyebilecekleri sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca farklı endüstri dallarında faaliyet gösteren şirketlerin sektör özellikleri, sermaye yapıları ve maliyetleri gibi çeşitli değişkenlere göre farklı şirket değerlendirme yöntemlerinin uygulanması gereği ilgili literatür taramasında belirgin olarak ortaya çıkmıştır. Çalışma sonucunda ilgililer için bazı öneriler de sunulmuştur.

Araştırmanın Sınırlılıkları ve Varsayımları: Bu çalışmanın sınırlılıkları şu şekildedir:

- Bu araştırmada elde edilen nitel karakterli veriler genellikle ikincil kaynaklardan (kitap, makale, tez, internet sitesi vb.) sağlanmıştır. Dolayısıyla elde edilen veriler bu tür kaynaklarla sınırlıdır.

- Bu araştırmada sadece betimsel ve doküman analizi yapılmıştır.

Bu çalışmadaki varsayımlar ise şu şekilde belirtilebilir:

- Kullanılan ikincil kaynakların yeterli, doğru ve yansız olduğu varsayılmıştır.

- Toplanan ikincil verilerin araştırmanın amacına uygun ve yeterli olduğu varsayılmıştır.

1.BÖLÜM

DEĞER, DEĞER TÜRLERİ ve MARKA DEĞERİ

1.1. Değer ve Marka Değeri

1.1.1. Değer Kavramı

Türk Dil Kurumu (TDK) Güncel Türkçe Sözlüğü değeri “bir şeyin para ile ölçülebilen karşılığı, kıymeti, paha ya da bir değişkenin ya da bilinmeyeninin sayı ile anlatımı; bir şeyin önemini belirlemeye yarayan soyut ölçü şeklinde tanımlamaktadır. Değer, satılacak bir mal ya da hizmetin alıcı ve satıcısı tarafından sonuçlandırılan muhtemel fiyattır. Köktürk ve Köktürk’e (2019: 56) göre değer belli bir zaman periyodunda satın alınacak bir mal ya da hizmet için ödenmesi gereken bir fiyattır. Ancak fiyat ile değer terimleri birbirine karıştırılmamalıdır. Gözen (2019: 375) fiyatın oluşan bir gerçek olduğunu, fiyatın kesin ve tek olduğunu ifade eder. Değer bir ürünün uzman tarafından takdir edilmiş parasal karşılıktır. Fiyatın bir ürünün pazarda takas edildiği para miktarı ya da bir ürünün piyasadaki gerçek satış değeridir. Biçilen değer kesin ve tek değildir. Chambers’a (2009) göre varlık değeri ise istekli, bilgili ve ihtiyatlı tarafların (alıcı ile satıcı) aralarında zorlayıcı ve özel bir ilişki olmadan davrandıkları piyasada, değerlendirme günü itibari ile varlığın el değiştirmesi için yapılan tahmini bir fiyattır.

1.1.2. Değer Türleri (Değer Ölçüleri)

Değer türleri aşağıdaki gibi açıklanabilir:

Piyasa (Pazar) Değeri: Adil bir pazarlama neticesinde el değiştirilen bir gayrimenkulün değerlendirme tarihinde takdir edilen parasal tutardır. Değerleme tarihinde istekli alıcı ve satıcıların herhangi bir ilişkiden etkilenmemeleri, hiçbir baskı olmaksızın, sağgörülü ve konuya ilişkin yeterli bilgiye sahip olmaları esastır (Köktürk ve Köktürk, 2019: 57). Yazarlara göre piyasa değeri yerine, rayiç değer, sürüm değeri, pazar değeri gibi kavramlar da kullanılmaktadır.

Peşin Değer: Bir gayrimenkule ilişkin açıklanan pazar değeridir (Köktürk ve Köktürk, 2019: 61).

Güncel Değer: Taşınmazın belli bir gündeki değeridir (Köktürk ve Köktürk, 2019: 61).

Kamulaştırma Değeri: Gayrimenkulün yargı ve idari organlarca belirlenen değeridir (Köktürk ve Köktürk, 2019: 59).

Rayıç Bedel: Bir ekonomik varlığın değerlendirme tarihindeki alım-satım değeridir (VUK. M. 266).

Vergi Değeri: Emlak vergisinin matrahı, taşınmazın vergi değeri olup; emlak vergisi yasasına göre emlak vergisi kapsamına dahil edilen bina ve arazinin bildirim günündeki normal alım-satım bedelidir (Köktürk ve Köktürk, 2019: 59).

İpotek Değeri: Alacağı güvence altına almak için taşınır ya da taşınmaz bir malın borçlu tarafından alacaklıya farklı yollarla rehin verilmesidir. Borçlu ve alacaklı arasında belirlenen bir değerdir (Köktürk ve Köktürk, 2019: 60).

Sigorta Değeri: Gayrimenkule bir zarar verilmesi veya taşınmazın yok olması halinde yerine konulan maliyettir (Köktürk ve Köktürk, 2019: 60).

Yatırım Değeri: Taşınmazın gelecekte getireceği gelirlere elde edilecek karın bugüne indirgenmesidir” (Köktürk ve Köktürk, 2019: 60).

Tavan Değeri: Bir gayrimenkulün normal şartlar altındaki parasal karşılığını ifade eden en yüksek değerdir (Köktürk ve Köktürk, 2019: 60).

Kayıtlı Değer: Bir gayrimenkulün ya da bir iktisadi kıymetin muhasebe kayıtlarında, bilançosunda gösterilen veya vergi yönetimlerinde kaydedilen değerdir (Köktürk ve Köktürk, 2019: 61).

Net Aktif Değer: Bir işletmenin net aktif değeri, varlıklarının rayiçleri ile alacakları toplamından, borçlarının düşülmesi ile ulaşılan değerdir (Köktürk ve Köktürk, 2016: 61).

Borsa Değeri: Borsa rayici, menkul kıymetler ve kambiyo borsasına ve/veya ticaret borsalarına kayıtlı olan ekonomik varlıkların değerlemeden önceki son işlem gününde borsadaki işlemlerinin ortalama değerleridir (VUK, m.264). Küçük, 2018: 52-53) genel olarak menkul kıymetler ve yabancı paraların borsa rayici ölçüsü kullanılarak değerlendirildiğini belirtmektedir.

Maliyet Değeri: Bir gayrimenkulün değerlendirme günündeki inşaat giderlerinden yıpranma, eskime payı ve diğer giderler çıkarıldıktan sonra ortaya çıkan değerdir. Aynı inşaat malzemeleri, işçilik kalitesi, tasarım ve orijinal biçimi ile

üretmesinde ortaya çıkan değer ise *yeniden yapım değeridir* (Köktürk ve Köktürk, 2019: 61). Bu yaklaşımda markanın satın alınması ya da markanın baştan yaratılması ve markanın sürdürülebilirliği sürecinde ulusal ve uluslararası piyasada katlanılan tüm maliyetler hesaplanır (Akt.Aracı ve Bekçi, 2017: 36). Bir binanın modern inşaat malzemeleri yanında tasarım teknikleri ve işçilik kullanılarak yeniden yapımında ortaya çıkan değer ise *yerine koyma değeri olarak adlandırılır* (Köktürk ve Köktürk, 2019: 61).

Maliyet Bedeli: Ekonomik bir varlığın iktisap edilmesi ya da değerinin artırılmasına istinaden yapılan ödemelerle bunlara ilişkin giderlerin toplamıdır (VUK, m.262). Maliyet bedeli yurt içi ve yurt dışı satınalma veya üretim yoluyla sağlanan ekonomik varlıkların işletmeye mal olma bedelini ifade eder. Ayrıca malların satışı için katlanılan giderler de maliyet bedeline dahildir (Küçük, 2018: 48). Ne tür giderlerin maliyet bedeline dahil edileceği VUK, m.262’de belirtilmektedir.

Özel Değer: Piyasa değerinin üzerinde yer alan olağandışı bir değer ögesini niteler. Değerleme uzmanı, bu tür taşınmazları değerlendirirken hangi farklı ölçütleri kullandığını ve ne tür varsayımlarda bulunduğunu açıkça belirtmelidir (Köktürk ve Köktürk, 2019: 61).

Tasfiye Değeri (Zorunlu Satış Değeri): Pazar değeri tanımlamasına göre gerekli pazarlama süresine göre çok kısa bir zaman içinde bir taşınmazın satışından makul derecede sağlanan miktardır (Köktürk ve Köktürk, 2019: 62).

Kurtarılabilir Değer: Arazi haricindeki bir kıymeti, özel onarım yaparak kullanmaktan ziyade içerdiği malzeme için elden çıkarma değeridir (Köktürk ve Köktürk, 2019: 62).

Tasarruf Değeri: Bir varlığın değerlendirme gününde sahibine arz ettiği gerçek değer olarak bilinmektedir (VUK, m.264).

Mukayyet Değer: Bir varlığın muhasebe kayıtlarında gösterilen değeridir (VUK, m.265).

İtibari Değer: Her neviden senetlerle esham ve tahvillerin üzerinde yazılı olan değerdir (VUK, m.266).

Emsal Bedeli: Gerçek bedeli bulunmayan veya bilinmeyen veya doğru bir şekilde tesbit edilemeyen bir malın, değerlendirme tarihinde satılması durumunda emseline kıyasla sahip olacağı değerdir (VUK, m.267).

Alış Bedeli: Bir ekonomik değerin satın alma bedelidir. İktisadi bir kıymetin iktisap edilmesi ile ilgili diğer giderler alış bedeline dâhil olmaz (VUK, m.268).

Şirket değerlemede kullanılabilen diğer değer kavramları ise aşağıdaki gibi belirtilebilir:

Nominal Değer: Bir kıymetin üzerinde yazan değerdir. Tahvillerde ise vade sonunda ödenecek değerdir (Nominal, Borsa Terimleri Sözlüğü, 2006).

Defter Değeri: Bir şirketin defter değeri ya da özvarlığı, hissedarların bilançodaki özsermayelerinin değeridir. Bu nedenle defter değeri, muhasebe değeri ya da özvarlık değeri olarak da adlandırılır. (Akt. Yalçın, 2014: 38).

Gerçek Değer: Şirketin varlıkları, kazanma gücü ve diğer faktörlerinin esaslı bir analizini tamamlamış bir menkul değerler danışmanı tarafından uygun bulunan fiyattır.” Şirketin gelir yaratma potansiyeli ve şirket yatırımcılarının bekledikleri kazanç miktarı da şirketin gerçek değerinin belirlenmesinde önemli etkenlerdir. Şirketin gerçek değeri geleceğe yöneliktir (Akt. Yalçın, 2014: 36). Gerçek değer yatırımcı için o hisse senedine yatırım yapıp yapmayacağını belirlenmesinde bir göstergedir. Firmaya yatırım yapacak olanlar için gerçek değer ile piyasa değeri karşılaştırma yapabilmek için önemlidir (Bursalı, 2020: 26).

Varlık Değeri: Bir firmanın aktiflerinin toplam değerini ifade eder.

Şerefiye Değeri: Elle tutulamayan, tanımlanamayan, ancak firmanın ekonomik değerini kısmen temsil eden bir yığın soyut kavramı içerir. Bunlar çalışan personelin bilgi dağarcığı, eğitim düzeyi, müşteri sadakati, şirket itibarı ve dağıtım kanalları gibi varlıklardan oluşur. Şerefiye şirketle bir bütün olarak alınıp satılabilir ve onun ayrılmaz bir parçasıdır (Akt. Yalçın, 2014: 41-42).

Hurda değer: Bir varlığın ekonomik ömrünün sonuna gelmesiyle birlikte, net defter değeri üstünde bir rakamla satışı hesaplanan değerdir (Akt. Yalçın, 2014: 41-42).

1.1.3. Marka Değeri

1.1.3.1. Marka Değeri ve Marka Denkliği Kavramı

Marka piyasada pek çok ürünün benzerlerinden ayırt edilmesinde ve tüketiciler tarafından farkedilerek tercih edilmesinde temel faktördür (Park ve Srinivasan, 1994).

Türk Dil Kurumu sözlüğü markayı “bir ticari malı, herhangi bir nesneyi tanıtmaya, benzerinden ayırmaya yarayan özel ad veya işaret” şeklinde belirtmektedir (Marka, <https://sozluk.gov.tr/>).

Markalar hem üretici hem de tüketicilere mal ve hizmetlere ilişkin nitelik, fayda, kişilik, değer gibi belirli özellik ve kalite vaadi ve garantisi sağlayan anlamlar taşıtmaktadır (Kotler, 2000; Odabaşı ve Oyman 2002). Amerikan Pazarlama Birliği markayı “bir satıcının mal ve hizmetlerini belirtmek, açıklamak, benzerlerinden ve rakiplerden ayırştırmak üzere kullandığı bazı isim, simge, işaret, renk ya da bunların çeşitli kombinasyonlarından oluşan şekiller” olarak ifade etmektedir (Keller 1998; Tek 1999; İslamoğlu 2000). Markanın değeri ise aslında şirket evlilikleri ve şirket satın almaları durumunda önemli hale geldiği için öncelikle finansal açıdan şirket varlığı olarak önemi daha da artmaya başlamıştır.

Yabancı literatürde geçen “brand equity” ile “brand value” kavramlarının Türkçe karşılığı olarak “Marka Denkliği” ve “Marka Değeri” kavramları kullanılmaktadır. Bazen bu kavramların birbirleri yerine kullanıldıkları da grlmektedir. Demirci ve Arslan (2019: 1106) yaptığı çalışmada yerli alanyazında “Brand Equity” (Marka Denkliği) kavramı ve kullanıldığı anlamlara ilişkin yapılan çalışmaları bir tablo halinde göstermektedir. Raggio ve Leone’a (2007: 385) göre marka denkliği bir markanın (rnn) müşteri açısından değerini, marka değeri ise o markanın firma için pazardaki değerini ifade etmektedir. Marka denkliği kavramı ilk kez David A. Aaker (1991,1992) tarafından açıklanmıştır. Aaker marka denkliği kavramının beş boyutunu açıklamaktadır. Bunlar “marka bilinirliği”, “marka çağrışımı”, “marka sadakati”, “algılanan marka kalitesi” ve diğer tescilli marka varlıklarıdır (patent, ticari markalar vb.). Selvi (2007: 28) “marka denkliğinin daha iyi anlaşılabilmesi için marka farkındalığının marka sadakati, marka imajı ve algılanan kalite ögelerinin birlikte iyi anlaşılıp değerlendirilmesi” gerektiğine işaret etmektedir.

Marka Değeri (Brand Value) kavramı için Cambridge İngilizce sözlükte şu şekilde açıklanmıştır: Marka değeri belirli bir marka için daha fazla ödeme yapacak müşterilere sahip olmanın finansal değeri (Brand Value, 2022). Marka değeri “marka ismi ve sembolünün o ürünle özdeşleşerek elde edilen fiyat primi yanında sadakat ve kalite algısının bir birleşimidir. Aaker’e (1991). Marka değeri, marka pazarlama sürecinde o markaya ilişkin bilgilerin tüketici tepkilerinde oluşturduğu farklılıktır (Keller 1993). Bununla birlikte alanyazında marka değeri farklı tanımlar ile ifade edilmektedir. Fırat ve Badem (2008) marka değerini “müşterilerin markaya attettikleri, diğer markalar içindeki finansal gücünü ifade eden sayısal bir değer” olarak yorumlamaktadır. Erdil ve Uzun’a (2010: 168) göre marka denkliği marka değerine katkı yapan tüketici temelli bir anlayıştır. Başka bir ifadeyle marka denkliği “tüketici değerlendirmesi sonucu oluşan soyut bir özelliktir. Marka değeri ise bir markanın satış değerini ifade eden şirket temelli bir kavramdır. Marka değeri marka denkliğinin somutlaşmış finansal ifadesidir. Marka değeri marka denkliğini yaratır. Erdil ve Uzun, (2010: 168) marka değerinin tüketici algılarına dayandığını, bir markayla ilgili global bir değer olduğunu, sadece fiziksel özelliklerden değil marka adından kaynaklandığını, rekabetle ilgili olduğunu ve firmanın finansal performansını etkilediğini belirtmektedir. Yalçın’a (2014: 34) göre marka değeri bir firmanın markaya yatırım yapması sebebiyle firmanın ileriki zamanlarda elde edeceği gelirler olup; bir şirketin maddi olmayan duran varlığı gibidir.

Marka değeri, markalı bir üründen beklenen geleceğe ilişkin nakit akımlarının bugünkü değerinden benzer nitelikte ancak markasız bir üründen beklenen gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerinin çıkarılmasıyla oluşur. Yani, markanın yönetime ve hissedarlarına göre ifade ettiği bedeldir. Marka denkliği ise tüketici bakımından markalaşmış bir ürüne talep oluşturan ya da fiyatı arttıran inanç, algı tutum ve davranışlardır. Kısacası markanın müşteri için ifade ettiği bedeldir (Göker, 2020: 33).

1.1.3.2. Marka Değerinin Yararları

Marka değerinin arz ve talep yönlü birçok faydası vardır (Aaker 2016; Çilingir 2019). Marka kullanıcılarına fazladan değer sunduğu zaman, ekonomide yer

alan üretici, yatırımcı, toptancı ve perakendeci gibi dağıtım kanalı üyelerine de değer sağlamaktadır. Marka defter değeri ile piyasa değeri arasındaki farka olumlu etki etmektedir (Fırat ve Badem, 2008). Eğer bir işletme işin satış söz konusu ise defter değerlerinden daha yüksek bir fiyata olacak şekilde marka değerleri doğrultusunda satılmaktadır. Bunun yanı sıra marka değeri hem müşterilerin hem yatırımcıların kararlarını ve seçimlerini etkileme, pazar payını koruma, markaya bağlı olan müşterilerin sayısını artırma ve farklı rakiplerin aynı pazara girmelerini engellemek gibi etkileri de söz konusudur. Marka Değerleme markanın yönetilmesi, işletmenin amaçları ve muhasebe amaçlı olmak üzere üç temel amaç için yapılmaktadır (Akt. Günay, 2017: 368)

1.1.3.3. Marka Değerinin Kullanım Alanları

Değerleme hisse satın almak ya da satmak, bir şirketi devralmak, devlete olan borçları ödemek, şirket alım-satımlarında bir temel oluşturmak, kredi almak gibi daha birçok nedenlerle kullanılmaktadır (Yalçın, 2014: 29). Çilingir (2019) şirket yöneticileri, marka yöneticileri, finansal ya da doğrudan sermaye yatırımcıları, risk sermayedarları ve banka analistlerinin verecekleri kararlarda marka değerini kullandıklarını belirtmektedir. Yazara göre kredi verenler, yargıçlar, arabulucular, bilirkişiler, mali otoriteler, şirket mali müşavirleri marka değerine ihtiyaç duyabilmektedirler. Marka değerinin farklı *kullanım alanları* bulunmaktadır. Bu kullanım alanlarının başında lisans sözleşmeleri; marka başarısının planlanması, yönlendirilmesi ve denetlenmesi, işletme üstünlüğü, işletme birleşimleri gelmektedir (Yüksel ve Mermod, 2005). Çilingir (2019) zorunlu satın almalar/kamulaştırma, özelleştirme işlemleri, borç teminatlarının ve sözleşme güvence şartlarının bir parçası olarak marka değerlerinin önemli olduğunu vurgulamaktadır.

1.1.4. Değerleme

Değerleme, vergi matrahlarının hesaplanmasına ilişkin ekonomik varlıkların takdir ve tesbitidir (VUK, m.258). Değerleme , bir varlığın değerini bilimsel yöntemlerle belirlemeye ve tahmin etmeye çalışmaktır. Değerlemeye konu varlık, bir finansal araç, gayrimenkul ya da bir firma olabilir (Sancak, 2014: 65-66). Değerleme

bir iktisadi varlığın özellikleri incelenerek değerinin belirlenmesinde bazı matematiksel ve ekonometrik işlemler gerektiren bir süreçtir. Süreçte o varlığın tahmini ya da beklenen bedeli hesaplanır (Bursalı, 2020: 27).

1.2. Marka Değerleme Yöntemleri

Tarafsız-objektif geçerliliği olan ve standart bir marka değerlendirme yönteminin olmadığı bilinmektedir. Herhangi bir şirketin uygulayabileceği kesin ve açık bir değerlendirme yöntemi önermek güçtür (Erdil ve Uzun, 2010). Marka değeri farklı şekillerde tanımlandığı gibi, marka değerinin sayısal olarak belirlenmesinde de farklı yöntemler kullanılmaktadır. Temelde marka değerini tespit etmede üç yöntem vardır: Bunlar; “parasal yöntemler, parasal olmayan yöntemler (pazarlama ve davranış odaklı) ve karma yöntemlerdir (Fırat vd 2008). Erin ve Durmaz’ a (2020: 44) göre marka değerini belirlemede finansal temelli ve tüketici temelli yaklaşımlar söz konusudur. Finansal temelli yaklaşımda bir markanın oluşturulmasında pazarlama giderleri dahil tüm giderlerin marka değerine dahil edilmesi gerekmektedir (Gül, 2015; Tosun, 2017). Tüketici temelli yaklaşımda ise tüketici yönlü marka algısı önem kazanmaktadır. Marka farkındalığı, marka çağrışımları, markaya karşı tüketicinin gösterdiği tepkiler, markanın tüketiciye yararları önemli rol oynar (Saraç, 2014).

1.2.1. Finansal (Parasal) Yöntemler

Kurtuldu ve Şahin (2006) parasal yöntemlerin mevcut bir markanın başka bir marka tarafından satın alınması ya da başka bir markayı satın alması, franchising gibi durumlar söz konusu olduğu markanın finansal açıdan değerinin hesaplanmasına ya da tahmin edilmesine yönelik yöntemleri içermekte olduğunu vurgulamışlardır. Demiroğlu (2019: 121) marka değerini parasal miktar şeklinde hesaplayan yöntemleri maliyete dayalı yöntem, sermaye piyasasına dayalı yöntem, piyasa değeri yöntemi, telif hakkını devretme, bileşik analiz, fiyat primi yöntemi, markanın artı kazançları ve mali oranlara dayalı yöntemler olarak sıralamaktadır.

1.2.1.1. Maliyete Dayalı Yöntem

Bu yöntemde iki tür hesaplama şekli vardır. Birincisi tarihi maliyet yöntemi ikincisi ise değiştirme maliyetidir. Tarihi maliyet yönteminde marka değeri, işletmenin markaya yaptığı tüm harcamaları kapsar. Değiştirme maliyet yönteminde ise marka değeri, markaya benzeyen yeni bir marka yaratmak suretiyle katlanılan toplam maliyete eşittir (Akt.Fırat ve Badem, 2008: 212). Başka bir deyişle markanın yaratılması, satın alınması ve değerini korunmak amacıyla şirketin yaptığı tüm harcamalar toplanmakta ve bugünkü değerine indirgenmektedir. Bu iki yöntemin bazı sınırlılıkları vardır. Maliyete dayalı yöntemde, “gelecek değerler hiç dikkate alınmaz. Markaya yönelik olmasa da markayı desteklemek için yapılan harcamalar marka değerine nasıl ekleneceği oldukça zordur. Yıllanmış markalar için tarihi maliyet yöntemini uygulamak da çok zordur. Marka için yapılan harcamaların ve maliyetlerin toplamına erişildiğinde de bugünkü değere indirgerken kullanılacak iskonto oranının gerçeği yansıtacak biçimde belirlenememesi ciddi değer sapmalarına sebep olabilir (Çelik, 2006: 198). Bununla birlikte hesaplaması daha kolay gibi görünse de bu iki yöntemde bugünü ve gelecek süreçleri hesaba katmamaktadır. Maliyete dayalı marka değerlendirme metodunun en belirgin noksan tarafı; bu yaklaşımın çok fazla kaynak gerektiren, daha fazla maliyet gerektiren markanın daha değerli olacağı varsayımdır. Çok fazla reklam giderleri olan markalar ödüllendirilebilir, reklam harcaması yapmayanlar ise cezalandırılabilir (Çelik, 2006: 198). Son olarak ise en temeldeki sorunlardan bir diğeri ise maliyete dayalı yöntemde, daha fazla kaynak aktarılan markanın daha değerli olduğuna ilişkin yapılan varsayımdır (Ercan vd., 2010).

1.2.1.2. Piyasaya (Pazara) Dayalı Yöntem

Piyasaya dayalı yöntemde marka değeri, mevcut markanın kendisine benzer, aynı alanda faaliyet gösteren diğer markaların piyasa değerleri ile kıyaslanarak hesaplanmasıdır (Durusoy, 2005; Kaya, 2002). Markalar için gerçek piyasa şartlarının var olduğunu ve bu pazarda emsal alınabilen işlemlerin yapıldığını varsayan bu yöntemde olası problemler şu şekilde belirtilebilir (Kaya, 2002: 7):

1. Aynı endüstride yakın geçmişte gerçekleşen, emsal kabul edilebilecek bir marka alış-satış işlemini rastlamak zordur.

2. Emsal kabul edilecek markanın özelliklerinin değerlemeye konu markanın özelliklerine benzemesi oldukça zordur. O bakımdan emsalin çok iyi belirlenmesi gerekmektedir.

3. Piyasada farklı fiyatlardan ödeme yapmaya razı alıcılar olduğu için, bir alıcının bir markaya ödediği bedelin bir emsal oluşturması da çok zordur.

4. Markalar firmayla birlikte satıldığı için emsal olacak markanın değerini tespit etmek de zor olacaktır.

1.2.1.3. Sermaye Piyasaları Temelli Yöntem

Sermaye piyasası oldukça etkin olup, şirketin markasına ait hisse senetleri borsada işlem görmektedir. Firmanın maddi ve maddi olmayan kıymetlerinin gelecekte elde edeceği gelirleri o firmanın pazar değerini yansıtmaktadır. Buradan hareketle şirketin pazar değerinin marka değerini de yansıtacağı söylenebilir (Çelik, 2006: 199; Bursalı, 2020: 62). Bardakçı (2004) piyasada markayı etkileyebilecek olumlu ya da olumsuz gelişmelerin markaya ait hisse senedi değerini de etkileyeceğine işaret etmektedir. Simon ve Sullivan'a (1993) göre şeffaf ve adil bir piyasada o şirketin piyasa değeri marka değerini de yansıtmaktadır.

Hatta hisse senetlerine ait gelirlerin hacmi de markaya yapılacak yatırımlar ile artabilecektir. İlik (2014) markaların sermaye piyasalarında gerçekleştirecekleri performanslar ile borsada marka değeri oluşabileceğini vurgulamaktadır. Anlaşılacağı üzere bu yöntemin kullanılabilmesi için bir şirketin borsada aktif bir hisse senedinin işlem görmesi gerekir. Marka değerinin firmaların toplam pazar değerinden ayrı tutulmasında iki aşamalı regresyon analizi kullanılmaktadır. Regresyon analizleri rakiplerin reklamlara yaptıkları harcamalar, firma ve rakiplerine ait patentler, bunlar için yapılan harcamalar ve piyasanın genel verileri göz önüne alınarak yapılır (Akt. Çelik, 2006: 199). İlk aşamada şirketin pazar değeri maddi olan ve maddi olmayan kıymetlere bölündükte sonra yeniden aynı analiz yapılmaktadır. Maddi olmayan kıymetlerin değeri üç bölüme ayrılır. Bunlar, şirketin marka değeri, şirket dışındaki gayri maddi varlıkları ve firma lehine olan yasal düzenlemeler sayesinde pazara yeni girişlerin zorlaşmasıdır (Akt. Konyar, 2019: 47).

1.2.1.4. Gelir (Hasılat) Temelli Yöntem

Bu yöntemde markalı ürünlerin satışından doğan gelir içinde markalardan elde edilen gelirin ne kadar olduğu hesaplanmakta ve markalı ürünlerden gelen nakit akımları şimdiki değerlerine getirilmektedir (İlik, 2014). Gelir yaklaşımı diğer tüm şartlar sabit iken yatırımcıların daha erken ve daha çok gelir sağlayacak ayrıca daha az riskli nakit akımı sağlayacak yatırımlara daha çok ödeme yapacakları varsayımına dayanır (Göker, 2020: 67):

1.2.1.4.1. Fiyat Primi Yöntemi (Ek Faaliyet Karı)

Fiyat Primi Yöntemi markalaşmış bir ürüne ilişkin şirketin benzer niteliklere sahip markası olmayan bir ürüne sahip firmaya oranla oluşan fiyat farkının marka değerine yansması üzerine oluşturulan bir marka değerlendirme metodudur (Batıbay, 2010: 45). Bu yöntemde markalı ürün ile markasız ürün arasındaki markadan doğan fiyat farkına dikkat çekilmektedir.

Tablo 1: Fiyat Primi yöntemine göre marka değeri hesaplama

$$\text{Markalı Ürün Fiyatı} - \text{Markasız Ürün Fiyatı} = \text{Ürünler Arası Fiyat Farkı}$$

$$\text{Ürünler Arası Fiyat Farkı} / \text{Markalı Ürün Fiyatı} = \text{Fiyat Primi}$$

$$\text{Satışlar Tahmini} \times \text{Fiyat Primi} = \text{Fiyat Primi Tutarı}$$

$$\text{Fiyat Primi Tutarı} \times \text{İskonto Oranı} = \text{Fiyat Primi Tutarı Bugünkü Değeri}$$

$$\text{Marka Değeri} = \sum \text{Fiyat Primi Tutarları}$$

Tablo 1'e göre Fiyat Primi yönteminde aynı markalı ürün ile markasız ürün arasında mevcut fiyat farkı hesaplanır; daha sonra bu fark markalı ürün fiyatına oranlanmaktadır. Bu oran "Fiyat Primi" adıyla anılmaktadır. "Fiyat Primi Tutarı" ise Fiyat primi oranının gelecekte tahmin edilen satış tutarları ile çarpılması suretiyle bulunmaktadır. Fiyat primi tutarlarını bugünkü değerlerine çevirebilmek için iskonto oranı ile çarpmak; ortaya çıkan fiyat primi tutarlarının bugünkü değerlerini toplayarak marka değerini hesaplamak gerekir. Fiyat Primi Metodu, kıyaslama

yapılabilecek bir markasız ürün hakkında sıkıntı doğurmaktadır. Piyasada çok az ürün markasız olarak alım-satıma konu olmaktadır. Karşılaştırması yapılacak markalı ürünlerin çoğunlukla birbirine benzemesi gerektiği bu yöntemin uygulanmasını zorlaştırmaktadır (Batıbay, 2010: 46).

1.2.1.4.2. Telif Hakkı Yöntemi

Telif Hakkı Yöntemi, Royaltiden Kurtulma Metodu veya İsim Haklarından Kurtulma Yöntemi” gibi farklı isimlerle de anılmaktadır. Bu yöntem firmanın değeri tespit edilecek markalı ürüne sahip olmadığı, onu belli bir telif hakkı tutarı karşılığında kullanacağı varsayımına dayanmaktadır (Akt. Çelik, 2006: 199). Telif bedeli bir lisans veya ticari marka sahibi bir firmanın sahip olduğu bu hakkını bir başkasına devretmesi karşılığında aldığı bedeldir. Bu metod en çok kullanılan marka değerlendirme metotları arasındadır; çünkü uygulamasın kolaydır. Bu yöntem gerçek dünyadaki ticari işlemlere dayalı olarak kullanıldığı için cazibelidir (Batıbay, 2010: 37).

Markaya sahip olmak üzere yapılan vergi sonrası telif hakkı ödemeleri tespit edilerek markaya sahip olunmakla tasarruf edilen tutar hesaplanmaktadır. Telif hakkı genellikle satışların belli bir yüzdesi şeklinde ortaya çıkmaktadır. Telif hakkı geleceğe ilişkin tahmin edilen satış rakamlarına uygulanır. Gelecek yıllarda ödeneceği tahmin edilen telif hakkı bedelleri iskonto edilir ve telif hakkı ödemelerinin toplam güncel değeri hesaplanır. Bu tutar markanın o andaki değeridir (Akt. Çelik, 2006: 199). Bu metodun en belirgin kısıt telif hakkı oranı önceden belirlenen firma ile marka değeri belirlenen firmanın kıyaslanabilme olanağı her zaman olası değildir. Benzer endüstride aynı ölçekte şirketlere ilişkin markalar olsa bile telif hakkı sözleşmeleri anlamlı farklılıklar içerebilir (Çelik, 2006: 199).

Bu yöntemde marka değerlendirme sürecindeki adımlar şu şekilde belirtilebilir (Akt. Batıbay, 2010: 38-39).

1. Geleceğe ait yıllık satışlar ve büyüme rakamları şirketin bilgileri ve faaliyette bulunduğu endüstrinin büyüme rakamları dikkate alınarak tahmin edilir.

2. Telif hakkı oranı belirlenir. Telif hakkı oranı satışların belirli bir yüzdesi alınarak hesaplanır. Bu oran o endüstrideki benzerlik gösteren firmaların satışları

üzerinden uyguladığı telif oranının uyarlanması ya da bu oranları belirleyen danışmanlık firmalarına başvuru yapmak suretiyle hesaplanabilir.

3. Telif hakkı oranı, geleceğe ilişkin tahminlenen satış rakamlarına uygulanır. Örneğin; 2011 Yılı Satış Tutarı x Royalty Oranı = Markanın 2011 Yılı Royalty Bedeli

Telif hakkından kurtulma yönteminde marka değeri üçüncü kişilerin işlemleri sonucunda tutulan kayıtlar baz alınmak suretiyle hesaplanır. Bu yöntemin en önemli sorunlarından birisi tam anlamıyla karşılaştırılabilir özellikte yeterli markalı ürünün olmamasıdır. Diğer sorun ise telif oranının sadece marka değil, ürüne ait diğer nitelikleri de içermesidir. Telifin ne kadarının sadece markadan, ne kadarının lisans anlaşmasında uyulması gereken zorunlu kurallardan doğduğunu belirlemek zordur (Akt. Göker, 2020: 79).

Telif haklarından tasarruf yaklaşımı ile alakalı bir çok modellemeler geliştirilmiştir. Bunlar şu şekilde belirtilebilir (Göker, 2020: 80-87).

- Brandient modeli,
- Maddi olmayan şirket modeli,
- BEVA modeli,
- Brand Finance modeli

1.2.1.4.3. Artık Kazanç Modeli

TFRS 13'ün terimiyle “artık kazanç”, UDS terimiyle “fazla kazanç” yöntemi, bazı maddi olmayan duran varlıkların gerçeğe uygun değerini belirlemek amacıyla yararlanılan çok dönemli bir yaklaşımdır (Çilingir, 2019: 162). Bu yaklaşım markanın gelirlere katkısını marka değeri olarak kabul eder. Farklı tekniklerle markalardan sağlanan üründen sağlanan gelirin ne kadarının markadan doğduğunu yüzdesel olarak ölçmektedir. Gelecekteki gelirlere bu oran çarpılmakta, böylece markanın doğuracağı nakit akımı hesaplanır. Nakit akımı bugünkü değere indirgenerek marka değeri belirlenir. Fiyat Pirimi en önemli artık kazanç türlerinden biridir Bu yöntemde tüketiciler markasız bir ürüne kıyasla markalı bir ürüne daha yüksek bir fiyat ödemeye razıdırlar. Marka değeri markalı ve markasız ürünlerin

fiyatlarının kıyaslanması suretiyle oluşturulur. Ayrıca marka ürünün bir özelliği olarak kabul gördüğü için ve marka değeri buna göre hesaplanır. Ürüne ait her özellik fiyat üzerinde etkilidir ve bu etki ölçülmektedir. Yani haz (hedonic) fonksiyonu, ürünün özelliği değiştikçe fiyatların nasıl değişeceğini tahmin eder; böylece ürünün fiyatı markalı veya markasız pozisyonuna göre hesaplanabilir (Çilingir, 2019:162-163). Gelecekte sağlanacak tahmini gelirler ve markanın sağlayacağı nakit akımların bugünkü değere indirilmesi yapılırken yararlanılacak iskonto oranının tespiti bu metodun nesnellik seviyesini düşürür (Çelik, 2006: 199).

1.2.1.4.4. Hirose Modeli

2002 yılında Japonya’da marka değerlendirme komisyonu tarafından geliştirilen modelde bir şirketin finansal verilerinden yararlanılarak özel formüllerin uygulanması söz konusudur. Marka değeri bazı marka fonksiyonlarına ve değişkenlerine dayanır. Bu değişkenler, “markanın genişleme gücü”, “müşteri sadakati” ve “fiyat avantajı” şeklinde belirtilebilir. “Fiyat avantajı prestij değişkeni”, “müşteri sadakati değişkeni” ve “markanın genişleme gücü” ise genişleme değişkeni olarak kabul edilmektedir. Böylece marka değeri bu değişkenlerin bir fonksiyonu olarak değerlendirilmektedir (Göker, 2020: 96).

Prestij Değişkeni (PD)=Artık Kar Oranı×Markaya atfedilme Oranı x Satışların Maliyeti şeklinde hesaplanmaktadır. Sadakat Değişkeni hesaplamasının altında yatan mantık, sadakat düzeyi yüksek olan müşterilerin zamanla istikrarlı satışları sağlayacağı düşüncesidir. Satışların maliyet tutarı istikrarlı ise standart sapma düşük olmalı ve sadakat değişkeni değeri 1’e yaklaşmalıdır.

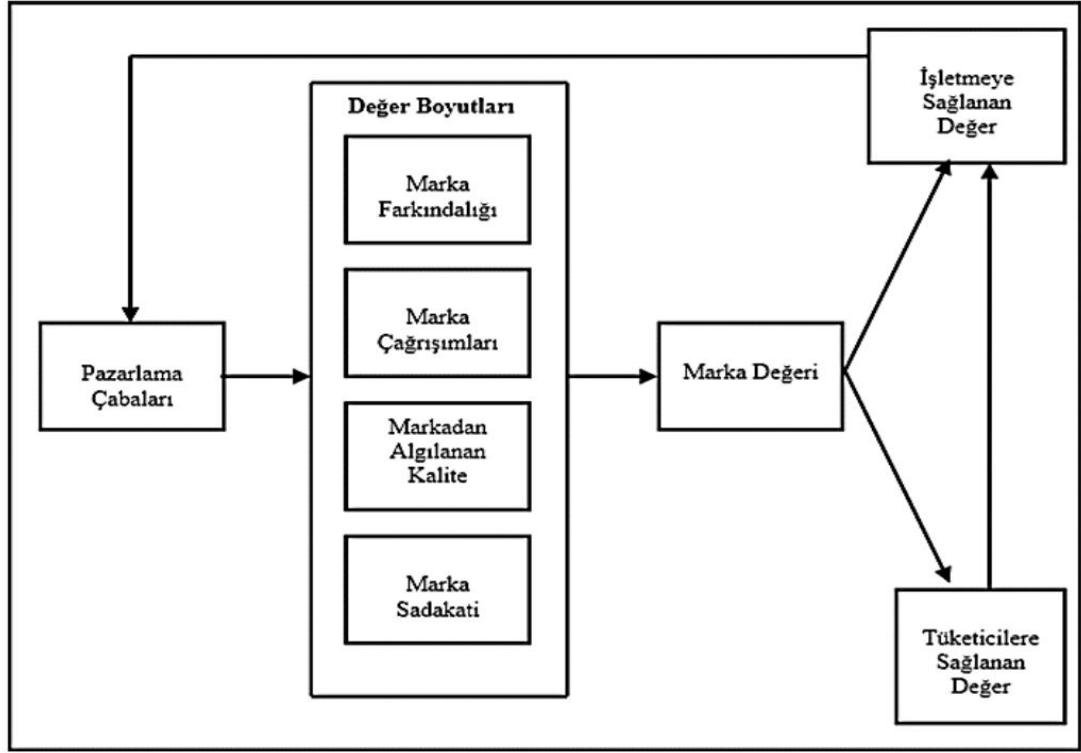
Genişleme değişkeni, güçlü bir markanın benzer veya farklı endüstrilerde, pazarlarda ve coğrafyalarda büyüyebileceği varsayımına dayanır. Bu noktada iki önemli göstergeye bakılmaktadır. Birincisi markanın coğrafi genişleme kapasitesinin ölçülmesidir. Bu değer yurtdışı satışların büyüme oranı ile belirtilir. İkincisi ilişkili olmayan sektörlerdeki genişleme kapasitesinin ölçülmesidir. Bu değer ise şirketin kendi endüstrisi dışındaki satış miktarlarının artması belirtilir. Sonuç olarak bu değişken yurtdışı satışlardaki artış miktarı ile öz sektör dışındaki satışlarda yaşanan artış miktarının ortalamasıdır (Göker, 2020: 96).

1.2.2. Tüketici Davranışlarına Dayalı Yöntemler

David A. Aaker, Kevin L. Keller, Jean N. Kapfferer gibi araştırmacıların çalıştığı bu metodlar parasal olmayan yöntemler olup; en çok kullanılan Aaker Yöntemi ve Keller Yöntemidir (Fırat ve Badem, 2008: 214; Kaya, 2002: 23; Çelik, 2006: 200). Bu yöntemler markanın müşteri penceresinden ele alınması ve marka değerini oluşturan psikolojik etkenlerin tespit edilmesi hakkında ciddi bir çerçeve meydana getirmesine rağmen marka değerini meydana getiren bu etkenleri parasal olarak belirtmek konusunda açık bir yöntem sunmamaktadırlar (Kaya, 2002: 23; Çelik, 2006: 200).

1.2.2.1. Aaker Yöntemi

Aaker'e göre marka değeri, pazarlama aktivitelerinin yarattığı soyut bir varlık olarak, işletmenin tüketicilerine verdiği mal ve hizmetlerin değerini yükselten veya düşüren, markanın ad ya da sembol gibi farklı özelliklerine ait varlık ve yükümlülükler kümesidir (Bozkaya, 2019: 38). Aaker (1991) bu yöntemde beş unsurdan bahsetmektedir, bunlar sırasıyla, markanın patent ve ticari marka gibi diğer varlıkları, marka farkındalığı, marka sadakati, marka çağrışımı ve algılanan kalitedir. Ancak bu yöntemde sorun tüketici açısından ele alınan marka değerinin ve psikolojik etkenlerin net bir şekilde belirtilmesine karşın, marka değerini yaratan etkenlerin ölçülürken birbirinden bağımsız olmamaları ve bu unsurların para cinsinden ifade edilememeleridir (Batıbay, 2010: 20). Başka bir deyişle kullanılan bu kriterlerin subjektif ve aynı zamanda iç içe geçen kavramlar olması ve finansal bir veri olarak ifade etmede belirli bir yöntemin olmaması bu yöntemde karşılaşılan temel sorunlardır (Çelik, 2006).



Şekil 1. Tüketici Temelli Marka Değerinin Kavramsal Yapısı

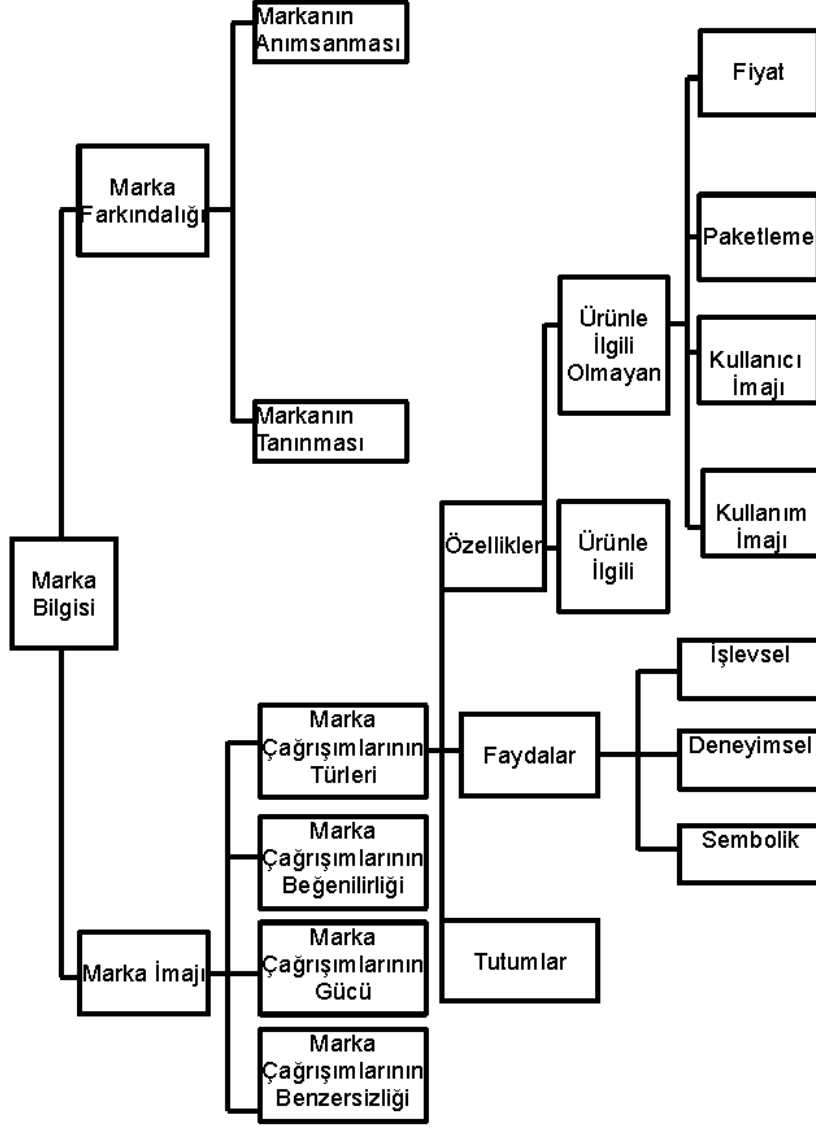
Kaynak: (Akt. Avcılar, 2008: 13).

Şekil 1'e göre marka farkındalığı, marka çağrışımları, markadan algılanan kalite ve marka sadakati tüketici davranışına dayalı marka değerini oluşturan boyutlardır. Bu dört boyut ile sağlanan tüketicinin algıladığı marka değeri hem tüketicilere hem de firmaya değer sunmaktadır. İşletmeye sağlanan değer sonuçta işletmenin pazarlama faaliyetlerine daha fazla kaynak yaratma ve tüketicilerin algıladığı değere daha çok yatırım yapmasına olanak sağlayabilir (Avcılar, 2008: 13).

1.2.2.2. Keller Yöntemi

Keller'e göre tüketici davranışına dayanan marka değerini tüketicilerin marka bilgisi seviyesine göre firmanın markalı ürünü pazarlama faaliyetlerine karşı tüketicinin sergilediği olumlu ya da olumsuz tepkilerdir (Keller, 1993). Şekil 2'ye göre marka bilgisi, marka imajı ve marka farkındalığından oluşmakta; "markanın anımsanması ve tanınmasından ibarettir. Benzer özelliklere sahip markalı ve markasız ürünlerin kıyaslanmasıyla marka bilgisine ulaşılabilir. Marka imajının müşteriler tarafından farkedilmesi marka çağrışımının beğenilir, güçlü ve benzersiz olmak üzere üç özelliğiyle alakalıdır (Keller, 1993: 3). Marka imajı ise tüketicinin marka ile ilgilendiği bilgilerin

hepsine işaret etmektedir. Marka farkındalığı müşterilerin benzer ihtiyaçlarını karşılamak üzere satılan farklı markalardan meydana gelen ürün grubu içinden ilgili markayı seçmesidir (Tayşi, 2013: 72).



Şekil 2: Marka Bilgisinin Boyutları

Kaynak: (Keller, 1993: 7).

1.2.3. Bileşik (Karma) Yöntemler

Bileşik marka yöntemleri, davranışsal ve finansal marka değerlendirme yöntemlerindeki güçlü yönleri almak ve zayıf kalan yönlerini dışarıda tutulması amacı ile ortaya çıkmıştır. Bu yöntemler marka de gibi çeşitli alanlarda danışmanlık

hizmetleri veren şirketler tarafından belirlenmiştir (Çelik, 2006; Sarı, 2009). InterBrand ve BrandRating Yöntemleri en sık kullanan yöntemler olarak ortaya çıkmaktadır.

1.2.3.1. InterBrand Yöntemi

Yöntem dört aşamalı bir analizden oluşmaktadır. Bunlar; markanın rolü, markanın gücü finansal tahmin ve marka değerinin tespitidir (Bardakçı, 2004; Çelik, 2006). Marka gücü analizinde marka istikrarı, pazar liderliği, marka genişleme olanakları, mevcut pazar beklentisi, uyum süresi, uluslararasılaşma potansiyeli, marka desteği ve yasal koruma gibi yedi açıdan değerlendirmeler yapılır (Bozkaya, 2019: 39; Çilingir, 2019: 114). İlk olarak markanın faaliyette bululduğu pazardaki müşteriler homojen segmentlere ayrılır. İkinci aşamada finansal analiz, markaya olan talebin analizi ve marka gücü analizleri yapılır. Bu üç analiz sonrasında markadan doğan gelirlerin bugünkü değeri belirlenir. Finansal analiz firmanın net finansal kazançlarını ölçmektedir. Bu amaçla Ekonomik Katma Değer (EVA) metodundan yararlanılmaktadır. Bu metotta markalaşmış ürünün satışından gelecekte sağlanacak kazançlar tahmin edilmektedir. Ekonomik kârı yakalamak amacıyla faaliyet kârından vergiler düşürülmek suretiyle net faaliyet kârı elde edilmektedir. Net faaliyet kârından sermaye maliyeti çıkarılmakta maddi olmayan varlıklardan doğan gelir hesaplanmaktadır. Finansal performans analizi 5 yıllık bir zamana ilişkin yapılan tahminlemelerle yürütülmektedir. Bir diğer unsur ise marka gücünün hesaplanmasıdır. Marka gücü 0-100 arasındaki bir skalada ölçülür ve kriterin önemine göre bir ağırlık yüzdesi vardır, detaylı bilgisi aşağıda yer alan tabloda verilmiştir (Tayşi, 2013: 77-79). Interbrand'in marka değerlendirme yöntemi, müşterilerin, çalışanların yatırımcıların değer yaratma nitliğini dikkate almaktadır. Marka gücü analizi markanın ekonomik yaşam ömrünün süresini ve riskini azaltma yeteneğini ölçer. Hem iç (yönetim ve çalışan) hem de dış (müşteri) faktörleri hesaba katılır (Akt. Çilingir, 2019: 113).

Tablo 2. Interbrand Marka Gücü Kriterlerinin Ağırlıkları

Kriterler	Ağırlıklar
Liderlik	% 25
İstikrar	% 15
Pazar	% 10
Uluslararasılık	% 25
Trend	% 10
Pazarlama Desteği	% 10
Koruma	% 5
Toplam	% 100

Kaynak: (Akt. Tayşi, 2013: 79; Akt. Çilingir, 2019:114).

Küresel markalarla birlikte yerel markaların değerlemesi yapılırken yararlanılan bu metod, vergilendirme kuruluşları, yatırım bankaları, sermaye piyasaları, yönetim danışmanları ve mahkemeler tarafından uygun görülen bir yöntemidir. Fakat ileriye dönük satışların ve markadan doğan gelirlerin tahmin edilmesi, bugünkü değere indirgeme sürecinde yararlanılacak olan iskonto oranının tespiti, marka gücü ölçümünde yararlanılan ölçütlerin seçimi, puanlama ve ağırlıklandırılması, bu yöntemin uygulanması esnasında subjektif manipülasyonlara (Çelik, 2006: 200).

1.2.3.2. BrandRating Yöntemi

GmbH firması tarafından geliştirilmiş olunan BrandRating yönteminin üç temel aşaması bulunmaktadır. Bunlar, Buzdağı modeli, fiyat primi ve gelecek performansıdır. Buzdağı modelinde amaç, müşteri gözünde markanın temel gücünü ölçmektir ve markanın değerini belirleyen bir buzdağı gibi hem görünen hem de görünmeyen unsurlar vardır. Buzdağında görünen kısım markanın imajıdır ve tüketicilerin mevcut markayı nasıl algıladıklarını ifade etmektedir. diğer taraftan buzdağının suyun altında kalan kısmında ise marka varlıkları yer alır ve bunlar müşterilerin uzun dönemdeki davranış eğilimlerini, marka için yapılmış olan yatırımları ve müşterilerin sadakatini ifade etmektedir (Kaya, 2005). İkinci aşamada fiyat priminde mevcut marka, son üç yılın verileri göz önüne alınarak, benzer alanda faaliyet gösteren markasız ürün ile kıyaslanır (Kaya, 2005). Markalaşmış ürünün

fiyat primi gelecek dönemde beklenen satışlarla çarpılmak suretiyle markadan sağlanacak gelir hesaplanmaktadır. Bu gelirin her yıl devam edeceği varsayıldığında, belli bir iskonto oranı ile bugüne indirgenmesi söz konusudur (Tayşi, 2013: 106). Son aşamada markanın gelecek dönemlerdeki performansı tahmin edilir (Çelik, 2006).

1.2.3.3. Financial World Yöntemi

Markaya bağlı olan bir firmanın getirileri ile eşdeğer ürünleri üretilen markaya sahip olmayan bir şirketin kazanç farklarından yola çıkarak marka değeri tespit edilmektedir. Bu yöntem büyük ölçüde Interbrand yöntemine benzemektedir (Bursalı, 2020: 74-75). Bu yöntem Interbrand gibi yıllık en değerli markaların listesini açıklamaktadır. Bu yöntemde Interbrand'in kullandığı metottan daha basit olan başka bir versiyon kullanılmaktadır. Marka gücü de Interbrande benzemekte, ancak daha az ölçüden yararlanılmaktadır. Bu metodda benzer özelliklerin tekrar edilmek suretiyle ölçülerek hesaba katılma riski daha azdır. Fakat Interbrand yöntemindeki tüm eksiklikler bu yöntemde de söz konusudur (Kaya, 2002: 28).

1.2.3.4. BBDO Yöntemi

BBDO Danışmanlık ve Ernst & Young AG Danışmanlık Hizmetleri şirketi tarafından geliştirilen bu model hem muhasebe hem de pazarlama nedeniyle değerlendirme ihtiyacını aynı anda karşılamak üzere geliştirilmiştir (Çilingir, 2019: 111). BBDO Danışmanlık ve Ernst & Young şirketi ile beraber geliştirilen bu modeller BEES (Brand Equity Evaluation System-Makul Marka Değerleme Sistemi) ve BEE-Brand Equity Evaluator- Makul Marka Değerlendirici) modelleridir (Çilingir, 2019: 108). BEES ilk olarak aşağıdaki gibi sekiz marka belirleyicisi tanımlamaktadır (Akt. Göker, 2020: 102; Çilingir, 2019: 106-107).

- markalı satışları,
- net faaliyet karı, (geçen 3 yıllık ortalama),
- markanın gelişimi perspektifi,
- uluslararası uyum oryantasyonu
- reklam ve tanıtım yatırımları,
- markanın sektördeki gücü,

- marka imajı
- vergi öncesi getiriler (son üç yıllık).

İkinci aşamada marka çevresini (satışlar, net faaliyet karları ve büyüme perpektifleri) oluşturan belirleyiciler birleştirilerek “marka kalite faktörü”nü oluştururlar. Sonrasında bu faktörler diğer dört faktör ile birleştirilerek vergi öncesi hasılatın katsayısı olarak düzeltme faktörü elde edilir. Netice olarak markanın ekonomik değeri geçen 3 sene ortalama vergi öncesi getiriler ve düzeltme faktörünün çarpımına eşittir. Modelde vergi öncesi getiriler mali sapmalardan kaçınmak için kullanılır (Akt. Göker, 2020: 102; Çilingir, 2019: 106-107).

BEE modeli dört aşamalıdır. (Akt. Göker, 2020: 103).

1. Aşama: Marka değeri belirleyicileri (ilgili pazardaki hakimiyet, uluslararası oryantasyon, marka itibarı ve marka kalitesi) ölçülür.
2. Aşama: İskonto oranı tespit edilir. İskonto oranının tespit edilebilmesi için sermaye varlıklarını fiyatlandırma modelinden yararlanılır.
3. Aşama: Gayrisafî nakit akımlarının net bugünkü değeri belirlenir.
4. Aşama: Markanın şimdiki değeri tespit edilir.

BBDO modelinde başka danışmanlık firmalarının kullandığı ölçütlere benzeyen ölçütler kullanılmakta ve böylece marka gücü belirlenmektedir. Bunlar aşağıda belirtilmektedir. Bu unsurlar belirlenerek marka kalite faktörü hesaplanmaktadır (Akt. Bursalı, 2020: 76):

- Ciro gelişimi,
- Uluslararası gelişim
- Ciro rantabilitesi,
- Markanın gelişim perspektifi,
- Markanın sektördeki gücü
- Marka imajı
- Markaya olan reklam desteği
- Son üç yıldaki vergi öncesi kazanç miktarları

1.2.3.5. Brand Finance Yöntemi

İngiliz Brand Finance PLC tarafından geliştirilen bu yöntemde marka değeri; markalı üründen gelecek dönemlerde sağlanacak gelirlerin tahminlenmesi ve bu gelirlere markanın katkısının tespit edilmesi söz konusudur. İskonto oranının tespitinde Interbrand metoduna benzeyen bir puan sisteminden yararlanılmaktadır (Günay, 2017: 372).

Bu yöntemde marka değeri, markalı ürünün gelecekte sağlayacağı gelirler tahmin edilerek hesaplanmaktadır. Şirketin sağlayacağı gelirden markalı ürünün satışından sağlanacak katkının tespiti ve bu gelirin iskonto edilmesiyle marka değerinin belirlenmesi söz konusudur (Akt. Bursalı, 2020: 75). Brand Finance yöntemi en fazla “gelir yönteminden” yararlanmakta ve bu kapsamda “telif hakkından kurtulma” modelini uygulamaktadır.

1.2.3.6. Diğer Karma Yöntemler

Danışmanlık firmalarınca kullanılan diğer karma yöntemleri ise aşağıda kısaca belirtilmektedir:

Semion Yöntemi: Bu yaklaşımda marka değerini oluşturan dört önemli faktör mevcuttur. Bunlar firmanın finansal değeri, marka gücü, marka imajı ve markanın yasal korunmasıdır (Yüksel, 2005). Öncelikle faktörler için ayrı faktör değerleri bulunur. İkinci adımda faktör değerleri ağırlıklandırılır ve böylece genel bir faktör değeri oluşturulur. Üçüncü adımda hesaplanan faktör değerleri ile son üç yıllık vergi öncesi kar tespit edilir ve ortalaması alınır. Son adımda ise “genel faktör değeri” ile “vergi öncesi kar ortalaması” çarpılmakta ve marka değeri hesaplanmaktadır (Tayşi, 2013: 108)

Nielsen Yöntemi: A.C. Nielsen adında bir danışmanlık firması Marka Bilançosu adını verdiği Interbrand yöntemine benzeyen bir değerlendirme yöntemi geliştirmiştir. Bu yöntemde göre marka gücünü ölçme gayesi ile bir puanlama sistemi kullanılmakta ve altı başlık altında 19 ölçüte göre değerlendirme yapılmaktadır. Ölçütlerin ağırlığına göre marka gücünü ifade eden 0-500 arasında bir puan oluşturulmaktadır. Bu yöntemde kullanılmakta olan ölçüt başlıkları şunlardır (Kaya, 2002: 28-29).

- 1) Pazar Payı
- 2) Pazar Potansiyeli
- 3) Şirketin Marka ile İlgili Çabaları
- 4) Toptancıların ve Parakendicilerin Markaya İlişkin Değerlendirmeleri
- 5) Markanın Uluslararası Erişimi
- 6) Müşterilerin Markayı Nasıl Değerlendirdikleri

A. C. Nielsen firmasına göre müşteri sadakatini ölçmek çok önemlidir. Bu yüzden Marka Değer Endeksi geliştirilmiştir. Firmaya göre marka değeri bir tüketicinin mağaza içinde duyu organlarıyla deneyimlediği her şeyin satın alma davranışına yansımaları ölçer. Çeşitlilik, reklam, fiyat, promosyon gibi faktörleri kapsar. Firmaya göre marka değer endeksinde yüksek değerlendirme alan perakendeciler, sadık müşteriler adına verdikleri savaşı rakiplerine göre daha fazla kazanma şansına sahiptirler. Firmaya göre markanın gücü çok geniştir ve güçlü markalar müşteri sadakati ve şirket karlılığı sağlar. Bunu sağlamak için ise tüketicilerle ilgili doğru bilgiye sahip olmak gerekir. Değeri yüksek olan markaların müşterileri marka ile yakın ilişki içinde olmaları ve daha yüksek fiyattan ödemeye razı oldukları için bu markalar en karlıdır (Batıbay, 2010: 52).

1.2.4. Marka Değerlemeye İlişkin Yapılan Akademik Çalışmalar

1.2.4.1. Marka Değerlemeye İlişkin Makale Çalışmaları

Ulusal alan yazında marka değerlemesine ilişkin yapılan makale çalışmaları aşağıdaki gibi özetlenebilir:

Baydaş (2007) çalışmasında markaların değerine ilişkin yapılan değerlendirme çalışmalarının yetersiz olduğunu, özellikle marka değerlemenin genelde maliyete göre yapıldığını belirtmektedir.

Özgüven (2010) çalışmasında marka değeri yaratabilmek amacıyla marka ile ilgili tüketicide olumlu imaj oluşturmanın çok önemli bir nokta olduğunu belirtmektedir.

Akgün ve Akgün (2014) çalışmasında Hiroshi yöntemi ile Borsa İstanbul'da yer alan bir şirketin marka değerini hesaplamaktadır. Araştırma sonucuna göre belirlenen marka değerinin bir varlık gibi mali tablolara yansıtılırsa şirketlerin finansal açıdan rahatlayabileceği ve daha yüksek varlık değerine ulaşacakları belirtilmiştir.

Papatya, Papatya ve Hamşioğlu (2015) çalışmasında Aaker (1991) tarafından tanımlanan marka değeri ve marka güveni oluşturma, marka değeri bileşenlerinin yarattığı ilişkileri tespit etmede beş boyutun denenmesinin önemine işaret etmektedir.

Kendirli, Çağırın ve Akgün'ün (2016) çalışmasında Hiroshi yöntemi ile gıda sektöründe yapılan bir uygulamada firmaların müşteri sadakati ve firma prestiji gibi marka unsurlarının iyi araştırılarak marka değeri ile ilgili daha fazla çalışmalar yapılması gerektiği" belirtilmektedir.

Özdemir ve Öncül (2016) çalışmasında gelir yaklaşımı ile piyasa yaklaşımının" marka değerlemede en çok kullanılan yöntemler olduğu belirtilmiştir. Yazara göre "ISO 10688 standardıyla birlikte marka değerlendirme konusu hem daha önemli kılınmış hem de bu konuda yürütülen çalışmalara genel bir çerçeve getirilmiştir.

Çam, Kalkan, Soydaş ve Taşdemir (2018) çalışmalarında Hirose yönteminde, risk etkenini de göz önünde tutarak, bütünleşik bir marka değerlendirme modeli oluşturmakta" marka değeri tespitinde uzun döneme ilişkin veri kullanmanın daha tutarlı değere ulaşmayı sağlayabileceği ve sonuçların güvenilirliğini artırabileceğini vurgulamaktadırlar

Gerekan ve Koçan (2018) çalışmasında Hirose yöntemine göre belirlenen marka değerinde yıllar itibariyle yaşanan değişime odaklanmanın önemini vurgulamaktadır.

Taşçı ve Baş (2018) çalışmasında teknoloji sektörünün her alanda olduğu gibi marka değerinde de ağırlığını hissettirdiğini; gelecekte de listelerin üst sıralarını teknoloji sektöründeki markaların zorlayacağını belirtmektedir.

Gökbayrak (2019) çalışmasında Hirose Yöntemi ile marka değerinin hâsılata dayalı olarak hesaplanabildiğini, uygulanabilirlik ve kullandığı verilerin bulunabilir ya da hesaplanabilir olması nedeniyle diğer yöntemlere göre daha çok tercih edildiğini belirtmektedir.

1.2.4.2. Marka Değerlemeye İlişkin Lisansüstü Tez Çalışmaları

Ulusal alan yazında marka değerlemeye ilişkin yapılan lisansüstü tez çalışmaları aşağıdaki gibi özetlenebilir:

Batıbay (2010) çalışmasında marka değerinin tespitinin gittikçe artan öneminden bahsederek; markanın yatırımcısından kredi verecek kuruluşa kadar pek çok tarafın marka değerinin hesaplanmasıyla yakından ilişkili olduğuna; firmaların birleşmeleri ve alım satım işlemlerinin sürekli arttığına işaret etmektedir.

Gödren (2010) çalışmasında en uygun marka değerlendirme yönteminin (AHP) Analitik Hiyerarşi Prosesi olduğunu vurgulayarak AHP'ni tanıtmakta ve herhangi bir yöntemin marka değerini belirleyen alt kriterlerini incelemektedir.

Filiz (2010) çalışmasında turizm işletmelerine yönelik değerlendirme yaparken, örneğin güçlü markaya sahip otel işletmelerinin getirisinde artışların yaşanacağına, otellerin değerlemesi sürecinde markasının değerinin de ortaya konulması gerektiğine, ayrıca etkin bir marka yönetimi sayesinde o firmanın değerine katkı sağlanabileceğine vurgu yapmaktadır.

Güven (2019) çalışmasında muhasebe ilişkin ele alınan marka değeri tespitinin hukuki alanda da çok kullanıldığını belirtmekte; değer tespitinin nasıl belirlendiğini açıklamakta, yapılan değer tespitlerinin öznel değerlemeleri gösterdiğini, bu özneliğin giderilerek daha nesnel gerçeklere ulaşılması gerektiğine işaret etmektedir. Yazarın çalışmasına göre kullanılan metodların benzer problemi markayı belli bir yönden ele alıp değerlemenin yapılması ya da kişisel sezilere dayalı ölçütler kullanarak bulunan değer gerçeği yansıtmadaki haklı endişelerdir.

Tayşi (2013) çalışmasında marka değerini tespitine ilişkin pekçok yöntemin olduğunu; bazılarının kişisel yargılar içerdiği için eleştirildiğini ve farklı yöntemlerin başka neticeler verebildiğini belirtmiştir. Bu çalışmada ayrıca bir yöntemin markanın farklı bir boyutunu kendine göre farklı ağırlıklarla ölçtüğüne bu yüzden herhangi bir

yöntemin daha başarılı sonuç verdiğini iddia etmenin pek olası görünmediğini ileri sürmektedir. Yazar ayrıca marka değerinin belirlenmesi amacıyla genel kabul gören bir yöntemin de henüz olmadığını vurgulamaktadır.

Göker (2014) çalışmasında marka değerinin hissedar değerini pozitif olarak etkilediğine yer vermekte; markanın işletmenin finansal performansına nasıl katkı yaptığını ve bütçe planlaması yaparken markanın bir varlık olarak kabul edilmesi gerektiğini hatırlatmaktadır.

Konyar (2019) çalışmasında marka kavramını açıklayarak şirketlerin toplumsal saygınlıkları açısından uygulamalar anlamında çevreye olan duyarlılıklarının da önemli olduğu; hatta çevresel hassasiyetlerinin değerleme disiplini içine alınabileceğine değinmektedir. Yazara göre bu husus firma değerine ve marka değerine etki eden bir etken gibi ekonomik fayda şeklinde nitelendirilebilir.

2. BÖLÜM

ŞİRKET DEĞERLEMESİ ve ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

2.1. Şirket Değerlemesi

Fikri mülkiyet hakkının değerlemesinde, hakların özelliğine göre farklı yöntemler kullanılsa da genellikle şirket değerlemeleri için geliştirilmiş yöntemler kullanılır. Ancak, seçilen en yaygın yöntem, gelecekte elde edilmesi tahmin edilen nakit akışları veya karın, esas alınan iskonto oranı (AOSM-Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) üzerinden bugünkü değerlere indirgenerek toplanmasıdır Formül ile şu şekilde belirtilebilir (Demiroğlu, 2019: 118);

D= Toplam değer,

TNA=Tahmin Dönemlerindeki Nakit Akışları

SNA= Tahmin Dönemleri Sonrası Nakit Akışları

k= iskonto oranı

n=dönem sayısı

g=tahmini büyüme oranı

değerleri olmak üzere “ $D = \sum \frac{TNA}{(1+k)^n} + \frac{SNA}{(k-g)}$ ” formülü ile ilgili varlığın bugünkü değeri hesaplanır.

Şirket değerlemesi bir şirketin geçmiş ve cari döneme ait birtakım veri ve bilgilerden yararlanarak ileriye dönük oluşacak uygun ve makul bir piyasa değerinin en uygun tahminleme modeliyle belirlenmesidir (Sarioğlu, 2013: 66). Şirket değerlemede alıcı ve satıcı arasında genelde makul bir fiyatta anlaşma sağlanır. Yatırımcılar yatırımlarını yaparken firmanın gelecekteki performansına göre yaparlar. Yani yatırımcılar şirketin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının indirgenmiş bugünkü değerine bakarlar (Akt. Ekici, 2019: 20).

2.2. Şirket Değerini Etkileyen Faktörler

Firma değerini etkileyen birçok faktör sayılabilir. Bunlar finansal ve finansal olmayan etkenler olabilir. Firma unsurlar, finansal tabloları doğrudan etkiler, finansal olmayanlar ise finansal tabloların yanında şirket faaliyetlerini de etkiler (Ekici, 2019: 21). Bu unsurların (faktörlerin) etkisi zamana ve mekâna göre değişir. Bu faktörler aşığıda gibi sıralanmaktadır (Akt. Akdağ, 2015: 14-15):

- Ekonomik durum,
- İlgili endüstri dalına giriş koşulları,
- Mal ve hizmet fiyatlarının tespiti ve pazarlanabilirliği,
- Endüstrinin büyüklüğü ve büyüme hızı,
- Kullanılan araç-gereç ve makinaların niteliği,
- Firmanın geçmişteki temettü politikası ve temettü dağıtabilme kapasitesi,
- Kuruluş yeri, geçmişı, büyüklüğü, teknolojisi, şerefiyesi,
- Ar-Ge faaliyetleri,
- Sermaye yapısı, likidite durumu, dikey bütünleşme derecesi,
- Firmanın geçmiş kazançları ve potansiyel kazanç gücü,
- Firmanın gerçekleştireceği yatırım projeleri ve yatırımların ekonomik ömürleri,
- Firmanın gelecekteki ihtiyacı olan yatırım tutarı”,
- Maliyet yapısı (sabit ve değişken giderlerin oranı)”,

Değerlemeyi yapacak ilgili ve görevlilerin yeterli teorik ve pratik bilgiye sahip olması gerekir.

2.3. Şirket Değerlemesinin Nedenleri

Değerleme çalışmaları ve yöntemleri değer artışı oluşturmada şirketlerin ne derecede başarılı olduklarını belirten bir araçtır. Bir firmanın hissedarları ya da yatırımcılar, yatırımların sağlayacağı faydayı ölçmek amacıyla değerleme çalışmalarına gereksinim duyarlar (Ekici, 2019:21). Şirket değerlemeleri bugün pek çok alanda kullanılmaktadır. Örneğin şirket evlilikleri (birleşme ve satın almalar), halka arzlar, özelleştirmeler, finansal tablolarda rayiç değer hesaplamaları, aracı

kuruluşlar tarafından hazırlanan analist raporları, borçlanma enstrümanları ve özel amaçlı yeniden yapılanmalarda şirket değerlemeleri önem kazanmaktadır (Çırak, 2018: 17-22). Yaslıdağ (2021: 31) firma değerlendirme işlemlerinin firmanın tüm ya da kısmen satılması, ortaklık yapısının değişmesi, şirket birleşmeleri, pay senetlerinin teminat olarak kullanılması, şirketin pay senetlerinin halka arz edilmesi gibi değişik amaçlara yönelik olabileceğini belirtmektedir.

2.3.1. Şirket Birleşme, Satın Alma ve Değerleme

Şirket birleşmeleri ve satın almalar değerlendirme ihtiyacını doğuran bir durumdur. Her iki durumda da ortaya çıkan yeni şirketin değerinin, biraraya gelen iki firmanın eski durumundan daha büyük ve daha değerli kılınması esastır. Bu yüzden birleşecek ya da satın alınacak şirketlerin değerlerinin belirlenmesi alınacak kararların yönünü tayin eder. Zira değerlendirme satışı gerçekleştiren için şirketin satılabilecek en düşük fiyatını belirlerken, satın almayı gerçekleştiren için de şirketin satın almak için ödenebilecek en yüksek fiyatını ortaya koymaktadır (Akt. Yalçın, 2014: 31). 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun "136. maddesine göre "bir şirketin diğerini devralması, teknik terimle "*devralma şeklinde birleşme*" yeni bir şirket içinde bir araya gelmeleri ise teknik terimle "*yeni kuruluş şeklinde birleşme*" şeklinde belirtilmektedir. Ercan vd. (2006) şirkete ait hisse değerleri ve gerektiğinde arttırılacak sermaye miktarının belirlenmesinin birleşme öncesi çok önemli olduğuna işaret etmektedirler. Tolu vd. (2022) yaptıkları çalışmada ilk defa satın alma ve birleşme işlemini yapan şirketlerin getirilerinde olumlu sonuçların görüldüğünü vurgulamışlardır.

2.3.2. Portföy Yönetimi ve Değerleme

Değerlemenin portföy yönetimindeki önemi yatırımcıların kısa ve uzun vadeli amaçlarına göre farklılık göstermektedir (Yalçın, 2014: 29). Piyasa koşullarında aktif bir yatırımcı açısından değerlendirme daha önemlidir. Firma değerlendirme metodları sayesinde sağlanan firma değeri piyasada oluşan değer ile kıyılanmakta ve düşük değerlendirilmişse hisse senetleri portföye alınmaktadır. Gerçekçi yansıtan varsayımlara göre belirlenen firma değeri, hisse senetlerinin aşırı veya düşük değerlendirildiğine işaret edebilir Aydın, 2012: 94). Diğer taraftan

hisselerin el değişiminin hangi tutar üzerinden gerçekleŐeceęini belirlemek için Şirket değerlemesi yapılmaktadır (ırak, 2018: 20).

2.3.3. Şirket Hisselerinin Halka Arzı ve Değerleme

Halka arz bir firmanın finansman ihtiyacını gidermek üzere kullandığı doğrudan finansman yöntemidir. Şirket değerlemeleri halka arz sürecinde halka arz edilecek Şirketin hisselerinin hangi birim fiyat/fiyat aralıkları üzerinden satılacağıının belirlenmesinde kullanılmaktadır (ırak, 2018: 20). Halka arz işlemlerinde değerleme, halka arz sonrasındaki performansı etkilemektedir. Halka arzedilecek olan firma değerinin tespitinde birkaç değerleme yönteminin kullanılması ve birkaç uzman kuruluŐdan yararlanılması önemli görölmektedir. Çünkü BIST'te gerçekleşen halka arz amacı ile oluşan fiyat raporları incelendiği zaman uzman kuruluşların farklı fiyat tespitlerine rastlanmaktadır (Ekici, 2019: 23-24). Halka arz öncesi değerleme yapılırken, değerlemeyi gerçekleŐtirecek olan analistin daha önce halka arz gerçekleştiren ve çeşitli açılardan değerlemesi yapılacak Şirkete benzerlik gösteren Şirketlerin değerlemelerine özel bir dikkat göstermelidir (Yalçın, 2014: 33).

2.3.4. Finansal Yönetim ve Değerleme

Şirketin gayesi Şirketin bugünkü değerini ortakları bakımından maksimum kılmaktır. Bu doğrultuda finansman, yatırım ve kar payı dağıtım politikalarının da Şirketin amacına uygun olması gerekir (Yalçın, 2014: 30; Ekici, 2019: 24). Őirketlerde iyi yönetilen bir finansal yönetimin performans göstergesi, firma değerinin tüm bu temel politikalar etrafında etkinliğini belirlemektir (Aydın, 2012: 94).

2.3.5. Özelleştirme ve Değerleme

Alıcı ve satıcı açısından spekülasyonlardan uzak başarılı bir özelleştirme işleminin ancak iyi organize edilen bir değerleme süreci sonunda oluşan bir değer ile mümkün olabileği unutulmamalıdır (Yalçın, 2014: 32). ÖzelleŐtirmenin değer tespiti yapılmadan, sadece ihaleler sonucunda oluşan fiyatlara göre yapılması yanıltıcı olabilir. Ayrıca sadece bir alıcının olduğu hallerde değerlemenin yapılma

zorunluluğu vardır. Karar vericiler eğer düşük fiyata satma gibi bir politikayı izlese bile hangi değerin yüksek değer olduğu bilinmeyebilir. Bu bakımdan yine bir değerlemeye ihtiyaç olacaktır (Akt. Yalçın, 2014: 32)

2.3.6. Kredi Alma ve Değerleme

Firmalar yatırım dönemlerinde kredi kuruluşlarına başvurarak finansman kaynağı bulmaya çalışırlar. Ancak firmaların borç veren kuruluşlardaki kredi değerliliğinin kredi verenlerce titizlikle hesaplanması gerekir. Gerçeği yansıtan girdilerin kullanılmasıyla belirlenecek firma değeri kredinin isabetli karar verilen alanlarda kullanılmasını ve kaynakların etkin kullanılmasını sağlayabilecektir (Aydın, 2012: 96). Örneğin bankalar gibi krediyi verecek kuruluşlar kredi talebinde bulunan firmalardan firma değerleme raporu isteyebilmektedir. Hatta değerlemede kullanılacak verilerin uluslararası raporlama standartlarına uygun olması gerekir (Ekici, 2019: 25).

2.3.7. Diğer Değerleme Nedenleri

Firmaların tasfiye sürecine girmesinde, aile içi boşanma ve miras paylaşımlarının olması halinde, holdingleşme çalışmalarında ortaklık yapılarının belirlenmesinde, vergi hesaplamalarında şirket değerlemesine ihtiyaç duyulmaktadır (ırak, 2018: 22). Ayrıca marka değerinin belirlenmesi de şirket değerini artıran önemli unsurlardan biridir. Güçlü bir marka ismi ve sembolü tüketicinin zihninde olumlu izlenimler bırakmaktarn ve tketickiye ek değer katmaktadır. Ayrıca yatırımcı ve analistlerin algılarını etkilemekte ve şirketlerin hisse senedi ve fiyatlarının tespitinde önemli etkiye sahip olmaktadır. şirket satın alma ve/veya birleşmelerinde tespit edilen değerin önemli bir kısmının firmanın marka değerinden doğması bu değerin ölçülmesini daha da önemli hale getirmektedir (Yalçın, 2014: 34).

2.4 şirket Değerlemesinde Kullanılan Finansal Tablolar

Değerleme sürecinde finansal tablolardan firmanın varlıkları, yükümlükleri ve kar-zarar durumu gibi önemli pekçok veriye ulaşılır. Bu verilerin doğru, güvenilir ve karşılaştırabilir olduğu varsayılmaktadır. Uluslararası arenada firma değerlemesi

için uluslararası muhasebe standartlarına uygun bilanço ve gelir tablolarının hazırlanması çok önemlidir (Gökmen, 2017: 56). Firma değerlendirme sürecinde yararlanılacak finansal tablolar, Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına (UFRS) göre belirlenmiştir. Bu tablolar değerlemede kullanılmaktadır” (Gökmen, 2017: 56; Ekici, 2019: 29-30).

Bilanço (Finansal durum tablosu),

- Gelir tablosu (Kar zarar tablosu),
- Öz kaynak değişim tablosu,
- Nakit akış tablosu

2.5. Şirket Değerleme Süreci-Adımları

Değerleme süreci şu beş adımdan oluşur (Karaa, 2019: 22; Akt.Ekici, 2019: 30).

1. Adım: Firmanın faaliyeti hakkında bilgi sahibi olunur. Firmanın faaliyet gösterdiği ilgili endüstrinin analizi yapılmaktadır.
2. Adım: Firmanın performansı tahmin edilir. Satış, kazanç ve finansal pozisyon tahminleri belirlenir.
3. Adım: Firmaya uygun değerlendirme metodu tespit edilir.
4. Adım: Model belirlenir, yapılan tahminler değer tespitinde kullanılır ve bir değerlendirme sonucu ortaya çıkar.
5. Adım: Değerleme sonucunda yatırım kararı verilir.

2.6. Şirket Değerleme Yöntemleri

Şirket değerlemede genel kabul gören görüş tek bir hesaplama yönteminin olmadığı; pekçok metod ile bulunan sonuçların karşılaştırılmasının yapılması gerektiğidir. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi en sık kullanılan yöntem olarak öne çıksa da değerlendirme sürecinde en az hatanın yapılması ve hissenin gerçek değerine ulaşabilmek için değerlemede mümkün olduğu kadar birden fazla yöntemin karşılaştırmalı olarak kullanılması istenmektedir. Sağlıklı bir değerlendirme yöntemi seçimi ve uygulamasında firma ile faaliyet gösterdiği endüstri dalının özellikleri de

dikkate alınmalıdır (Ünvan, 2019: 939). Bu bakımdan farklı metodlar deneyerek ulaşılabilecek değerleme sonuçları firma değeri hakkında daha sağlıklı fikir verebilir (Gözen, 2019: 380). Bu kapsamda aşağıda Piyasa Temelli Karşılaştırmalı Katsayılar Değerleme Yöntemi, Aktif Bazlı Yaklaşım Yöntemleri, Gelir Bazlı Yaklaşımlar ile diğer Alternatif Şirket Değerleme Yöntemi hakkında açıklamalar yapılmaktadır.

2.6.1. Piyasa Yaklaşımı (Göreceli Değerleme Yaklaşımı)

Piyasa yaklaşımı “Göreceli Değerleme Yaklaşımı” kavramı ile aynı anlamda olup; özellikle halka açık firmalarda sıklıkla kullanılmaktadır. Bu yöntem genellikle piyasada fiyatı oluşan benzerlik gösteren varlıklardan yararlanılarak bir varlığın değerinin belirlenmesinde kullanılır. Bu yöntem benzer varlıkların benzer fiyatlarla satılabileceği varsayımına dayanır (Cornell, 1993 Damadoran, 2002: Chambers, 2009). Ancak karşılaştırmalarda hatalara meydan vermemek ve daha sağlıklı sonuçlar elde edebilmek için firmalardan elde edilecek piyasa verilerinin aritmetik ve geometrik ortalamalarının alınması ya da regresyon analizlerinin kullanılması gerekebilir (Daves vd.2004). Yapılacak karşılaştırmalarda çeşitli standart oranların belirlenmesi ve karşılaştırılabilecek benzer şirketlerin bulunması çok önemli iki husustur (Damadoran, 2002). Bu yöntem ile şirketin gerçek değerinden ziyade kıyaslamalı değerine ulaşılmaktadır (Güler, 2010). O bakımdan bu yöntem varsayımlara dayanmamakta ve sübjektif olmamaktadır (Küçükcaraba, 2012). Dolayısıyla bu yöntemin anlaşılması, yatırımcılarına sunulması ve uygulamasının daha kolay olduğu ileri sürülebilir.

Pazar temelli yöntem kapsamında şirket firma değerlemeleri yapılırken bazı önemli çarpanlardan yararlanır. Bunlar Firma Değeri/FAVÖK, Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, Fiyat/ Nakit Akımı Oranı, “Fiyat/Kazanç Oranı, Fiyat/Satışlar Oranı gibi oranlardır. Aşağıda bunlarla ilgili kısa açıklamalar yer almaktadır (Damadaran, 2002; Sipahi vd., 2016).

2.6.1.1. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi

Bu oran hisse başına ödenen bedelin hisse başına karın kaç katı olduğunu gösterir. F/K oranı firmanın paylarının toplam değeri ile firmanın net karı arasındaki

ilişki sonucunda doğar (Öztürk, 2009). F/K oranı yatırım aşamasında sıklıkla kullanılan bir ölçüdür. Her hissenin cari fiyatının dört çeyrek dönem kazancına bölünmesi söz konusu olup; yatırımcılara yatırım kazançlarını yatırım maliyetleriyle karşılaştırma olanağı sunmaktadır (Cornett vd., 2016).

Şirket değeri, F/K oranının, hisse senedi başına kâr ve hisse senedi sayısı ile çarpılarak bulunur.

$$\text{Şirket Değeri} = \text{F/K Oranı} \times \text{Hisse Başı Net Kâr} \times \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

Fiyat/Kazanç oranı ve firma değeri aşağıdaki formül sayesinde belirlenebilir (Küçükcaraba, 2012)

$$\text{F/K} = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Net Kar}}$$

$$\text{Firma Değeri} = \text{Baz Alınan F/K oranı} \times \text{Firma Net Karı}$$

F/K oranı hesaplanırken şu kısıtlarla karşılaşılır: Kazançlar muhasebe uygulamalarından etkilenirler. Çünkü firmaların yatırım politikaları, muhasebe standartları ve iş modelleri birbirinden olabilir. Bu yüzden farklı amortisman uygulayabilirler. İkinci bir husus ise kazançların finansal yapılardan etkilenmesidir. Bir firmanın faiz borcu çoksa faiz gideri daha yüksektir. Tam tersi de söylenebilir. Yani bir firmanın sınırlı faiz borcu varsa faiz giderleri daha az olabilecektir. Son olarak, “kazançlar farklı vergi oranlarından etkilenmektedir. Diğer şartlar eşit iken, farklı ülkelerde faaliyet gösteren ve farklı bir vergi oranına tabi şirketler için farklı F/K çarpanları görülebilir (Akt. Ekici, 2019: 40).

2.6.1.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemi

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranı, firmaların menkul kıymetler piyasalarındaki performansını gösterir. Ayrıca PD/DD oranı firmaların değerlendirme çalışmalarında da kullanılır (Bağlama, 2017: 38). PD/DD oranı, bir firmanın “öz sermayesinin piyasa değerinin” firmanın “defter değerine oranıdır”. Bu oran hisse senedi piyasa değeri hisse başına özkaynak değerine bölünerek hesaplanmaktadır. Bu oran bir firmanın piyasa değerinin özkaynaklarının kaç katı olduğunu ifade eder

(Öztürk, 2009; Toraman ve Körpi, 2015). Piyasa Değeri, toplam hisse senedi sayısının hisse senedinin işlem gördüğü fiyat ile çarpılması suretiyle hesaplanır. Şirketin varlıklarının defter değeri ile borçlarının defter değeri arasındaki fark ise firmanın defter değerini verir. Oluşan bu fark şirketin öz kaynaklarını ifade eder. PD/DD Oranı şu şekilde hesaplanmaktadır (Sipahi vd. 2016: 135-136):

$$\frac{PD}{DD} = \frac{\text{Hisse senedinin } t \text{ dönemdeki piyasa fiyatı}}{\text{Firmanın } t \text{ dönemdeki defter değeri}}$$

Bu oran şu şekilde de hesaplanabilir (Şahin, 2017: 92).

$$\frac{PD}{DD} = \frac{\text{Piyasa Kapitalasyonu}}{\text{Defter Değeri}}$$

Veya

$$\frac{PD}{DD} = \frac{\text{Hisse senedi fiyatı}}{\text{Hisse başı defter değeri}}$$

Fiyat kazanç oranı ile değerlendirilemeyen veya zarar eden firmalarda piyasa fiyatı / defter değeri ile değerlendirilebilir. Zarar eden firmalarda F/K oranının aksine PD/DD yöntemi kullanarak değerlendirme yapmak daha doğrudur (Şahin, 2017; Chambers, 2005). Bu oranın 1'e eşit ve üstünde olması istenir. Aksi halde varlıkların verimli kullanılmadığı, değer kayıpları yaşandığı görüntüsü ortaya çıkar. Bu durum ortaklara ve hissedarlara değer artışı sağlanamadığı anlamına gelir. Bir firmanın piyasa değeri eğer defter değerinden fazla ise o firmanın entelektüel sermayeye sahip olduğu anlamına gelir (Chambers, 2005).

PD/DD oranının yüksek çıkması, hisse senedinin değer kazandığını ve satış karı realize etmek gerektiğini düşündürülebilir. Oranın düşük çıkması ise hisse senedinin ucuzladığını ve yatırım yapılması gerektiğini düşündürülebilir. Dolayısıyla

yatırımcılar açısından şirketler arasında kıyaslamalarda hisse senedi fiyatının aşırı arttığı veya ucuz kaldığı konusunda bu oran ciddi fikir sağlayabilir (Üreten ve Ercan, 2000). Hizmet işletmeleri ve teknoloji şirketleri açısından defter değeri pek önemli görülmemektedir. Çünkü böylesi firmaların ciddi ölçüde duran varlıkları yoktur.

2.6.1.3. Fiyat/ Nakit Akımı Oranı Yöntemi

Fiyat/Nakit Akımı Oranı Yöntemi, Fiyat/Kazanç oranı yöntemine geniş ölçüde benzemekle birlikte bu orana alternatif olarak geliştirilmiş olup; bu yöntemde “net kâr” değil “net nakit akımı” kullanılmakta ve firma değeri belirlenmektedir (Cingöz, 2014). Bu yaklaşıma göre farklı uygulanan amortisman oranları sebebiyle “firma karları” değil “nakit akımları”nın kullanılması daha doğru bir yaklaşımdır (Bağlama, 2017: 39).

Fiyat/Nakit Akımı oranı: Piyasa kapitülasyonu/ Nakit Akımı

Piyasa kapitülasyonu kavramı aslında öz kaynakların piyasa değeridir.

Şirketin F/NA oranı ve Şirket değeri bu yöntemde şu formüllerle de

bulu

nabi

lir:

$$\text{Fiyat/Nakit Akımı Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Düşen Nakit Akımı}}$$

ya da;

$$\text{Fiyat/Nakit Akımı Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Senedi Başına Nakit Akımı (Net Kar+Amortisman)}}$$

F/NAoranına dayanarak firma değeri şu şekilde hesaplanabilir.

Firma Değeri= Fiyat/Nakit Akımı oranı x Firmanın Nakit Akımı

Bağlama (2017: 40) bu yöntemin uygulamada nadiren kullanıldığını, yatırımcıların daha çok Fiyat/Kazanç oranını benimsediğini, daha tecrübeli

yatırımcıların yine de çeşitli değerlendirme yöntemlerine baktıkları gibi bu yöntemi de önemsediklerini belirtmektedir.

2.6.1.4. Fiyat/Satışlar Oranı Yöntemi

F/S oranının düşük değerlendirilmiş hisse senetlerini seçmek için, olgun, dönemsel ve sıfır karlı şirketlerin hisse senetlerini değerlemek için uygun bir oran olduğu ileri sürülmektedir (Pinto vd. 2010). Fiyat/Satışlar oranı son yıllarda halka açık şirketlerin öz kaynak değerlemesinde sıklıkla kullanılmakta; düşük değerlendirilmiş hisse senetlerini bulmak için en iyi oran olduğu savunulmaktadır. F/S oranı aynı sektördeki benzer firmaların brüt kar marjlarının ve firma etkinliklerinin aynı olduğu varsayımından bu firmaların karşılaştırmalarında kullanılan bir orandır (Yalçın, 2014). Fiyat/Satışlar Oranı (F/S) belirlenirken hisse başına fiyat, hisse başına yıllık net satışlara bölünür (Pinto vd. 2015).

$$\text{Fiyat / Satışlar Oranı} = \text{Hisse Senedinin Fiyatı} / \text{Hisse Başına Satış Geliri}$$

F/S oranı bir şirketin satışları ile özsermayenin piyasa değeri arasındaki ilişkiyi ölçer (İvgen, 2003). Hesaplama genelde firmanın en son mali yılına ilişkin yıllık satışları kullanılmaktadır. İşletme değeri ise endüstrideki ya da pazarda belirlenen ortalama F/S oranı ile firmanın dönem sonundaki satış hasılatının çarpılması suretiyle oluşur (Bağlama, 2017).

$$\text{Şirket Değeri} = \text{Fiyat/Satışlar Oranı} (\text{Sektör-Piyasa Ort.}) \times \text{Şirket Satış Gelirleri}$$

Yukarıdaki formüllerde görüleceği üzere Fiyat/Satışlar Oranı (F/S) hesaplamasında hisse senedi fiyatı hisse başına satış gelirin'e bölünerek bir oran belirlenir. Şirket değeri hesaplamasında ise ortaya çıkan bu oran firmanın satış gelirleri ile çarpılır (Cingöz, 2014).

Satışlar üzerinde ortaklar ile borç verenlere alacak hakkı doğar. Bu durumda oranın pay ve paydası arasında bir tutarsızlık oluşabilir. Bu yüzden Şirket Değeri/Satışlar oranı tercih edilebilir (Sipahi vd, 2016; Öztürk, 2009). Şirket değeri/satışlar oranı, F/S oranından farklı olarak firmadaki bütün hak sahiplerini, ortakları ve borç verenleri kapsar. Şirketin toplam değeri satışlara bölünür. Aslında pekçok Firma değeri/Satış oranı, F/S oranından yüksektir (Şahin, 2017). Negatif (zarar) sonuç açıklayan ve öz sermayesi eksi olan firmalar açısından bu oranın

anlamli değerler vereceği belirtilebilir. Perakende gıda endüstrisi gibi müşteri sirkülasyonunun yoğun olduğu firmalarda bu oranin kullanılmasının yararlı olacağı vurgulanmaktadır (Bağlama, 2017).

2.6.1.5. FD/FAVÖK(Firma Değeri/FAVÖK (EV/EBITDA)

FD/FAVÖK (Şirket Değeri/ Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar) sıkça kullanılan bir orandır. EBITDA'nın negatif çıkma olasılığının az olması tercih edilmesinin ilk nedenidir. EBITDA'da net kâra amortisman, faiz ve vergi giderleri eklenmektedir (Chan ve Lui 2010). Damodaran (2012) EBITDA'nın genelde pozitif çıktığını ve negatif çıkan firmaların analizlerde dikkate alınmadığını belirtmektedir. Diğer yandan yazar firmaların amortisman yöntemlerindeki tercih farklarının net karı etkilediğini ancak EBITDA'yı etkilemediğini belirtmektedir.

Bu çarpan, bilhassa büyük yatırım isteyen yapılan altyapı yatırımları gibi uzun vadeli, yani sabit varlıkların yüksek olması halinde kullanılması uygundur (Cingöz, 2014; Damodaran, 2012).

Bu çarpan şu şekilde hesaplanmaktadır (Damodaran, 2012):

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Özsermayenin Piyasa Değeri} + \text{Borcun Piyasa Değeri} - \text{Nakit ve Nakit benzerleri}}{EBITDA}$$

EV/EBITDA çarpanının daha çok nakit akışı önemli görüldüğü, büyük ve düzensiz sermaye harcamalarının olduğu (telekom, enerji, imalat endüstrisi ve hatta kamusal hizmet üreten işletmeler) endüstrilerde faaliyet gösteren şirketlerin değerlemesinde kullanılmasında daha uygun olacağı belirtilmektedir (Chan ve Lui, 2010).

2.6.2. Aktif (Varlık) Bazlı Yaklaşım

Duran varlıkları yüksek olan şirketler için daha uygun olan bu yöntemde (Gökalp, 2014), firmanın değerleme sürecinde maddi olan ve olmayan tüm duran varlıkların ve yükümlülüklerin değeri dikkate alınır ve genellikle değerleme gününe kadar kadarki varlık ve borçlara yani muhasebe kayıtlarına dayanır (Akt.Ekici, 2019: 35). Chambers (2009) aktif temelli yöntemde firma değerinin bilançodan

belirlendiğini, maddi ve maddi olmayan varlıklar yanında kullanılmamış varlıklara da dikkat edildiği, ama maddi olmayan varlıklar arasında olmayan şerefiyenin dikkate alınmadığını belirtmektedir.

Aktif (varlık) bazlı kullanılan yöntemlerde firma açısından geleceğe ilişkin bir strateji, paranın zaman değeri, endüstrinin cari koşulları gibi etkenler göz önüne alınmazlar. Uygulama kolay olup; çok zaman almazlar. Dolayısıyla özellikle yatırımcılar sıklıkla kullanmaktadır (Bağlama 2017: 43). Aktif bazlı değerlendirme yöntemleri; tasfiye değeri, defter değeri, yeniden kurma değeri ve net aktif değeri şeklinde gruplamak gerekir. Aşağıda bunlarla ilgili kısa bilgiler verilmektedir.

2.6.2.1. Defter (Bilanço) Değeri Yöntemi

Bir firmanın defter değeri bilançoda görünen özsermayenin değeridir. Defter değeri yönteminde bilançodan hareket edilmektedir. Fernandez'e (2002) göre özsermaye (özvarlık) değeri, toplam varlıklar ve borçlar arasındaki farka eşittir.

$$\text{Defter Değeri (Özsermaye Değeri)} = \text{Aktif Toplamı} - \text{Borçlar Toplamı}$$

Chambers'a (2009) göre defter değeri firmanın belli bir tarihteki muhasebe kayıtlarına dayanmakta; değer oluşumunda muhasebe teknik ve yöntemleri kullanılmakta; bu durum ise varlıkların defter değerinin farklılaşmasına neden olmaktadır. Ortaya çıkan zarardan dolayı hisse senetleri ile defter değeri arasında negatif bir fark oluşmaktadır. Bu ise firmaya olan güvenin azalmasına neden olacağı için hisse senetlerinin piyasa değerini azaltabilir.

Defter değerinin özellikle firmaların birleşmelerinde kullanıldığı, firmaların blok halinde satın alındığı durumlarda önem kazandığı bilinmekte; bu yöntemin bir değerlendirme standardı olmaktan çok bir muhasebe terimini andırdığı; bu sebeple değerlendirme çalışmalarında tercih edilmeyen bir yöntem olduğu belirtilmektedir (Bağlama, 2019).

2.6.2.2. Tasfiye (Likidasyon) Değeri Yöntemi

Chambers'a (2009: 209) göre bir şirket faaliyetlerine son verdiğinde tüm varlıkların satılması ile sağlanacak gelirden, önce vergiler ve borçlar ödenmektedir. Sonrasında ise öncelik sırasına göre imtiyazlı hissedarlara, adi hisse senedi sahiplerine ve diğer giderlere ait ödemeler yapılmaktadır Firma tasfiye değeri şu formülden yararlanarak belirlenebilir:

$$\text{Tasfiye Değeri} = \text{Şirketin Varlıklarına Takdir Edilen Değer} - \text{Borçlar}$$

veya

$$\text{Tasfiye Değeri} = \text{Duran Varlıkların Tahmini Satış Bedeli} + \text{Hazır Değerler} - \text{Borçlar- Kıdem Tazminatı Ödemeleri} - \text{Birikmiş Vergi ve Yasal Yükümlülükler}$$

Tasfiye Değeri yönteminde varlıkların cari piyasa değeri dikkate alınırken bu varlıkların pazar değerinin altında satılması olasıdır. Ayrıca defter değeri yönteminde tarihi maliyetler dikkate alınır (Gökalp, 2014:149). Tasfiye değeri bir firmanın mümkün olan en düşük değerini gösterir (Fernandez, 2002: 26).

Piyasa değerinin tasfiye değerinin altında olması durumunda bir alım fırsatı doğabilir ve hisse senedine olan talep artabilir; büyüyen bir firmada tasfiye değeri indirgenmiş nakit akımları değerinden farklılık gösterebilir, tasfiye değerinde büyüme potansiyelinin göz ardı edilebilir Sipahi vd. (2016). Öztürk (2009) tasfiye değerinin gelecekte nakit akışı sağlama imkanı olmayan firmalar açısından makul bir değer hesaplama yöntemi olarak kabul edilebileceğini, diğer yandan halen faal olan ve gelecekte nakit akışı potansiyeli olan şirketler için uygun olamayacağına işaret etmektedir.

2.6.2.3. Net Aktif Değeri Yöntemi (Özvarlık Yöntemi)

Net aktif değer, firmanın varlıklarını piyasa değerinden satılması durumunda elde edilecek gelirden, şirketin borçlarının piyasa değerinin ayrılması neticesinde kalan kısımdır. Net aktif değeri, tüm yükümlülükler ödendikten sonra aktiflerin elden çıkarılması ile oluşacak değerdir (Penman, 2004: 30). Net aktif değer, şirketin aktiflerindeki varlıkların piyasa değeri toplamından pasiflerinin piyasa değerinin toplamı çıkarıldıktan sonraki kalan değerdir. Aynı zamanda tüm yükümlülükler ödendikten sonra aktiflerin elden çıkarılmasıyla oluşacak nakit değere net aktif değer

denilmektedir (İvgen, 2003: 165). Net Aktif Değer yöntemi firmanın piyasa değerinin o firmanın varlıklarına ait gerçek değer ile yükümlülüklerinin gerçek değeri arasındaki farka eşit olduğunu belirtir. Bilançodaki varlıklar ile yükümlülüklerin değerleri arasındaki fark, firmanın özsermayesini göstermektedir (Yaslıdağ, 2021: 90). Net aktif değer tasfiye değerinin üzerindedir; tasfiye değeri ise defter değerinin üzerindedir. Net Aktif Değeri Yöntemi şu formül yardımı ile hesaplanabilir (Bağlama, 2017: 47).

Net Aktif Değer = Firma Aktifinin Piyasa Değ.- Firma Borçları Piyasa Değeri

Bu yöntemden aşağıda belirtilen bazı durumlarda şirketlerin değerlemesinde yararlanılmaktadır (Karakoca, 2011: 14; Sipahi vd. 2016: 148).

- İNA metodunun güvenilir olarak kullanılmadığı firmalarda,
- Firma zor durumda ve sürekli zarar ediyorsa,
- Firmanın faaliyetlerine yeni başladığı durumlarda ya da firmanın faaliyetlerini yavaşlatma ve durdurma eğiliminde olduğunda,
- Çok değerli maddi ve maddi olmayan (know-how, patent vb) duran varlıkların bulunması

Net Aktif Değer yöntemi, bir firmayı almak üzere alıcının ödemesi gereken paranın en az o işletmenin tüm varlıklarının belli bir tarihte nakte çevrilip tüm borçları ödendikten sonra kalan miktara ya da varlıkların yenileme değerine eşit olacağı varsayımına dayanır. Başka bir deyişle Net Aktif Değeri, bir şirketin belli bir tarihteki varlıklarından yükümlülüklerinin düşülmesi ile ulaşılan bilançosundaki özkaynaklar grubunun toplamını ifade eder (Çırak, 2018: 233). Net Aktif Değer, varlıkların cari piyasa şartlarında satılması durumunda sağlanacak nakitleri göstermektedir. Varlıkları elde tutmayıp, normal koşullar altında satmak istenirse, o taktirde sağlanacak gelirden, yapılan giderlerin çıkarılır ve böylece net aktif değer ortaya çıkar (Yaslıdağ, 2021: 90).

Net Varlık Değeri= Şirket Varlıklarının Piyasa Değeri-Şirket Borçlarının Piyasa Değeri

Eşitlikte yer alan Net Varlık Değeri firmanın değerine eşittir (Chambers, 2005).

2.6.3. Gelir Bazlı Yaklaşımlar

Bu yaklaşımda firmanın gelecekte sağlayacağı nakit akımları tespit edilmekte; belirli bir indirgeme oranı üzerinden tahmin dönemine ilişkin yılların toplamının bugünkü değeri hesaplanır. Bu noktada en çok kullanılan yöntemdir (Ercan vd., 2006). İndirgenmiş nakit akımları yöntemi ile değerlemede iki esas yöntem kullanılır. Birincisi Firmaya Serbest Nakit Akımları yöntemidir. Bu metotta firma hissedarlarına ve uzun dönemli borç verenlere nakit akımları söz konusudur. Burada “nakit akımlarının bugünkü değeri” hesaplanırken kullanılan İskonto Oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetidir. İkincisi ise “Özsermayeye Serbest Nakit Akımlarıdır”. Bu yöntemde ise “sadece öz sermaye sahiplerine gelecekte sağlanması beklenen nakit akımları” ifade edilmektedir. Burada kullanılacak iskonto oranı ise öz sermayenin maliyet oranıdır (Aydın, 2012). Gelir temelli yöntemde yararlanılan ve özkaynak değerlendirme metodu diye isimlendirilen bir başka metod ise “İndirgenmiş Kar Payları Yöntemidir” (Sipahi vd., 2016).

2.6.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) Yöntemi

Hoover (2006) İNA yönteminin firmaların gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilmesi ve nakit akımlarının indirgenmesi suretiyle firmanın bugünkü değerini belirlemede yararlanılan bir yöntem olduğunu belirtmektedir. İNA yönteminde firmaya ait varlıklar nakit yarattıkça bir değer yaratırlar. Bu yüzden gelecekteki nakit akışları tahmin edilmekte ve firma değeri belirlenmektedir. Nakit akışlarını tahmin ederken belirli bir iskonto oranı kullanmak gerekmektedir. Bu iskonto oranı ile paranın zaman değerine dikkat edilir ve nakit akışları bugünkü değere indirgenir. İndirgenmiş nakit akımları ise bir iskonto oranına göre hesaplanmış nakit girişleri ile nakit çıkışları arasındaki farktır (Akt. Elmas vd. 2017: 1225). Ratner vd.(2009) İNA yaklaşımı ile yapılan değerlemede geleceğe ilişkin nakit akımlarına dikkat edildiğini belirtmektedir. Yazara göre nakit akımlarına ait risk oranı ile firmanın risk seviyesi dikkate alınarak bugünkü değer hesaplanmaya çalışılmaktadır. İNA yönteminde karlılıktan başka yatırıma ilişkin nakit giriş ve çıkışları da hesaplamalarda göz önüne alınır. Ancak nakit çıkışına neden olmayan giderler (amortisman gibi) göz önüne alınmamaktadır (Chambers, 2009).

İNA yönteminin üstün ve zayıf yönleri şu şekilde belirtilebilir (Chambers, 2009; Ratner vd. 2009).

Üstünlükleri;

- Firmanın gerçek değerini tespit etmek için kullanılan bilimsel bir yöntem olması,
- Şirketin gelecek dönemlere ait performanslarını şirket değerine en iyi yansıtan bir değerlendirme metodu olması,
- Nakit yaratabilme potansiyeli olması,
- Pekçok ekonomik ve şirkete özgü etkenlerin modele dahil edilmesi, çeşitli senaryolara ilişkin analiz yapmaya imkan veren esnekliğe sahip olması,
- Satın alma ve Birleşmelerde sinerjinin değerlendirilmesi ve firmanın Şerefiyesini değerlendirme sürecine dahil etmesi.

Zayıf yönleri

- karmaşık ve zorlu süreçleri barındırması
- birçok bilgi ve girdiyi içermesi,
- kişiye bağlı-öznel varsayımlar yapılması
- gelecek belirsizlikleri kapsamaması,
- daha fazla verilere gereksinim duyması,
- yalnızca nakit akımları, sermaye maliyeti ve belli husulara dikkat edilmesi, bazı stratejik konuları gözden çıkarması.

Rosenbaum ve Pearl (2009: 110) İNA yöntemi ile şirket değerlemenin beş aşamada hesaplandığına vurgu yapmaktadır:

1. Aşama: Değerleme yapılacak şirketin ve esas ölçütlerin belirlenmesi,
2. Aşama: Nakit akımlarının tespiti,
3. Aşama: Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplama,
4. Aşama: Değerin tespiti,
5. Aşama: Firmanın bugünkü değerinin tespiti

Yazıcı (1997) İndirgenmiş Nakit Akımlarının (İNA) şu şekilde hesaplandığını belirtmektedir:

$$\dot{I}NA = A1 / (1+i)^1 + A^2 / (1+i)^2 + A^3/(1+i)^3 + \dots + An/(1+i)^n = At/(1+i)^t$$

A: t yıldaki net nakit akımı

n: Nakit akımı tahmininde kullanılan süre (yıl)

i: iskonto oranı

$\dot{I}NA$ metodunun uygulanmasında nakit akımları yanında iskonto oranının tahminlenmesi esastır. $\dot{I}NA$ ymetodunda nakit akımlarının tahmin edilmesi gayesiyle iki çeşit metotdan yararlanılmaktadır Bu metodlar Özkaynaklara Sağlanan Serbest Nakit Akımları ile Firmaya Sağlanan Serbest Nakit Akımlarıdır (Ekici, 2019: 39).

Firmaya Serbest Nakit Akımları şu şekilde belirlenmektedir (Akt. Elmas vd. 2017: 1226):

Esas Faaliyet Kârı + Amortisman Giderleri - Vergi - İşletme Sermayesi İhtiyacı - Sabit Sermaye Harcamaları = Firmaya Sağlanan Serbest Nakit Akımları

Öz Kaynaklara Sağlanan Serbest Nakit Akımlarının hesaplamasında borç ve sermayedarlara sağlanan nakit akımlarına dikkat edilmemektedir. Sadece özsermaye sahiplerine gelecekte beklenen nakit akımları iskonto edilmek suretiyle bugünkü değerine indirgeme yapılmaktadır. Hesaplama yaparken iskonto oranı olarak öz sermaye maliyetini göz önünde bulundurmak gerekir. Öz sermayeye olan serbest nakit akımları borçlar ödendikten sonra kalan nakit akımlarıdır (Akt. Elmas vd. 2017: 1226)

Net Kâr - İşletme Sermayesi İhtiyacı - Sabit Sermaye Harcamaları - Borç Anapara Ödemeleri + Yeni Borç İhraçları + Amortisman Giderleri = Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları

Nakit akımları tahmin edilirken satışlar başlangıç noktası olarak alınır. Diğer unsurlar satışların bir fonksiyonu gibi düşünülür. Yapılan hesaplamalarda nakit akımına ilişkin tahmin edilen süre 10-15 yılı bulmaktadır (Elmas vd., 2017: 1226).

İskonto edilmiş nakit akış analizinde üç aşama vardır (Yaslıdağ, 2021: 85):

- İskonto oranının belirlenmesi: Rakip firmaların sermaye maliyetleri, ilgili endüstrinin koşulları vbg faktörlerden yararlanır. Genelde sermaye maliyeti kullanılır.

- Gelecekteki nakit akışlarının tahmini: Cari yılın nakit akışıyla beraber geçmişteki nakit akışları da incelenmektedir.
- Nakit akımlarının bugünkü değerinin belirlenmesidir. Tahminlenen nakit akımları hesaplanan iskonto üzerinden bugünkü değere indirgenir.

2.6.3.2. İndirgenmiş Kar Payı Yöntemi

Bir hisse senedi sahibinin elde ettiği kar payı aslında halka açık bir firmadan elde ettiği nakit akımlarıdır. Bu yönetime göre nakit akımları olarak kar payları kullanılır. Bu model indirgenmiş temettü yöntemi olarak bilinir (Karaa, 2019: 30-31). Bu yöntemde hisse senedinin gelecekteki satış fiyatı, gelecekteki kar paylarına göre şekillenmektedir (Fernandez, 2002; Damodaran, 2005). Yani bu yöntem hissedarların gelecekteki kar paylarının bugünkü değerine hesaplanması söz konusudur. Chambers'a (2009) göre temettü ise bir şirketin belirli bir dönemde sağladığı kar içinden belirlenen yatırımcılara dağıttığı paydır. Bu yöntemde şirketin hisse senedi değerinin tespitinde kâr paylarının artış durumuna göre farklı hesaplama yöntemleri söz konusu olabilmektedir" (Damodaran, 2005).

İndirgenmiş kar payları yöntemi şu gibi durumlarda kullanılabilir (Damodaran, 2011; Chambers, 2009).

- Özsermayeye serbest nakit akımlarının tahmin edilmesi güç ise,
- Geçmişte olduğu gibi gelecekte de benzer belirli bir temettü politikası uygulaması olması beklenen firmalarda,
- Öz sermayeye olan serbest nakit akımının tahmin edilmesinin zor olması durumunda

Yukarıda yapılan tüm açıklamalar doğrultusunda İndirgenmiş Kâr Payı metodu ile İNA metodu arasında şu farkların olduğu görülmektedir:

- İndirgenmiş temettü metodu kârlılığa odaklanmakta; İNA ise gelir bazlıdır.
- İndirgenmiş temettü metodunda iskonto oranı olarak sadece özsermayenin maliyeti alınır.

- Özsermayeye net nakit akımları kar payı ödemelerinden farklı ise İNA ve indirgenmiş temettü metodları farklı sonuçlar verebilir.

2.6.4. Alternatif Şirket Değerleme Yöntemleri

Bugün dünya çapında firma değerlemede yararlanılan klasik metodlar dışında ABD ve Avrupa ülkelerinde kullanılan başka yöntemler de mevcuttur. En sık kullanılan iki yöntem Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Yatırımın Nakit Akım Karlılığı (CFROI) modelleridir

2.6.4.1. Ekonomik Katma Değer Modeli (EVA)

Firma değerini belirleme ve değerini artırmaya ilişkin geliştirilen yöntemler arasında Ekonomik Katma Değer (kar) modeli göze çarpmaktadır (Ercan ve Ban, 2014). EVA, hisse senedi sahiplerinin servetinde gerçek artışı gösteren (kâr yaratma yeteneği) finansal bir gösterge olup; sermayenin maliyetini aşan kazancı ifade etmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004). EVA muhasebe verilerine dayanarak hesaplanmaktadır (Cingöz, 2014). EVA, firmanın vergilendirmeden sonraki net faaliyet kârı kullanılan sermayenin maliyetinden arındırılarak bulunur. EVA bir firmanın oluşturduğu veya yitirdiği değer dönemselsel olarak bir yıllık tutardır. Firmanın tamamı ya da her bir bölümü için ayrı ayrı hesaplanabilmektedir. Bu şekilde ürün veya bölüm bazında bir karşılaştırma yapmak mümkün olur (Hacırustemoğlu vd., 2002). EVA bir işletmede bölümlerin performansını ölçen basit ve kuvvetli bir araçtır (Pike ve Neale, 2006).

EVA firmalara değer katmanın yerine değer yaratmayı yeğler. EVA hissedar gibi davranmayı öngören bir mekanizma ve bir firma performans ölçümüdür. Tüm maliyetler ayrıldıktan sonra kalan gerçek ekonomik kâr, yani “vergiden sonraki faaliyet kârı eksi sermaye bedeli” şeklinde ortaya çıkmaktadır (Hacırustemoğlu vd., 2002).

EVA hesaplanırken kullanılacak formül detaylı olarak şu şekilde belirtilebilir (Öztürk, 2009):

$$\text{EVA} = \text{Vergiden Sonraki Net Faaliyet Karı} - \text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti} \times \text{Yatırılan Sermaye}$$

ya da

EVA= (Sermaye Karlılık Oranı – Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) X Yatırılan Sermaye

Sermaye Karlılık Oranı = Vergiden Sonraki Net Faaliyet Karı/Yatırılan Sermaye

EVA'nın işletmelere sağladığı bazı avantajlar şunlardır (Çakıcı, 2008):

- İşletmenin yapısına en uygun finansal aracının seçimini kolaylaştırır
- İşletmelere değer kaybını önleme ve değeri arttırmada yardımcı olur,
- İşletme içinde alt ve üst düzey çalışanları arasında daha yakın ilişkiler

kurar

- Firmanın kendi içindeki birimlerle veya başka işletmelerle kıyaslamasına imkan verir

EVA yönteminin işletmelere sağladığı bazı dezavantajlar da şu şekilde belirtilebilir (Bastı ve Yılmaz, 2013; Çam,2006):

- Bu yöntemde firmalar ya da onun bazı departmanları arasında büyüklük farkları göz önüne alınmadığı için daha büyük bir firma ya da departman daha çok kar sağlıyor görünebilir.

- İdareciler kısa dönemde kar oranını arttırmak için uzun vadeli kar sağlayacak yatırımdan uzak durabilirler.

- Geçmişe ilişkin analiz yapıp geleceğe ilişkin tahminler yapıldığı için yeni kurulan işletmelerde uygulanması sıkıntılıdır.

- EVA aslında sermayenin etkin olarak kullanılmasına dayandığından endüstriyel işletmeler açısından kullanışlı iken hizmet endüstrisinde aynı performansı tutturması zor olabilir.

- EVA'da hissedar değeri, iktisadi kıymetlerin etkin kullanılmasına göre belirlenmektedir. Bu değeri aslında ekonominin genel gidişatı, işletme stratejileri, sermaye piyasalarının genel seyri gibi pekçok faktör etkilemektedir.

- EVA metodu ticari olduğu ve bilimsel olmadığı gerekçesi ile eleştiri almaktadır. Fakat finansal açıdan kabul edilen “ekonomik kar” ifadesi ile aynı olup formülden yararlanılmaktadır.

- Hesaplama yaparken veriler muhasebeden sağlandığından rakamlarda oynama yapmak olası görünmektedir.

2.6.4.2. Yatırımın Nakit Akım Karlılığı Modeli (CFROI)

Yatırımın Nakit Akım Karlılığı, paranın zaman değerini, nakit akışlarını dikkate almakta ve bu yönüyle İNA yöntemi ile benzerdir. Yöntemlerin farklılığı iskonto oranının hesaplanmasından kaynaklanmaktadır (Karaa, 2019). CFROI mevcut yatırımlardaki reel nakit akışlarının iç getiri oranıdır. Yani hesaplaması iç verim oranı ile aynıdır (Damodaran, 2012).

Damodaran (2002)'ye göre bir firmanın CFROI hesaplarırken dört bilgiye ihtiyacı vardır.

- Brüt yatırım tutarı (Düzeltilmiş defter değeri + Birikmiş Amortisman),
- Son yılın brüt nakit akımı (Vergi Sonrası Gelir + Amortisman/İtfa payı),
- Ekonomik ömrü ve
- Hurda Değeri

Proje ömrünün sonunda varlıkların beklenen yenileme maliyetini karşılayacak yıllık ödeneğe “ekonomik amortisman” denir ve bu oran Yatırım Nakit Akımı Karlılığı Modeli (CFROI) yönteminde kullanılmaktadır. Formüldeki “n” in varlığın ömrü olması durumunda ekonomik amortisman şu şekilde hesaplanmaktadır

$$\text{Ekonomik amortisman} = \frac{\text{Enflasyon oranı (kc)}}{(1+kc)^n - 1}$$

Yatırımın nakit akım karlılığı şu şekilde hesaplanmaktadır (Karaa, 2019: 49-50):

$$\text{CFROI} = \frac{\text{Brüt Nakit Akışı} - \text{Ekonomik Amortisman}}{\text{Brüt Yatırım}}$$

İNA beklenen nakit akımlarının tahmin edilmesinde firmaya serbest tüm akımlara odaklanırken CFROI yatırımın karlılığına odaklanmaktadır.

İNA ile CFROI hesaplaması ilişkilendirilmiş olarak aşağıda verilmektedir (Damodaran, 2002; Karaa, 2019: 50; Ekici, 2019: 67):

$$\text{Firma Değeri} = \frac{\text{Firmaya Serbest Nakit Akımları}}{\text{WACC-g}}$$

AOSM, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, g; büyüme oranını ifade eder. CFROI'ye göre şirket değeri ise şu şekilde hesaplanmaktadır (Karaa, 2019: 50; Ekici, 2019: 67):

$$\text{Firma Değeri} = \frac{(\text{CFROI} \times \text{GI-DA}) (t-1) - (\text{CE-DA})-\text{WC}}{\text{WACC-g}}$$

GI: Brüt Yatırım

DA: Amortisman ve itfa payı

CE: Sermaye Harcaması

t: Kurumlar vergi oranı

WC: İşletme sermayesindeki değişim

2.7. Şirket Değerlemeye İlişkin Akademik Çalışmalar

Ulusal alan yazında marka değerlemesine ilişkin yapılan lisansüstü tez çalışmaları aşağıdaki gibi özetlenebilir:

Filiz (2010) çalışmasında turizm endüstrisinde güçlü markaya sahip otellerin gelirlerinin de artmasının olası olduğu, otellerin değerlendirme aşamasında marka değerinin de bilinmesi gerektiği belirtilmiştir.

Karakoca'nın (2011) çalışmasında çeşitli değerlendirme metodları kullanmanın farklı değerlendirme sonuçları doğuracağı; değerlendirme yönteminin seçiminde işletme yönetiminin ya da değerlendirme uzmanlarının değerlendirme yapmadaki amacın ne olduğunu ve kullanım alanını da dikkate alması gerektiği ifade edilmektedir

Küçükcaraba (2012) çalışmasında farklı değerlendirme yöntemlerinin kendi içinde birtakım varsayımlar ve tahminler içerebileceği ve faydalı bilgiler sağlayabileceğine ilişkin ilişkin tespitler yapmıştır. Bu açıdan değerlendirme yöntemlerinin birlikte kullanılması ile ortalama bir tahmini değer belirlenmesinin

daha isabetli bir değer tahminini ortaya ıkarılabilmesinde önemli olduğu sonucuna varılmıştır.

Demir (2013) alışmasında çeşitli endüstriler için farklı analiz ve metodlar uygulayarak değerlemelerin yapılabileceğini, şirket değerleme çalışmalarında ortak bir formülün olmadığını, ulaşılan bulguların sadece birer tahminden ibaret olduğunu ve kesin neticeler veremeyeceklerini belirtmektedir.

Cingöz (2014) alışmasında İNA metodunda, nakit akışlarının finansal tablolardan mühendislik modeli diye adlandırılan modelden de sağlanabileceğini ifade etmiştir. Yazar çalışmasında mühendislik modeli temel alınarak nakit akışlarının belirlendiğini, nakit akışlarının gerçekleşme olasılıklarının tespit edilerek firma değerinin saptandığını belirtmektedir.

Erdem (2015) alışmasında değerlemenin hangi amaçla yapıldığı, firma değerleme sürecinin kişisel yargılardan en az düzeyde etkilenmesi, daha iyi neticeye ulaşılması ve değerlemenin daha sağlıklı yapılabilmesi için firma yetkililerinin katılımlarının oldukça mühim olduğuna vurgu yapmaktadır.

Akdağ'ın (2015) alışma bulgularına göre İNA metodu pazar değerinin tespitinde en güçlü değerleme yaklaşımıdır. Bu açıdan firmaya uygulanabilir durumdaki yöntemlerin tümünün uygulanması yerine birçok analist tarafından kabul edilen İNA metodu ile beraber fiyatları kıyaslayabilmek için ikinci bir yöntemin kullanılması en doğru firma değerinin en az maliyet ile ortaya çıkarılabileceği belirtilmektedir.

Çalı'nın (2015) alışmasında şirket değeri belirlemede birden fazla yöntem kullanmanın hatayı en aza indirebileceği ve varlığın gerçek değerine ulaşmada ciddi katkılar sağlayacağı vurgulanmaktadır. Hangi metodun kullanılacağının seçiminde ise ekonominin genel gidişatı yanında firmanın ve ilgili endüstrinin içinde bulunduğu durumun da gözönüne alınması gerektiğine; yanlış seçilecek bir yöntemin bütün değerleme sürecini olumsuz etkileyeceğine işaret edilmektedir.

Demir'in (2016) alışmasında marka değerlemenin giderek artan önemi ve önerilen yöntemler incelenmekte, markaların değerinin hesaplamasına yer verilmektedir. Sonuçlara göre Yetkili otoritelerce oluşturulacak bir marka değerleme örgütünün, marka değeri tespiti çalışmalarında olası hata, eksiklik ve yanlışlıkların bertaraf edilmesinde ciddi rol oynayabilir. Dolayısıyla bu çalışmada Türkiye için

geçerli olabilecek ortak marka değerlendirme metodunun uygulanmasının, kamu yetkililerince değer tespitinin yapılmasının ve bunun kamuoyuna sunulmasının güvenilir ve daha sağlıklı verilere ulaşmayı kolaylaştıracağı ileri sürülmektedir.

Orman'a (2016) göre şirket değerlendirme yöntemleri arasında birinin diğerine göre bir üstün yanı yoktur. Yazara göre değerlendirme uygulamalarında en gerçekçi değeri tahminleyebilmek, olası hataları minimize etmek için şirketin kendi finansal durumu, içinde bulunduğu endüstriyel koşullar, dünya ölçeğinde makro ekonomik analizler yapılır; farklı varsayımlara dayanarak çeşitli değerlendirme metodlarının kullanılması daha yararlı olabilir.

Yelgen (2016) çalışmasında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, sermayenin getirisi ve net maddi duran varlıklar/net satışlar oranı firma değerini en çok etkileyen unsurlar olarak belirlenmiştir. Yazara göre değerlendirme sürecinde ciddi hatalara neden olmamak için değerlendirme metodlarının güçlü ve zayıf taraflarının tespit edilmesi ve süreci tıkayan hususlara yoğunlaşılması gerektiği açıktır.

Ede'nin (2016) çalışmasındaki en çarpıcı bulgu ise benzeyen varsayımlar altında şirket değerinin uygulanan metod açısından farklılık göstermesidir. Bu durumun başlıca nedenlerinden biri ortak olmayan varsayımların varlığıdır. Ayrıca kullanılan metodlarda değerlendirme ölçütleri bakımından farklılıklar mevcuttur. Örneğin aktif temelli değerlendirme yaklaşımlarında, varlıklar muhasebe kayıtlarında tarihi maliyetleriyle kaydedildiklerinden defter değerleri ile piyasa değerleri arasında fark meydana gelmektedir. Sonuçlara göre metodlar arasında oluşan farklılıkların bir başka sebebi de şirkete ilişkin faktörler kadar şirket dışındaki faktörlerin de aktif rol oynamasıdır.

Şahin (2017) çalışmasında değerlendirme yaklaşımlarındaki yöntem farklılıkları sebebiyle değerlendirme yapılan şirketlerin değerinin oldukça farklı olabileceği belirtilmektedir. Değerleme yaklaşımları subjektif olduğu gibi aynı zamanda birçok varsayımlara dayanmaktadır. "Bu sebeple değerlendirme çalışmaları yapılmadan önce hangi amaçla yapılacağı, o amaca göre uygun yaklaşım ve yöntemin belirlenmesi gerektiği belirtilmektedir. Çalışmada ayrıca "değerleme çalışmasını yapan uzmanların bilgi tecrübe ve yetenekleri arttıkça yapılan tahminlerin daha tutarlı olacağı belirtilmektedir.

Balkan (2017) çalışmasında şirket değerini belirlerken genelde kabul edilen ve bilinen değerlendirme yöntemlerinin kullanılması ile bazı varsayımlar üzerinden tahmin yürütülmüştür. Her yöntemin uygulama sonucunda çeşitli firma değerleri ortaya çıkmıştır. Buna göre sadece bir metoda bağlı olmadan, firmaya uygulanabilen tüm değerlendirme metodları kullanılarak ortalama bir değer belirlenmiş ve şirket değer tahminlerinin daha gerçekçi olduğu neticesine ulaşılmıştır.

Bağlama (2017) çalışmasında lojistik sektöründe faal olan bir firmaya yönelik olarak İNA metodu uygulanarak şirketin bugünkü değeri hesaplanmaya çalışılmıştır. Yazar çalışmasında bu yöntemin Türkiye’de Lojistik sektöründe uygulanabilir sonuçlar verip vermediğini uygulama çalışması ile ortaya koymaya çalışmıştır. Çalışmada sermaye piyasalarına ilginin artacağı, şirket birleşme ve satın almaların hızlanacağı ve şirket değerinin doğru tespit edilmesinin öneminin artacağı vurgulanmaktadır.

Ekici’nin (2019) çalışma bulgularına göre firmaların değerlemesi sırasında evvela firmaların yapısı, endüstrisi ve iş etüdüleri ve planlar analize tabi tutulmalıdır. Yazara göre bir firmanın değerlemesi farklı değerlendirme uzmanlarınca yapılması durumunda farklı sonuçlar doğabilir. Neticede bu çalışmada firma değerinin tartışmaya açık olduğu, ilgili ve görevliler arasında mutabık kalınan değer uygulanmasının söz konusu olacağı; değerlemenin mümkün olduğu kadar tarafsız bilgileri kapsamaması onu daha güvenilir kılacağı belirtilmiştir.

Salla (2019) çalışmasında Kosova’da faaliyet gösteren bir firmanın marka değerini indirgenmiş nakit akımı yöntemi ile değerlemeye çalışmış; değerlendirme yapılırken tercih edilecek yöntemin seçiminde makro ekonomik faktörlerin, firmanın özelliklerinin ve değerlemenin hangi amaçla yapılacağı, finansal piyasalardaki gelişmeler ve muhasebe uygulamaları yanında özellikle vergi ve ticaret hukuku uygulamalarının dikkate alınması” gerektiğine işaret etmektedir.

Açıkgöz (2019) çalışmasında firma değerlemesinde kullanılan ve üç temel kategoride incelenen (piyasa bazlı, aktif bazlı ve gelir bazlı) değerlendirme yöntemlerini detaylıca incelemektedir. Çalışmada firma değerlemesi yapılırken en önemli olan ölçütün şirketin yapısına ve değerlemenin amacına uygun bir yöntemin seçilmesi olduğu belirtilmiştir.

Karaa (2019) çalışmasında önceki araştırmalarda kullanılan klasik ve alternatif değerlendirme yöntemlerini incelemiştir; start-up kuruluşların değerlendirme çalışmasında ne tür değerlendirme metodu uygulamanın daha iyi sonuç vereceğini tartışmıştır. Çalışmada uygulanan yöntemlere göre varlık yaklaşımının ve özsermayeye serbest nakit akımının start-up durumundaki şirketlerin değerlemesinde pek de uygun olmayacağı değerlendirilmiştir.

Tez (2019) çalışmasında UFRS'nin firma değerlemesi uygulamalarına etkisini incelemektedir. Bu çalışmada şirketin finansal tablolarının göz önüne alınması durumunda UFRS'ye geçişle beraber firmaların özsermayelerinin ve net karının daha az görüldüğü anlaşılmaktadır. Ayrıca UFRS'ye göre oluşturulan finansal tablolardan sağlanan verilerle özsermayeye olan serbest nakit akışları yöntemi ve net aktif yöntemine şirket değeri belirlendiğinde şirket değerinin daha az tespit edildiği görülmüştür.

3. BÖLÜM

MARKA DEĞERİNİN ŞİRKET DEĞERLEMeye ETKİSİNE İLİŞKİN BİR UYGULAMA ÇALIŞMASI

3.1. Yöntem ve Bulgular

3.1.1. Araştırma Modeli ve Türü

Araştırmada ikincil kaynaklar bolca kullanıldığı için bu araştırma Belge Tarama Modeli özelliği göstermektedir (Karasar, 2014: 188-189). Araştırma konusu ve amacına uygun literatür oluşturmada yararlı bilgiler tez yazım sürecinde derlenmiş ve böylece geniş çaplı bir Belge Tarama çalışması yapılmıştır. Tarama modellerinde geçmiş ya da mevcut olan bir durum mevcut hali ile tasvir edilmektedir. Bu araştırmada yararlanılan belgeler (kitap, makale, tez, rapor, internet siteleri vb) marka değerlendirme ve şirket değerlendirme yöntemlerine ilişkin geçmişte ve bugün bile kullanılan bilgiler içermektedir. Bu belgeler üzerinde araştırmanın amacına uygun literatür oluşturmak için doküman incelemesi yapılmıştır (Yıldırım ve Şimşek 2008; Baş ve Akturan, 2008; Turan ve Özen, 2013). Böylece araştırmacılar bu sayede gerekli olan verileri gözlem veya görüşme yapmadan, zaman ve para tasarrufu sağlayarak elde edebilmişlerdir (Yıldırım ve Şimşek, 2008: 188).

Marka ve şirket değeri arasındaki ilişkinin tespit edilmesinin amaçlandığı bu çalışmada Panel Veri Analizi yöntemi benimsenmiştir. Panel veri analizi yöntemi, zaman serisi analizlerine göre birden fazla birimin aynı veri aralığında sınanmasına olanak tanıdığı için daha fazla bilgi üretebilen bir yöntemdir.

Aşağıdaki eşitlikte marka değerinin şirket değeri üzerindeki etkisinin belirlenmesi için oluşturulmuş panelin istatistiksel modeli gösterilmiştir.

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \mu_{it} \quad (1.1)$$

Eşitlik 1.1’de gösterilmiş olan modelde FV şirket değerini, β_0 sabit terimi, $\beta_1 BV$ marka değerini, μ hata terimini, i yatay birim boyutunu ve t ise zaman boyutunu ifade etmektedir.

3.1.2. Veri Seti

Bu çalışmada 2012-2022 yılları arasında Türkiye’nin en değerli 100 markası arasında BIST-100’de mevcut olan ve verilerine sağlıklı bir erişim imkanı olan 18 firma için marka ve şirket değeri arasındaki ilişkinin saptanması amacıyla bir panel veri çalışması yapılmıştır. Marka değeri verileri Brand Finance tarafından yıllık olarak yayınlanan raporlardan, şirket değeri verileri ise MatriksData’dan elde edilmiştir. Şirket değerinin hesaplanması için ise firmaların piyasa değeri ve defter değeri verilerinden faydalanılarak PD/DD oranı kullanılmıştır.

Çalışmada yapılan analizler için Eviews 12, Gauss 6.0 ve Stata 12 paket programlarından faydalanılmıştır. Ayrıca, marka değeri verileri fiyat biçiminde verilip, şirket değeri verileri oran olarak elde edilmiş olduğu için değişkenlere ait veriler doğal logaritmaları alınarak analizler gerçekleştirilmiştir. Bu sayede sonuçların veriler arasındaki hacimsel farklılıkların yaratmış olduğu sapmalardan etkilenme olasılığı en aza indirgenmiştir.

Çalışmada verilerinden faydalanılmış olan firmalar Tablo 3.1’de gösterilmiştir.

Tablo 3.1. Çalışmada Yer Alan Firmalar

FIRMALAR	
Anadolu Efes	Enka
Anadolu Sigorta	Migros
Arçelik	Otokar
Aselsan	Şişecam
Aygaz	Türk Hava Yolları
Banvit	Türk Telekom
Bim	Turkcell
Doğuş Otomotiv	Ülker
Dyo Boya	Vestel Elektronik

Tablo 3.2’de değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler paylaşılmıştır.

Tablo 3. 2. Tanımlayıcı İstatistikler

	Marka Değeri	Şirket Değeri
Gözlem Sayısı	198	198
Ortalama	2.518130	3.818438
Maksimum	3.418300	80.75870
Minimum	1.079180	0.405100
Standart Sapma	0.551839	6.957569
Çarpıklık	-0.387672	7.815131
Basıklık	2.380586	80.54054
Jarque-Bera	8.124873	51618.94
Olasılık	0.017207	0.000000

3.1.3. Yatay Kesim Bağımlılığı (YKB)

Panel veri analizlerinde sıkça başvurulan birinci nesil birim kök ve eşbütünleşme testleri genel olarak ülkeler ve firmalar arasında yatay kesit bağımlılığı (YKB) olmadığını varsaymaktadır. Ancak bu testlerin temel varsayımları pratik deneyimlerle büyük ölçüde örtüşmemektedir (Munir vd., 2020). Nitekim, 1980 ve 1990'lı yıllardan itibaren serpilerek gelişen küreselleşme süreci, günümüzde hemen hemen tüm ülkeleri siyasi, kültürel ve özellikle ekonomik açıdan büyük ölçüde entegre etmiş ve dünyanın herhangi bir bölgesinde yaşanan siyasi krizler ve ekonomik dalgalanmalar dünya üzerinde her ülkeyi bir şekilde etkileyebilir duruma gelmiştir (Hoyos ve Sarafidis, 2006). Bu sebeple, yapılacak ekonometrik analizlerde seriler arasında YKB olup olmadığının belirlenmesi çalışmadan sağlıklı sonuçlar elde edilebilmesi bakımından önemlidir (Karmaker vd., 2021). Bu bağlamda, literatürde kullanılan bir çok yatay kesit bağımlılığı bulunmaktadır. Anselin ve Bera (1998) ve Breusch ve Pagan (1980) Lagrange Multiplier (LM) testi sıkça kullanılan testlerden bazılarıdır (Baltagi vd., 2012).

Breusch-Pagan (1980) LM testi, son yıllarda ekonometrik analizlerde literatürde en sık başvurulan testlerden birisidir. Bu test, yatay kesit birim kalıntılarının korelasyon katsayılarının ortalamasına dayanmakta ve zaman birim boyutunun yatay birim boyutundan büyük olduğu ($T > N$) durumlarda kullanılabilir (Halunga vd. 2017).

$\frac{N(N-1)}{2}$ serbestlik derecesine ve ki-kare (χ^2) dağılımına sahip Breusch ve Pagan

(1980) testinin istatistiksel gösterimi Eşitlik 1.2'deki gibidir (Özdemir, 2021);

$$LM = T \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij}^2 \quad (1.2)$$

Eşitlik 1.2'de gösterilmiş olduğu üzere her bir birime ait korelasyon katsayısı $\hat{\rho}_{ij}^2$ ile ifade edilmekte ve Eşitlik 1.3'te gösterildiği şekilde hesaplanmaktadır:

$$\hat{\rho}_{ij} = \hat{\rho}_{ji} = \frac{\sum_{t=1}^T e_{it} e_{jt}}{(\sum_{t=1}^T e_{it}^2)^{\frac{1}{2}} (\sum_{t=1}^T e_{jt}^2)^{\frac{1}{2}}} \quad (1.3)$$

Yalnızca ($T > N$) şartına uyan panellerde kullanılan Breusch ve Pagan testini Pesaran (2004) geliştirerek T ve N 'nin sonsuz olduğu ($T \rightarrow \infty, N \rightarrow \infty$) panellerde kullanılabilir bir model geliştirmiştir. Pesaran (2004) tarafından geliştirilmiş olan CD testinin dengeli paneller için önerilmiş olan istatistiksel gösterimi ise Eşitlik 1.4'te verilmiştir.

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)} \left(\sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij} \right)} \quad (1.4)$$

Dengesiz paneller için önerilen testin istatistiksel gösterimi ise Eşitlik 1.5'teki gibidir.

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)} \left(\sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \sqrt{T_{ij} \hat{\rho}_{ij}} \right)} \quad (1.5)$$

Dengeli ve dengesiz paneller için geliştirilmiş olan her iki eşitlikte de korelasyon katsayıları Breusch ve Pagan (1980) ile aynı şekilde hesaplanmaktadır. CD testi hem $T > N$ hem de $N > T$ durumunda kullanılabilir olmasına rağmen Pesaran vd. (2008) bu testin grup ortalamasının sıfır ve birim ortalamasının sıfırdan farklı olduğu durumlarda hatalı sonuçlar üretebileceğini belirtmişlerdir. Buradan hareketle,

sapması düzeltilmiş (bias-adjusted LM ya da LM_{adj}) LM testinde hatalı sonuçların düzeltilebilmesi adına test istatistiğine varyans ve ortalamayı ilave ederek yeni bir test geliştirmişlerdir. Geliştirilmiş olan LM_{adj} istatistiksel gösterimi Eşitlik 1.6'daki gibidir (Göçer vd., 2012);

$$LM_{adj} = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \left(\frac{(T-K)\hat{\rho}_{ij}^2 - \mu_{Tij}}{u_{Tij}} \right)} \quad (1.6)$$

Eşitlik 1.6'da gösterilmiş olan istatistiksel gösterimde μ_{Tij} ve u_{Tij} sırasıyla ortalamayı ve varyansı temsil etmektedir (Tosun, 2021).

Marka değeri ile firma değeri arasındaki ilişkinin belirlenmesi amacıyla oluşturulmuş olan modelde $N=18$ ve $T=11$ olması sebebiyle Pesaran (2004) tarafından geliştirilmiş CD testi ve Pesaran vd. (2008) tarafından geliştirilmiş olan LM_{adj} testine ait sıfır hipotezinin reddedilmesi seriler arasında YKB olduğunu ifade edecektir. Bu testlerin temel hipotezleri şu şekildedir;

H_0 = Birimler arasında yatay kesit bağımlılığı yoktur.

H_1 = Birimler arasında yatay kesit bağımlılığı vardır.

Aşağıda Tablo 3.3'te kurulmuş olan modele dair YKB sonuçları paylaşılmıştır.

Tablo 3.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları

	BV		FV	
	Test istatistiği	Olasılık	Test istatistiği	Olasılık
LM	610.786*	0.000	322.430*	0.000
CD	14.828*	0.000	3.109*	0.001
CDLM	26.169*	0.000	9.685*	0.000
LM_{adj}	25.269*	0.000	8.785*	0.000

Not: Tabloda gösterilmiş olan * işareti %1 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

Yukarıda Tablo 3.3'te gösterilmiş olan sonuçlara göre her bir test için sıfır hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde güçlü bir şekilde reddedilebilmektedir. Bu sonuçlardan da anlaşılacağı üzere, paneli oluşturan firmalar arasında hem marka değeri hem de firma değeri açısından yatay kesit bağımlılığı mevcuttur.

3.1.4. Homojenlik Testi

Yatay kesit bağımlılığı testleri, ön testler aşamasında gerekli ancak yeterli değildir. İleride yapılacak olan testlerde birinci ya da ikinci nesil testlerin belirlenmesi için ayrıyeten birimler arasındaki eğim katsayılarının homojen olup olmadığının sınanması da elzemdir (Destek ve Aslan, 2017). Nitekim, yapılan ekonometrik analizlerde, genel olarak, birimlerin (ülkeler, firmalar, insanlar vs.) kendine özgü yapıları olduğu ve dışta oluşan şoklardan farklı derecelerde etkilendiği kabul edilmektedir. Ancak bazı durumlarda birimlerin kendi dışlarında oluşan şoklardan aynı ölçüde etkilendiği de görülebilmektedir. Bu yüzden, eğim katsayılarının homojen dağıldığı panellerde heterojenlik varsayımıyla çalışan testlerin uygulanması elde edilmiş olan sonuçların hatalı olmasına sebebiyet verebilmektedir (Chudik ve Pesaran, 2013).

Panel veri analizlerinde birimler arası eğim katsayısının homojenliğinin test edilmesi için geliştirilen ilk testlerden birisi Swamy (1970)'nin geliştirmiş olduğu S testidir. Fakat bu test yalnızca zaman boyutunun yatay birim boyutundan büyük olduğu ($T > N$) panellerde uygulanabilmektedir (Chou, 2013). Pesaran ve Yamagata (2008) ise hem küçük paneller için Delta ($\bar{\Delta}$) hem de daha büyük paneller için

Delta_{adj} $\bar{\Delta}_{adj}$ testini geliştirmişlerdir. Delta ve Delta_{adj} testleri Swamy (1970)'in S testinden farklı olarak N ve T'nin bağıl genişleme oranlarından herhangi bir kısıtlama olmaksızın ($N \rightarrow \infty, T \rightarrow \infty$) çalışabilen bir model önermişlerdir (Pesaran ve Yamagata, 2008).

Eşitlik 1.7 ve 1.8'de sırasıyla Delta ve Delta_{adj} testleri için oluşturulmuş olan modelin istatistiksel gösterimi

$$\bar{\Delta} = \sqrt{N} \frac{N^{-1}\bar{\tilde{S}} - k}{\sqrt{2k}} \quad (1.7)$$

$$\bar{\Delta}_{adj} = \sqrt{N} \frac{N^{-1}\bar{\tilde{S}} - E(\tilde{Z}_{it})}{\sqrt{\text{Var}(\tilde{Z}_{it})}} \quad (1.8)$$

Yukarıdaki eşitliklerde gösterilmiş olan N ifadesi yatay birim sayısını, \bar{S} ifadesi Swamy test istatistiğini ve k ifadesi bağımsız değişken sayısını göstermektedir (Eryılmaz, 2022).

Delta ve Delta_{adj} testlerinin sıfır ve hipotezleri ise şu şekildedir (Wolde-Rufael, 2014);

$$H_0 = \beta_i = \beta \text{ tüm birimler için,}$$

$$H_0 = \beta_i \neq \beta \text{ en az bir birim için.}$$

Tablo 3.4'te kurulmuş olan modele dair Delta ve Delta_{adj} testlerinin sonuçları gösterilmiştir;

Tablo 3.4. Homojenite Testi Sonuçları

	BV		FV	
	Test istatistiği	Olasılık	Test istatistiği	Olasılık
Delta	1.811**	0.033	1.606***	0.054
Delta_{adj}	2.013**	0.019	1.883**	0.030

** %5 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı

*** %10 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 3.4'te yatay birimler arasındaki homojenliğin Delta ve Delta_{adj} testleriyle sınanmasına yönelik sonuçlar paylaşılmıştır. Hem BV için hem de FV değişkenleri için seriler arasındaki eğim katsayısının homojen dağıldığını ifade eden sıfır hipotezi %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde reddedilebilmiştir. Bu sonuçlara dayanarak Türkiye'de faaliyet gösteren 18 firmanın özgün yapılaraya sahip olduğu, ulusal ve uluslararası ekonomik şoklardan farklı derecede etkilendikleri, yani paneli oluşturan birimlerin heterojen eğim katsayılarına sahip olduğu söylenebilmektedir.

3.1.5. Uzun Dönem Katsayı Tahmini

Önceki bölümlerde yapılan testler sonucunda kurulmuş olan modelde birimler arasında YKB olduğu ve birimler arasındaki eğim katsayılarının heterojen dağıldığı sonuçlarına ulaşılmıştır. Bu sebeple, devam edecek bölümlerde YKB ve heterojenlik varsayımıyla çalışabilen ikinci nesil testler ile devam edilmesi gerekmektedir. Eberhardt ve Bond (2009) ve Eberhardt ve Teal (2010) tarafından

geliştirilmiş olan Augmented Mean Group (AMG) katsayı tahmincisi YKB'nin olduğu ve eğitim katsayılarının heterojen dağıldığı panellerde etkili sonuçlar üretebilen ikinci nesil bir katsayı tahmincisidir (Çelik ve Erdemli, 2021). Bu çalışmada AMG katsayı tahmincisinin seçilme sebeplerinden birisi, paneli oluşturan serilerin birim kök ve eşbütünleşme derecelerine bakılmaksızın çalışabilmesidir. Nitekim, çalışmada kullanılan verilerin gözlem sayısının oldukça az olması ve birim kök analizi için yetersiz olması sebebiyle AMG katsayı tahmincisi yapılacak katsayı tahminleri için uygun bir seçenektir. İki aşamalı olarak çalışan AMG katsayı tahmincisinin birinci ve ikinci aşamalarının istatistiksel modeli aşağıda 1.9 ve 1.10 numaralı eşitliklerde sırasıyla gösterilmiştir (Eberhardt ve Bond, 2009; Eryılmaz, 2022);

Aynı zamanda, paneli oluşturan serilerin birim kök ve eşbütünleşme derecelerine bakılmaksızın çalışabilen AMG katsayı tahmincisi iki aşamalı olarak çalışmaktadır. Aşağıda 1.9 ve 1.10 numaralı eşitliklerde AMG katsayı tahmincisinin birinci ve ikinci aşamalarının istatistiksel modeli sırasıyla gösterilmiştir (Eberhardt ve Bond, 2009; Eryılmaz, 2022).

$$\begin{aligned}
 \Delta y_{it} &= b' \Delta x_{it} + \sum_{t=2}^T c_t \Delta D_t + e_{it} \\
 \text{1. Aşama} \quad & \Rightarrow \hat{c}_t \equiv \mu_t
 \end{aligned} \tag{1.9}$$

$$\begin{aligned}
 y_{it} &= \alpha_i + b_i' x_{it} + c_i t + d_i \hat{\mu}_t + e_{it} \\
 \text{2. Aşama} \quad & \hat{b}_{AMG} = N^{-1} \sum_i \hat{b}_i
 \end{aligned} \tag{1.10}$$

AMG katsayı tahmincisi ile ortaya çıkan sonuçlar aşağıda Tablo 3.5'te gösterilmiştir.

Tablo 3.5. Uzun Dönem AMG Katsayı Tahmincisi Sonuçları

	Katsayı	Olasılık		Katsayı	Olasılık
Anadolu Efes	0.8107**	0.035	Migros	-9.4256	0.544
Anadolu Sigorta	0.0271	0.953	Otokar	-6.5293	0.563
Arçelik	2.7354**	0.014	Şişecam	-0.1075	0.790
Aselsan	-4.6803	0.167	Türk Hava Yolları	-2.2076	0.278
Aygaz	-1.2044*	0.000	Türk Telekom	2.5717**	0.032
Banvit	-2.9163	0.225	Turkcell	0.4518	0.576
Bim	12.3247**	0.030	Ülker	3.7104	0.279
Doğuş Otomotiv	-	0.058	Vestel Elektronik	-	0.709
Dyo Boya	4.4813	0.120			
Enka	0.7170***	0.054	Panel	0.8442	0.445

* %1 düzeyinde; ** %5 düzeyinde ve *** %10 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 3.5'te AMG katsayı tahmincisinden elde edilen sonuçlar gösterilmiştir. Sonuçlara göre, Enka'nın marka değeri 1 birim arttığında şirket değerinin 0.7170 oranında arttığı görülmektedir. Tam tersi olarak Aygaz'ın marka değeri 1 birim arttığında ise şirket değeri 1.2044 azalmaktadır. Bunların dışında; Anadolu Efes, Arçelik, Bim, Doğuş Otomotiv ve Türk Telekom'un marka değerinin şirket değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı sonuçları olduğu görülmektedir. Diğer birimler ve panelin geneli için ise katsayıların olasılık değeri 0.10 anlamlılık düzeyinden büyük olduğu için etkinin yönü ve şiddeti istatistiksel olarak belirlenmemektedir.

3.1.6. Panel Nedensellik Testi

AMG katsayı tahmincisi sonuçlarına göre 18 şirket arasında 4 firmanın (Anadolu Efes, Arçelik, Dyo Boya, Enka) şirket değerindeki artışın marka değerini olumlu yönde etkilediği, 2 firmanın (Banvit, Türk Hava Yolları) şirket değerindeki artışın ise marka değerini olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

Bu çalışmada panel nedensellik testi uygulanarak seriler arasındaki nedensellik ilişkisi de ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır. Nedensellik ilişkisinin

belirlenmesi için ise panel nedensellik testi kullanılmıştır (Emirmahmutoglu ve Köse 2011).

Emirmahmutoglu ve Köse panel nedenselliğın sınanması için önerdikleri modelde Fisher (1932)'in meta analizini temel almışlardır. Ayrıca, heterojen karma modellerde Granger nedenselliğın sınanması için Toda ve Yamamoto (1995) tarafından geliştirilmiş olan gecikmesi artırılmış VAR (LA-VAR) modelini genişletmişlerdir (Chang vd., 2015). LA-VAR modeli $VAR(p + d_{max})$ mantığı ile çalışmakta ve serilerin maksimum bütünleşme derecesinin (d_{max}) bilinmesi modelin

uygulanması için yeterlidir.

Heterojen panel VAR modellerinde test istatistiğı aşağıda gösterilmiş olan istatıksel model ile hesaplanmaktadır:

$$Z_{i,t} = \mu_i + A_{i1}Z_{i,t-1} + \dots + A_{ik_i}Z_{i,t-k_i} + u_{i,t} \quad (1.11)$$

Eşitlik 1.11'de gösterilmiş olan μ_i sabit etki vektörünü, A_{i1}, \dots, A_{ik_i} ($\rho \times \rho$) sabit matrisi, $u_{i,t}$ her birim için hata terimini ve k_i her bir yatay birim için gecikme katsayısını ifade etmektedir. Emirmahmutoglu ve Köse (2011) ise Eşitlik 1.11'de verilmiş olan modeli geliştirerek heterojen panellerde kullanılmak üzere Eşitlik 1.12'de verilmiş olan modeli önermişlerdir (Aydın, 2016);

$$Z_{i,t} = \mu_i + A_{i1}Z_{i,t-1} + \dots + A_{ik_i}Z_{i,t-k_i} + \sum_{l=k_i+1}^{k_i+d_{max_i}} A_{il}Z_{i,t-l} + u_{i,t} \quad (1.12)$$

Emirmahmutoglu ve Köse (2011) panel nedensellik testini ayrıcalıklı kılan özelliklerden birisi her bir birim için nedenselliğın ayrı ayrı hesaplanmasıdır. Bu çalışmada birimler arasındaki nedensellik ilişkisinin belirlenmesinin önemli olması Emirmahmutoglu ve Köse (2011) panel nedensellik testinin seçilmesinin en önemli gerekçelerinden biridir. Ayrıca, bu test Toda ve Yamamoto (1995) tarafından

geliştirilmiş olan modele dayandığı için serilerin birim kök ve eşbütünleşme derecelerine bakılmaksızın uygulanabilmektedir (Tıraş ve Ağır, 2018).

Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) testinin seriler arasında Granger nedensellik olmadığını belirten sıfır hipotezi ve en az bir birimde nedensellik ilişkisi olduğunu belirten alternatif hipotezinin istatistiksel gösterimi aşağıda sırasıyla Eşitlik 1.13 ve 1.14'te gösterilmiştir (Aydın, 2016);

$$H_0: R_i \alpha_i = \tilde{0} \quad , \quad \forall i = 1, \dots, N \quad (1.13)$$

$$H_1: R_i \alpha_i = \tilde{0} \quad , \quad \forall i = N_1 + 1, N_1 + 2 \dots, N \quad (1.14)$$

$$R_i \alpha_i \neq \tilde{0} \quad , \quad \forall i = 1, \dots, N$$

Aşağıda Tablo 3.6 ve 3.7'de BIST-100'de yer alan ve en yüksek marka değerine sahip firmalar arasında bulunan 18 Türk firmasının marka değeri ile şirket değerine arasındaki nedensellik sınamasına ait sonuçlar gösterilmiştir.

Tablo 3.6. Panel Nedensellik Testi Sonuçları (BV→FV)

MARKA DEĞERİ → ŞİRKET DEĞERİ					
	Wald	Olasılık		Wald	Olasılık
	istatistiği			istatistiği	
Anadolu Efes	0.156	0.693	Migros	16.009*	0.000
Anadolu Sigorta	4.937***	0.085	Otokar	414.685*	0.000
Arçelik	1.260	0.262	Şişecam	40.749*	0.000
Aselsan	0.891	0.345	Türk Hava Yolları	0.149	0.700
Aygaz	0.013	0.909	Türk Telekom	1.650	0.438
Banvit	13.276*	0.001	Turkcell	0.911	0.340
Bim	9.959*	0.007	Ülker	0.124	0.724
Doğuş Otomotiv	0.341	0.843	Vestel Elektronik	20.848*	0.000
Dyo Boya	11.290*	0.004	Panel	543.052	0.683
Enka	0.058	0.971			

* %1 düzeyinde; ** %5 düzeyinde ve *** %10 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir. Maksimum gecikme sayısı 2 olarak belirlenmiştir.

Tablo 3.7. Panel Nedensellik Testi Sonuçları (FV→BV)

ŞİRKET DEĞERİ → MARKA DEĞERİ					
	Wald istatistiği	Olasılık		Wald istatistiği	Olasılık
Anadolu Efes	10.334*	0.001	Migros	465.637*	0.000
Anadolu Sigorta	4.193	0.123	Otokar	4.126	0.127
Arçelik	4.039**	0.044	Şişecam	4.618***	0.099
Aselsan	3.288*	0.070	Türk Hava Yolları	0.212	0.645
Aygaz	0.038	0.845	Türk Telekom	2.279	0.320
Banvit	4.111	0.128	Turkcell	0.013	0.909
Bim	51.105*	0.000	Ülker	0.117	0.732
Doğuş Otomotiv	9.187*	0.010	Vestel Elektronik	7.036**	0.030
Dyo Boya	0.555	0.758	Panel	808.961	0.488
Enka	229.253*	0.000			

* %1 düzeyinde; ** %5 düzeyinde ve *** %10 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir. Maksimum gecikme sayısı 2 olarak belirlenmiştir.

Tablo 3.6 ve 3.7’de panel nedensellik testine dair sonuçlar paylaşılmıştır. Elde edilmiş olan sonuçlara göre Anadolu Sigorta’nın “marka değerinden şirket değerine doğru tek yönlü bir nedensellik tespit edilmiştir”. Böyle bir ilişki Banvit, Dyo Boya ve Otokar firmaları için de geçerlidir. Firma değerinden marka değerine tek yönlü nedensellik ilişkisinin tespit edildiği firmalar ise Anadolu Efes, Arçelik, Aselsan, Doğuş Otomotiv ve Enka’dır. Diğer yandan, Bim, Migros, Şişecam ve Vestel Elektronik firmalarının marka ve şirket değerleri arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Ancak, panelin geneli için elde edilmiş sonuçlara bakıldığında ne marka değerinden şirket değerine ne de şirket değerinden marka değerine herhangi bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir.

3.2. TARTIŞMA ve SONUÇ

Gayrimenkul değerleme yöntemleri, marka değerleme ve şirket değerleme yöntemleri son yıllarda ekonomide sıkça konuşulan ve özel çalışma alanlarından biri olmuştur. Firmaların el değiştirmesi, alım-satım işlemleri, ticari birleşmeler, şirket evlilikleri gibi konular marka ve şirket değerleme uzmanlığına sahip kişi ve kuruluşların önemini gittikçe artırmaktadır. Entelektüel sermaye unsurlarının (yapısal sermaye, müşteri sermayesi ve insan sermayesi gibi) işletmelerin finansal performansları ve şirket değerleri üzerine etkileri ile alakalı çeşitli çalışmalar mevcuttur. Özellikle marka, patent, bilgi birikimi, lisans hakkı, firma adı, sadık müşteri oranı gibi entelektüel sermaye unsurları ve bunların ölçülmesi finans alanındaki son yıllarda yapılan önemli çalışmalar arasındadır. Özellikle akademisyenler, araştırmacılar, yatırımcılar ve işletme yöneticileri defter değeri ile piyasa değeri arasındaki farkı ve ilişkileri açıklama konusunda yoğun çaba göstermektedirler.

Değer kavramının zamansal olarak hangi disiplin ve amaçlar için kullanıldığı oldukça önemlidir. O bakımdan göreceli olma özelliği devam etmekte olup, standart bir tanımlama yapmak pek mümkün görünmemektedir. Ancak değer kavramı üzerinde zamansal olarak gelecek odaklı açıklama çabaları oldukça yaygındır. Finans disiplini açısından şirket değerlemesinin genelde onun varlıkları ya da geliri bazında değerlemesi anlaşılmaktadır.

Bu çalışmada marka değerinin şirket değerlemede bir etkisinin olup-olmadığı, etkili ise bu etkinin ne yönlü olduğu, marka değeri ile firma değeri arasında nasıl bir ilişki olduğu incelenmektedir. Dolayısıyla bu çalışmada marka değeri hesaplamalarının şirket değerleme ilgili taraflar açısından şirket değerlemedeki önemine dikkat çekilmektedir. Bu çalışma ile farklı endüstri kollarında faaliyet gösteren firmaların marka değerlerine ilişkin hesaplamalar ile bu hesaplamaların o şirketlerin nihai piyasa değerlerine etki edip-edemeyeceğine ilişkin fikirler edinilebilir. Ayrıca farklı endüstri dallarında faaliyet gösteren şirketlerin sektör özellikleri, sermaye yapıları ve maliyetleri gibi çeşitli değişkenlere göre farklı şirket değerleme yöntemlerinin uygulanması gereği ilgili literatür taramasında belirgin olarak ortaya çıkmıştır.

Marka değeri ile şirket değeri arasındaki ilişkinin araştırıldığı bu çalışmada 2012 – 2022 veri aralığında BIST-100’de ve en değerli 100 marka listesinde yer alan 18 firmanın verilerinden faydalanılmıştır. Panel veri analizi yönteminin kullanıldığı tez çalışmasında öncelikle birimler arasındaki yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik test edilmiştir. Neticesinde birimler arasında yatay kesit bağımlılığı olduğu yani birimlerden herhangi birinde ortaya çıkan şokun diğer birimleri etkilediği tespit edilmiştir. Yapılan homojenlik testi sonucunda ise birimlerin herhangi birisinde ortaya çıkan şokun diğer birimleri aynı ölçüde etkilemediği ve birimlerin heterojen bir yapıya sahip oldukları tespit edilmiştir.

Birimler arasında yatay kesit bağımlılığı olduğu ve eğim katsayılarının heterojen olduğu tespit edildikten sonra yapılan katsayı tahmini ve nedensellik testlerinde ikinci nesil AMG katsayı tahmincisi ve Emirmahmutoglu ve Köse (2011) panel nedensellik testinden faydalanılmıştır. Bu testler sonucunda ise marka değerinin şirket değeri üzerindeki etkisinin 5 firma için pozitif olduğu, 2 firma için ise negatif olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Nedensellik testleri sonucunda da 4 firma için marka değerinden şirket değerine doğru tek yönlü bir nedensellik, 5 firma için şirket değerinden marka değerine doğru tek yönlü bir nedensellik olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca 4 firmanın marka değeri ile şirket değeri arasında çift yönlü (karşılıklı) nedensellik olduğu tespit edilirken, panelin geneli için herhangi bir nedensellik ilişkisine ulaşılamamıştır.

Çalışma neticesinde marka değeri ile şirket değeri arasındaki bağlantının yeterince güçlü olmadığı, marka ya da şirket değerindeki artışın her zaman birbirlerine pozitif etki edemeyebilecekleri sonucuna ulaşılmıştır. Tayşi (2013) “marka değeri ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamadığını”, bunun da marka değerini hesaplamının zorluğundan kaynaklanabileceğinden bahsetmektedir.

Yörük ve Erdem (2008) “piyasa değeri/defter değeri oranı ile entelektüel sermaye unsurlarının yarattığı katma değer arasında güçlü bir ilişkinin olduğunu” bu yüzden marka ve imaj değerlerinin korunması gerektiğini göstermiştir. Akbulut ve Paksoy (2017) “marka değeri ile faiz ve vergi öncesi kâr arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu” belirtmiştir. Diğer taraftan entelektüel sermayenin piyasa değerini etkileyen aralarında güçlü bir bağın olduğu vurgulanmaktadır (Karacan ve

Ergin 2011; Çolak 2012). Yıldız (2010) ise entelektüel sermayenin banka performansını anlamlı derecede etkileyen önemli bir unsur olduğunu tespit etmiştir.

Aydın (2009) ise müşterileri tarafından yüksek kaliteli olarak algılanan firmalar ile marka sadakatine sahip firmaların marka bilinirlikleri arttıkça piyasa değeri/defter değeri oranının da artacağını belirtmektedir. Baydaş (2007) “marka ile işletme büyüklüğü arasında doğru orantılı bir ilişkinin” varlığından söz etmektedir. Aydın ve Ülengin (2011) finansal performansını artırmak isteyen marka sahiplerinin/yöneticilerinin öncelikle markalarının bilinirliği ve marka çağrışımlarını geliştirmek, ikinci olarak algılanan kalitelerini yükseltmek ve sonuncu olarak da marka sadakatini artırmak durumunda olduklarını vurgulamaktadırlar. Aynı yazarlar tüketici temelli marka değerini yükseltmek için öncelik sırasına göre algılanan kalite, marka bilinirliği ve marka sadakati gibi markanın alt boyutlarına önem verilmesi gerektiğini belirtmektedirler.

Marka değerlemede finansal, değerlendirme, davranışa dayalı ve bileşik marka değerlendirme yöntemleri söz konusudur. Şirket değerlendirme sürecinde şirket değerini etkileyen çeşitli faktörler mevcut olup, işletmelerin şirket değerlendirme nedenlerini iyi idrak etmeleri gerekmektedir. Şirket değerlemede kullanılan finansal tablolar iyi okunmalı ve analiz edilmelidir. Şirket değerlendirme adımları atılırken meydana gelen sıkıntılar konusunda bilgili ve tecrübeli kişilerden profesyonel yardımlar alınmalıdır. Şirket değerlemede piyasa temelli, aktif ve gelir bazlı yaklaşımlar yanında alternatif bazı şirket değerlendirme yöntemlerinden de yararlanılabilir.

Bundan sonraki marka değerinin hesaplanmasına ilişkin yapılacak çalışmalarda sektörel risk oranının belirlenmesinin çok önemli bir yeri olacaktır. Ayrıca ilgili endüstride faaliyet gösteren tüm firmalar için sektörel iskonto oranlarının belirlenebilmesi yapılacak değerlendirme çalışmalarını daha sağlıklı ve güvenilir kılabilir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Aaker, D. (1991). *Managing Brand Equity: Capitalizing On The Value of a Brand Name*, New York, The Free Press.
- Aaker, D.A. (2016). *Güçlü Markalar Yaratmak*, Mediacat Yayıncılık - İş Kitabı Dizisi
- Anselin, L., & Bera, A. K. (1998). Spatial Dependence in Linear Regression Models with an Introduction to Spatial Econometrics. A. Ullah içinde, *Handbook of Applied Economic Statistics* (s. 640). CRC Press.
- Aydın, G. (2009). *Marka Değeri ve Finansal Performans*, İstanbul Sanayi Odası, Kısaltılmış Doktora Tezi, Doktora/Yüksek Lisans Tezlerine Sanayi Desteği Projesi, İ.T.Ü. Fen Bilimler Enstitüsü. İSO yayın no: 2009/11.
- Bardakçı, A. (2004). *Marka ve Ortak Marka*, Denizli, DSO Yayınları.
- Bursalı, O.B. (2020). *Marka Değeri ve Marka Değerlemede Kullanılan Finansal Yöntemler*, 1. Baskı, Bursa, Dora Yayıncılık.
- Chambers, N. (2005). Gerçek Opsiyonların Fiyatlanması. *Muhasebe Finansman Dergisi*. (26): 70-80.
- Chambers, N. (2009). *Firma Değerlemesi*. İstanbul: Beta Basım Yayım.
- Cornell, B. (1993). *Corporate Valuation: Tools For Effective Appraisal And Decision Making*. New York: Irwin Inc.
- Coşkun, M. (2010). *Para ve Sermaye Piyasaları*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Chambers, N. (2009). *Firma Değerlemesi*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools And Techniques For Determining The Value Of Any Asset*, John Wiley & Sons, 2. Edition, Inc., New York.
- Daves, P., Michael E. and Ron S. (2004). *Corporate Valuation*. Ohio: Thomson South-Western.
- Cornett, M. M., Adair Jr., T. and Nofsinger J. (2016). "Finans (Finance)", Çeviriv Editörü: Vedat Sarıkovanlık, Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara.
- Çırak, R. (2018). *Şirket Değerleme Yöntemleri*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Çilingir, A.İ.Ö. (2019). *Markanın Finansal Değerlemesi*, 1. Baskı, İstanbul Kriter Yayınevi.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, New York
- Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*, John Wiley & Sons, New York,

- Damodaran, A. (2012). Investment valuation tools and techniques for determining the value of any asset. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Daves, P., Michael E. and Ron S. (2004). Corporate Valuation. Ohio: Thomson South-Western.
- Ercan, M.K. ve Ban, Ü. (2014). Değere Dayalı İşletme Finansı, Finansal Yönetim, 8. Baskı, Ankara. Gazi Kitabevi.
- Erin, S.M. ve Durmaz, Y. (2020). Marka Memnuniyetinin Marka Sadakatine ve Güvenine Etkisi 1. Baskı. Hiper Yayın, İstanbul.
- Erin, S.M. ve Durmaz, Y. (2020). Marka Memnuniyetinin Marka Sadakatine ve Güvenine Etkisi (uygulamalı), 1. Baskı. Hiper Yayın, İstanbul.
- Erdil, T.S ve Uzun, Y. (2010). Marka Olmak, 2. baskı, İstanbul. Beta Yayıncılık.
- Ercan, M. K., Öztürk, B., Küçük Kaplan, İ., Başçı, E. S. ve Demirgüneş, K. (2006). Firma değerlemesi banka uygulaması. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B., Demirgüneş, K., Başçı, E. S., ve Küçük Kaplan, İ. (2010). Marka Değerinin Tespiti, İMKB Yayınları, No: 20373 İstanbul.
- Fernandez, P. (2002). Valuation Methods and Shareholder Value Creation. Academic Press (Elsevier Science), USA.
- Fisher, R. A. (1932). *Statistical Methods for Research Workers*. Edinburgh: Oliver and Boyd.
- Göker, İ.E.K (2020). Marka Değerlemede Finansal Yaklaşımlar, 1. Baskı, Ankara. Gazi Kitabevi.
- Gürbüz, O. ve Ergincan, Y. (2004). Şirket Değerleme. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Hoover, S.A. (2006). Stock valuation, an essential guide to wall street's most popular valuation models. New York: McGraw-Hill.
- İslamoğlu, H. (2000). Pazarlama Yönetimi (Stratejik ve Global Yaklaşım), Beta Basım-yayın dağıtım, İstanbul.
- İvgen, H. (2003). Şirket Değerleme, Hisse Senedi Yatırımcıları, Analistler ve Şirket Yöneticileri İçin, Ankara, Finnet Yayınları.
- Karasar, N. (2014). *Bilimsel Araştırma Yöntemi*, 27. Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- Keller, K. L. (1998). Strategic brand management: building, measuring and managing brand equity, Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall.
- Kotler, P. (2000). Pazarlama Yönetimi, (Çev.: Nejat Muallimoğlu) İstanbul Beta Basım-Yayın.
- Köktürk, E. ve Köktürk, E. (2016). Taşınmaz Değerlemesi, 3. baskı, Ankara. Seçkin yayıncılık.
- Küçük, M. (2018). Değerleme, Maliye Hesap Uzmanları Derneği, İstanbul, İpekyolu Matbaacılık.
- Odabaşı, Y. ve Oyman, M. (2001). Pazarlama İletişim Yönetimi, İstanbul.

- Öztürk H. (2009). Şirket Değerlemenin Esasları: Teorik Ve Pratik Yaklaşımlar. İstanbul: Türkmen Kitapevi.
- Pike, Richard and Neale, Bill (2006). Corporate Finance And Investment (Fifth Edition). London: Pearson Education Limited.
- Pinto, J.E., Henry, E.; Robinson, T.R.; Stowe, J.D. (2010). Equity Asset Valuation, 2.edition, Wiley.
- Pinto, J.E., Henry, H.R., Thomas, R.; Stowe, J.D., and Wilcox, S.E. (2015). Equity Asset Valuation. New Jersey: John Wiley&Sons.
- Ratner, I., Grant. T. S., and Weitnauer, J.C. (2009). Business Valuation and Bankruptcy, John Wiley&Sons Inc., New Jersey.
- Rosenbaum, J. and Pearl, J. (2009). Investment banking, valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions, New Jersey: John Wiley&Sons.
- Sancak, E. (2014). Sermaye Piyasası Sözlüğü, Temel Düzey, 1. Baskı, İstanbul, Scala Yayıncılık.
- Selvi, M.S. (2007). Marka Yönetimi, Ankara Detay Yayıncılık.
- Sipahi, B., Yanık, S. and Aytürk, Y. (2016). Şirket Değerleme Yaklaşımları (2. Baskı). Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Tek, Ömer Baybars (1999). Pazarlama İlkeleri, Beta Yayınları, İstanbul
- Turan, S. ve Özen, H. (2013). “Dokümanlardan verilerin toplanması”, İçinde Saharan B. Merriam (Çeviri Editörü Sebahattin Turan) Nitel Araştırma Desen ve Uygulama İçin Bir Rehber, Üçüncü basımdan çeviri, Ankara, Nobel Yayınevi.
- Üreten, A. ve Ercan, M. K. (2000). *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi* (Birinci Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Yıldırım, A. ve Şimşek, H. (2008). Sosyal Bilimlerde Nitel Araştırma Yöntemleri, 6.Baskı, Ankara Seçkin Kitapevi
- Üreten, A. ve Ercan, M. K. (2000). *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi* (Birinci Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Yalçın, H. (2014). Şirket Değerlemesi, Teori ve Uygulama, 1. Baskı, Uygulama Yayıncılık ve Eğitim Hizmetleri, İstanbul.
- Yaslıdağ, B. (2021). Şirket Değerleme, Ankara, Seçkin Kitapevi.
- Yazıcıoğlu, Y. ve Erdoğan, S. (2007). SPSS Uygulamalı Bilimsel Araştırma Yöntemleri, 2.baskı, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Yüksel, Ü. ve Mermod, A.Y. (2015). Marka Yönetimi Ve Marka Değerinin Ölçülmesi, Beta Yayınları, İstanbul, 2005.
- Yüksel, Ü. ve Yüksel, A. (2005). Marka Yönetimi ve Marka Değerinin Ölçülmesi. 1.Basım. İstanbul: Beta Basım.
- Yıldırım, A. ve Şimşek, H. (2008). Sosyal Bilimlerde Nitel Araştırma Yöntemleri, 6.Baskı, Ankara. Seçkin Kitapevi,

Makaleler

- Aaker, D. A. (1992). The Value of BrandEquity. *Journal of Business Strategy*, 13(4), 27 – 32.
- Ağır, H., Tıraş, H. H., (2018). Sağlık Harcamaları ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Panel Nedensellik Analizi, *Gaziantep University Journal of Social Sciences*, 17(4), 1558-1573.
- Akbulut, R.ve Paksoy, M. (2007). “Marka Değerini Etkileyen Faktörler: Seçilmiş Bazı Küresel İşletmelerde Marka Değeri ile Finansal Göstergeler Arasındaki İlişki”, *İktisat İşletme ve Finans*, 22, 123-132.
- Akgün, V. Ö ve Akgün, A. (2014). Marka ve Marka Değerı Olgusu: Marka Değerinin Tespitine Yönelik Bir Uygulama, *Selçuk Üniversitesi, Sosyal ve Teknik Araştırmalar Dergisi* Sayı: 8, ss. 1-13.
- Aracı. Ö.N.K.ve Bekci, İ. (2017). Bulanık AHP Yöntemi ile Finansal Marka Değerleme Modellerinin Tespiti: Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama, *Muhasebe ve Finans Dergisi*, Temmuz, 31-54.
- Aydın, G. ve Ülengen, B. (2011). Tüketici temelli marka değerinin finansal performans üzerine etkisi, *İTÜ dergisi/D Mühendislik*, 10 (2), 58-68.
- Aydın, Y. (2012). Firma Değerleme Yöntemleri, *Kırklareli Üniversitesi, İİBF Dergisi*, 1(1), 87-110.
- Avcılar, M. Y. (2008). Tüketici Temelli Marka Değerinin Ölçümü. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 17 (1): 11-30.
- Baltagi, B. H., Feng, Q.,and Kao, C. (2012). A Lagrange Multiplier Test for Cross-Sectional Dependence in a Fixed Effects Panel Data Model. *Journal of Econometrics*, 170(1), 164-177. doi:10.1016/j.jeconom.2012.04.004
- Bastı, E. ve Yılmaz, T. (2013). İMKB’de İşlem Gören Yerli ve Yabancı İmalat Sanayi Şirketlerinin Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Piyasa Katma Değerine (MVA) Dayalı Performans Analizi, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 50(578): 55-74.
- Baş, T. ve Akturan, U. (2013). Nitel Araştırma Yöntemleri, NVivi 7.0 ile Nitel Veri Analizi, Ankara: Seçkin yayıncılık.
- Baydaş, A. (2007). Pazarlama Açısından Markanın Finansal Değerı ve Dış Ticaret İşletmelerinde Bir Uygulama, *Bilig Dergisi*, 42, 127-150.
- Breusch, T. S., and Pagan, A. R. (1980). The Lagrange Multiplier Test and its Applications to Model Specification in Econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253. doi:10.2307/2297111
- Chan, R. W. and Lui, B. C. (2010). Gaining Insight with the EV/EBITDA Ratio. *BetterInvesting*, 60(3), 27-28.
- Chang, T., Gupta, R., Lotz, R. I., Simo-Kengne, B., Smithers, D., and Trembling, A. (2015). Renewable Energy and Growth: Evidence from Heterogeneous Panel of G7 Countries using Granger Causality. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 52, 1405-1412. doi:10.1016/j.rser.2015.08.022

- Chou, M. C. (2013). Does Tourism Development Promote Economic Growth in Transition Countries? A Panel Data Analysis. *Economic Modelling*, 33, 226-232. doi:10.1016/j.econmod.2013.04.024
- Çam, M. (2006). Stratejik Bir Yönetim Aracı Olarak Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Faaliyet Tabanlı Maliyet Yönteminin (FTMY) Birlikte Kullanımı. *Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 15(2): 95-118.
- Çam, A.; Kalkan, V.; Soydaş, Y.; Sönmez, Ş. ve Taşdemir, S.S. (2018). Marka Değerinin Hesaplanmasında Farklı Bir Yaklaşım: Geliştirilmiş Hirose Yöntemi, *The Journal of International Scientific Researches*, 3 (4), 194-202.
- Çırak, R. (2018). *Şirket Değerleme Yöntemleri*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Çelik, A.E. (2006). Marka Değerleme, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı: 31, 195-208. <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/426057>, erişim: 28.06.2022.
- Çelik, H., ve Erdemli, M. (2021). Doğrudan Yabancı Yatırımların Ar-Ge Harcamaları Üzerindeki Etkisi: Seçili AB Ülkeleri ve Türkiye için Bir Analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 17(4), 1158-1174. doi:10.17130/ijmeb.852395
- Demirci, Ş.D. ve Arslan, Y. (2019). Markaların Muhasebeleştirilmesi Sorunsalı Üzerine Bir İnceleme: Marka Denkliğinin Rolü, *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 33 (4): 1097-1113.
- Destek, M. A., ve Aslan, A. (2017). Renewable and Non-Renewable Energy Consumption and Economic Growth in Emerging Economies: Evidence from Bootstrap Panel Causality. *Renewable Energy*, 111, 757-763. doi:10.1016/j.renene.2017.05.008
- Durusoy, R.Y. (2005). Marka Değerleme Yöntemleri ve Bu Yöntemlerin Türkiye’de Kullanılması, *Vergi Dünyası*, Sayı 290, Ekim, 50 – 54.
- Eberhardt, M. and Bond, S. (2009). Cross-section dependence in nonstationary panel models: A novel estimator, MPRA Paper No. 17692, posted 07 Oct 2009 18:50 UTC. https://mpra.ub.uni-muenchen.de/17692/1/MPRA_paper_17692.pdf, erişim: 23.10.2022.
- Eberhardt, M. Teal, F. (2010). Aggregation versus Heterogeneity in Cross-Country Growth Empirics, CSAE WPS/2010-32, <https://ora.ox.ac.uk/objects/uuid:adc43db1-daab-434a-9aea-ac149861d6a9>, erişim: 23.10.2022
- Elmas, B.; Yılmaz, H.; ve Yalçın, S. (2017). Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Kullanımı: Bıst Bilişim Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerinde Bir Uygulama, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 31 (5), 1221-1238.
- Emirmahmutoğlu, F., ve Köse, N. (2011). Testing for Granger Causality in Heterogeneous Mixed Panels. *Economic Modelling*, 28(3), 870-876. doi:10.1016/j.econmod.2010.10.018

- Ercan, M. K., Öztürk, B., Küçük Kaplan, İ., Başçı, E. S. ve Demirgüneş, K. (2006). Firma değerlemesi banka uygulaması. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Fırat, D. ve Badem, A. C. (2008). Marka Değerleme Yöntemleri ve Marka Değerinin Mali Tablolara Yansıtılması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 38: 210-219.
- Gerekan, B. ve Koçan, M. (2018). Marka Değerindeki Değişimin İncelenmesi Üzerine Bir Araştırma, *İşletme Araştırmaları Dergisi* 10 (4), 210-228.
- Göçer, İ., Mercan, M., ve Hotunluoğlu, H. (2012). Seçilmiş OECD Ülkelerinde Cari İşlemler Açığının Sürdürülebilirliği: Yatay Kesit Bağımlılığı Altında Çoklu Yapısal Kırılmalı Panel Veri Analizi. *Maliye Dergisi*, 163, 449-470.
- Gökbayrak, S. (2019). Marka Değerinin Hirose Yöntemiyle Tespit Edilmesi: Vakko Tekstil Üzerine Bir Uygulama, *Kırşehir Ahi Evran Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 3 (1), 8-25
- Gözen, M. (2019). Değer ve Değerleme Hakkında Kavramsal ve Kuramsal Bir Çalışma Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi, 22 (2), 374-382.
- Günay, B. (2017). Marka Değeri Üzerine Bir Araştırma: BIST 100 Örneği, *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı 61.
- Hacırüstemoğlu, R., Şakrak, M. ve Demir, V. (2002). Etkin Performans Ölçüm Aracı (EVA) (Ekonomik Katma Değer-Ekonomik Kâr Yaklaşımı), *Mali Çözüm Dergisi*, Yıl: 12, Sayı:59, ss. 15-24.
- Halunga, A. G., Orme, C. D., ve Yamagata, T. (2017). A Heteroskedasticity Robust Breusch-Pagan Test for Contemporaneous Correlation in Dynamic Panel Data Models. *Journal of Econometrics*, 198(2), 209-230. doi:10.1016/j.jeconom.2016.12.005
- Hoyos, R. E., and Sarafidis, V. (2006). Testing for Cross-sectional Dependence in Panel-data Models. *The Stata Journal*, 6(4), 482-496. doi:10.1177/1536867X0600600403
- Karacan, S. ve Ergin, E. (2011). Bankaların Entelektüel Sermayesi ile Finansal Performansı Arasındaki İlişki, *Business and Economics Research Journal* 2(4): 73-88.
- Karmaker, S. C., Hosan, S., Chapman, A. J., and Saha, B. B. (2021). The Role of Environmental Taxes on Technological Innovation. *Energy*, 121052. doi:10.1016/j.energy.2021.121052
- Keller, K.L. (1993). Conceptualization, Measuring and Managing Customer- Based Brand Equity, *Journal of Marketing*, 57 (1), 1-22.
- Kendirli, S; Çağırın H. ve Akgün, Z. (2016). Marka Değerleme Yöntemleri: Hiroshi Yöntemi ile Gıda Sektöründe Bir Uygulama, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Temmuz/2016, 67-88.
- Kurtuldu, H.S. ve Çiğdem, Ş. (2006). Marka Sermayesinin Hesaplanmasında Kullanılan Davranışsal Modellere Yönelik Bir İnceleme ve Değerlendirme, *Pazarlama Dünyası*, Sayı, 2006-3, 42-52.

- Munir, Q., Lean, H. H., and Smyth, R. (2020). CO2 Emission, Energy Consumption and Economic Growth in the ASEAN-5 Countries: A Cross-Sectional Dependence Approach. *Energy Economics*, 104571, 1-32. doi:10.1016/j.eneco.2019.104571
- OECD (2018). Ülkelerinde Sağlık Harcamaları ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Panel Nedensellik Analizleri. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 6(4), 13-29.
- Özdemir, Ş. ve Öncül, M.S. (2016). Marka Değerleme, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 17 (2), 205-224.
- Özgüven, N. (2010). Marka Değeri: Global Markaların Değerlendirilmesi, *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 2 (1), 141-148
- Papatya, N., Hamşioğlu, G. ve Buğra, A. (2015). Sürdürülebilir Rekabet Yönetiminde Marka Değeri ve Marka Güveni: Süleyman Demirel Üniversitesinde Bir Uygulama, *S. D. Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20 (3), 35-54.
- Park, C. S., and Srinivasan, V. (1994). A survey-based method for measuring and understanding brand equity and its extendability. *Journal of Marketing Research*, 31 (2), 271-288
- Pesaran, M. H., Ullah, A., and Yamagata, T. (2008). A Bias-adjusted LM Test of Error Cross-section Independence. *Econometrics Journal*, 11, 105-127. doi:10.1111/j.1368-423X.2007.00227.x
- Pesaran, M. H., & Yamagata, T. (2008). Testing Slope Homogeneity in Large Panels. *Journal of Econometrics*, 142(1), 50-93. doi:10.1016/j.jeconom.2007.05.010
- Raggio, R. D., and Leone, R. P. (2007). The theoretical separation of brand equity and brand value: Managerial implications for strategic planning, *Journal of Brand Management*, 14, 380-395.
- Sarioğlu, S. E. (2012). Şirket Değerleme. *Vergi Sorunları Dergisi*, (281), 63-71.
- Simon, C.J. and Sullivan M., (1993), The Measurement and Determinants of Brand Equity: A Financial Approach, *Marketing Science*, 12 (1), 28-52.
- Swamy, P. A. (1970). Efficient Inference in a Random Coefficient Regression Model. *Econometrica*, 38(2), 311-323. doi:10.2307/1913012
- Taşçı, H. ve Baş, M. (2018). Marka, Marka Değeri ve Değerleme Yöntemleri: Interbrand İle Brand Finance Yöntemleri ve 2017 En Değerli Dünya Marka Sıralamalarının Karşılaştırmalı Analizi, *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi*, 53 (3), 710-723.
- Toda, H.Y. and Yamamoto, T. (1995). Statistical inference in vector autoregressions with possibly integrated processes, *Journal of Econometrics*, 66(1-2), 225-250.
- Tolu, F., Haykır, Ö. ve Çetenak, E. H. (2022). Satın Alma ve Birleşmelerde Kullanılan Yöntemlerin Şirket Getirilerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği,

Uluslararası İşletme, Ekonomi ve Yönetim Perspektifleri Dergisi, 6 (1), 215-233.

Toraman, C ve Körpi, M. (2015). Firma Değerinin Piyasa Çarpanları ile Tahmin Edilmesi: BIST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sanayii Sektöründe Bir Uygulama, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı: 66, 41-56.

Ünvan, Y.A. (2019). Firma Değerleme Yaklaşımları ve Türk Hava Yolları (THY) Üzerine Bir Uygulama, *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11 (30), 930-944

Wolde-Rufael, Y. (2014). Electricity Consumption and Economic Growth in Transition Countries: A Revisit using Bootstrap Panel Granger Causality Analysis. *Energy Economics*, 44, 325-330. doi:10.1016/j.eneco.2014.04.019

Yörük, N. ve Erdem M.S. (2008). “Entelektüel Sermaye ve Unsurlarının, İMKB’de İşlem Gören Otomotiv Sektörü Firmalarının Finansal Performansı Üzerine Etkisi”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22 (2): 397-413.

Tezler

Açıkgöz, G. (2019). Firma Değerlemenin Mali Tablolara Etkisinin Araştırılması ve Halka Açık Bir Firma Üzerinde Örneklenmesi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi İstanbul Aydın Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü.

Akdağ, S. (2015). Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Okan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Bağlama M.S. (2017). Şirket Değerleme Yöntemlerinden İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi Lojistik Sektöründe Bir Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Okan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Balkan, F (2017). Firma Değerlemesi: Perakende Sektöründe Faaliyet Gösteren, Bist’te İşlem Gören Migros AŞ’nin Genel Kabul Görmüş Değerleme Yöntemleri ile Uygulama Örneği, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Bastı, E. ve Yılmaz, T. (2013). “İMKB’de İşlem Gören Yerli ve Yabancı İmalat Sanayi Şirketlerinin Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Piyasa Katma Değerine (MVA) Dayalı Performans Analizi”. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 50(578): 55-74.

Batıbay, İ. (2010). Marka Değerleme ve Örnek Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Bozkaya, S. (2019). Marka Değerleme Yöntemleri, Türk Bankalarının Marka Değerleri, Marka Değeri-Karlılık Etkileşimleri, Basılmamış Doktora Tezi, Ankara, 2019.

- Cingöz, A. (2014). İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Firma Değerleme ve Enerji Sektöründe Bir Uygulama, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Coşkun, M. (2019). Marka Bağlılığının Tüketici Satın Alma Davranışları Üzerine Etkisi: X,Y,Z Kuşaklarının Karşılaştırmalı Analizi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çalı, M. (2015). Türkiye’de Firma Değerleme Yöntemleri ve Firma Değerini Etkileyen Faktörler, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çolak, N. (2012). Entelektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerindeki Etkisi Ve Ekonometrik Bir Analiz, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bülent Ecevit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Demir, R. (2016). Finansal Tablo Verilerine Dayalı Marka Değeri Tespiti ve BİST Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Sektöründe Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Demir, O. (2013). Firma Değerleme Yöntemleri ve Bir Borsa İstanbul Uygulaması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ede, S. (2016). Şirket Değerleme Yöntemlerinin İncelenmesi ve Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ekici, H. (2019). Şirket Değerlemesinde Karşılaşılan Özel Durumların Analizi, *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Manisa Celal Bayar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Erdem, Ü. (2015). TFRS Uygulayan İşletmelerde Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Eryılmaz, S. (2022). Taşımacılık Sektöründe Çevresel Kuznets Eğrisi, Kirlilik Sığınağı ve Kirlilik Hale Hipotezinin Sınanması: Seçilmiş AB Ülkeleri Örneği. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. Yalova: Yalova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Filiz, S. (2010). Otel İşletmelerinde Marka Değerlemesi, Antalya Örneği, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.
- Gödren, F. (2010). Marka Değerleme Yöntemleri ve AHP Yöntemi ile Uygun Modellerin Saptanması, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Gökalp, N.K. (2014). Sermaye Piyasalarında Halka Arz, İstanbul: Beta Kitabevi.
- Göker, İ.E.K. (2014). Finansal Açından Marka Değerleme ve Marka Değerinin Hissedar Değeri Üzerine Etkisi: Bist’te İşlem Gören Firmalar Üzerine Bir Araştırma, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Gökmen, B. (2017). Şirket Değerleme Yöntemleri ve Markanın Değerleme Üzerine Etkileri, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Arel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Gül, M. (2015). Müşteri Temelli marka değerinin yaratılması ve termal turizm amaçlı seyahat eden turistlerin marka algılarının ölçülmesi: Balçova Örneği, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Güler, H. (2010). Şirket Değerleme Yöntemleri ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
- Güleç, M. (2015). Önde Gelen Şirket Değerleme Yöntemleri Kapsamında Banka Değerlemesi: Tekstilbank Örneği, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Güven, A.S. (2019). Türk Hukukunda Marka Değerleme, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi İstanbul Medipol Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kaya, Y. (2005). Marka Değerleme Yöntemleri ve Markaların Mali Tablolara Alınmalarının Etkileri, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
- Karaa, G. (2019). Şirket Değerlemesi ve Start-Up Firma Uygulaması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Manisa Celal Bayar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karakoca, A. (2011). Farklı Değerleme Yöntemleri İle Firma Değerlemesi ve İMKB Otomotiv Sektöründe Bir Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Küçükcaraba, M. (2012). Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Konyar, A. M. (2019). Gelir Yaklaşımı ile Marka Değerleme: Bir Konaklama İşletmesine Yönelik Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Orman, M. İ. (2016). Halka Açılma Sürecinin Firma Değerlemeleri ve Değerleme Sürecine İlişkin Karşılaştırmalı Bir Araştırma, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özdemir, İ. Ç. (2021). Doğrudan Yabancı Yatırımların CO2 Emisyonu ile İlişkisi: Kirlilik Sığınağı ve Kirlilik Hale Hipotezlerinin Ülkelerin Gelişmişlik Seviyesine Göre Ekonometrik Analizi. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. Kütahya: Kütahya Dumlupınar Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü.
- Paker, N. (2014). Sağlık Sektöründe Şirket Değerleme Bir Hastane Uygulaması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Salla, F. (2019). Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: Kosova'da Faaliyet Gösteren Bir Firma Üzerinde Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Saral, S. (2014). Tüketici kanaatlerine bağlı olarak itibarın marka değeri üzerindeki rolü: THY örneği, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Antalya Akdeniz Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Sarı, E.S. (2009). Marka Değeri, Marka Değerleme Yöntemleri ve Muhasebe Açısından Marka Değeri, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Şahin, M. (2017). Şirket Değerleme Yaklaşımları ve Borsa İstanbul'da İletişim Endeksinde Bir Uygulama, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Tayşi, C. (2013). Marka Değerleme Yöntemleri ve Marka Değerinin Firma Değeri İçerisindeki Yeri, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Tez, M. G. (2019). Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarının Firma Değerlemesi Uygulamalarına Etkisi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Tosun, E. (2017). Kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri ve tüketici temelli marka değeri ilişkisi üzerine bir araştırma, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Galatasaray Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Tosun, B. (2021). Finansal Kırılganlık: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Bir Panel Veri Analizi. *Yayınlanmamış Doktora Tezi*. Erzurum: Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yelgen, E. (2016). İşletme Birleşmeleri ve Satın Alma İşlemlerinde Şirket Değerleme Yaklaşımlarının Etkinliğinin Karşılaştırmalı İncelenmesi: Konaklama Sektöründe Bir Uygulama, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yıldız, S. (2010). Entelektüel Sermayenin İşletme Performansına Etkisi: Bankacılık Sektöründe Bir Araştırma. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul.Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Diğerleri

- Aaker, D.A. (2016), Güçlü Markalar Yaratmak, Mediacat Yayıncılık - İş Kitabı Dizisi
- Bardakçı, A. (2004). Marka ve Ortak Marka, Denizli, DSO Yayınları.
- Brand Value, (2022). <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/brand-value>, erişim: 08.03.2022
- Chudik, A., and Pesaran, M. H. (2013). Large Panel Data Models with Cross-Sectional Dependence: A Survey. *CESIFO Working Paper No. 4371*, 1-54.

- Demiroğlu, M. (2019). Fikri Mülkiyet ve Vergilendirme Yeni Eğilimler, Model Önerisi Maliye Hesap Uzmanları Derneği, İstanbul.
- İlik, S., (2014). Finansal Temelli Marka Değeri Tespiti: Boya Sektörü Üzerinde Uygulama. 47. Ankara: Türk Patent Enstitüsü.
- Kaya, Y. (2002). Marka Değerleme Metotları ve Bu Metotların Kullanılmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Acısından Çıkabilecek Sorunlar”, SPK Denetleme Dairesi Yeterlilik Etüdü.
- “Marka” TDK Sözlüğü,”<https://sozluk.gov.tr/>. Erişim: 06.05.2022
- “Nominal”, Borsa Terimleri Sözlüğü, (2006). <http://www.terimleri.com/borsa/>, erişim: 06.05.2022.
- Pesaran, M. H. (2004). General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels. *Cesifo Working Paper no. 1229*, 1-40.
- TDK, Genel Türkçe Sözlüğü, <https://sozluk.gov.tr/> erişim: 07.03.2022.
- VUK, Vergi Usul Kanunu, <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuatmetin/1.4.213.pdf>, erişim: 08.03.2022.
- Yazıcı, K. (1997). Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri, Devlet Planlama Teşkilatı, Ankara.
- Türk Ticaret Kanunu, Kanun Numarası : 6102, Kabul Tarihi : 13/1/2011
Yayımlandığı Resmî Gazete : Tarih : 14/2/2011, Sayı : 27846
<https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuatmetin/1.5.6102.pdf>, erişim: 06.11.2022