

# Marka Değeri ve Hissedar Değeri: BİST Metal Ana Sanayi Firmaları Üzerine Bir Uygulama

(Araştırma Makalesi)

*Brand Value and Shareholder Value: An Analysis of the Firms Listed on BIST Basic Metal Index*

Doi: 10.29023/alanyaakademik.681444

**Ulaş ÜNLÜ**

Doç. Dr., Akdeniz Üniversitesi Uygulamalı Bilimler Fakültesi, Bankacılık ve Finans Bölümü,  
ulasunlu@akdeniz.edu.tr

Orcid No: 0000-0003-3272-9341

**Levent ÇITAK**

Prof. Dr., Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü,  
lcitak@erciyes.edu.tr

Orcid No: 0000-0002-6917-5082

**Bu makaleye atıfta bulunmak için:** ÜNLÜ U. & ÇITAK L. (2020). Marka Değeri ve Hissedar Değeri: BİST Metal Ana Sanayi Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Alanya Akademik Bakış*, 4(2), Sayfa No. 399-410.

## ÖZET

### Anahtar kelimeler:

Marka Değeri,  
Hirose Yöntemi,  
Ekonomik Katma  
Değer (EVA)

Makale Geliş Tarihi:

29.01.2020

Kabul Tarihi:

02.05.2020

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören Metal Ana sanayi firmalarının finansal açıdan hesaplanmış marka değeri ile hissedar değeri arasında bir bağlantı olup olmadığı analiz edilmiştir. Marka değeri ve hissedar değerini birlikte ölçen çalışmaların sınırlı sayıda olması sebebiyle çalışmanın literatüre katkı sağlaması beklenmektedir. Çalışmada firmaların marka değerleri Hirose Yöntemi'ne göre hesaplanarak Ekonomik Katma Değer (EVA) temelli Hissedar Değerleri ile karşılaştırılmıştır. Çalışmanın bulguları marka değeri yüksek olan firmaların hissedarlarına sağladığı katma değerinde yüksek olduğunu göstermektedir. Diğer taraftan, yüksek marka değerine sahip bazı firmalar hissedar değeri yaratmazken, bir firmanın da nispeten düşük marka değeri ile oldukça yüksek hissedar değeri yaratmış olması, yatırılan sermaye getirisinin sermaye maliyetinin üzerinde olmasının önemini açıkça ortaya koymuştur.

## ABSTRACT

### Keywords:

Brand Value, Hirose  
Method, Economic  
Value Added (EVA)

This study analyzes the relation between the shareholder values and financially calculated brand values of the firms listed on BIST Basic Metal Index. Since the number of research which measure and evaluate brand value and shareholder value simultaneously is limited, the study is expected to contribute to the literature. Brand values of firms are calculated by Hirose Method and compared with EVA (Economic Value Added) based

*shareholder values. The findings of the study indicates that firms with high brand values also seem to create high shareholder values. On the other hand the existence of a firm creating a high shareholder value with a relatively low brand value strengthens the importance of a high ROIC with respect to the cost of capital.*

---

## 1.GİRİŞ

Maddi olmayan duran varlıklar içerisinde yer alan marka, patent ve lisanslama faaliyetleri, firmaların varlıklarının getirisini ve niteliğini arttırması açısından yatırımcı tercihleri de göz önünde bulundurulduğunda firmalar açısından oldukça önem arz etmektedir. Bununla birlikte, firmaların sahip olduğu duran varlıkların değerinden daha fazla piyasa değerine sahip olmaları maddi olmayan duran varlıkları oluşturan unsurların gerçek değerlerinin belirlenmesi konusunu önemli kılmaktadır.

Marka kavramı 556 sayılı Markaların Korunması Hakkında Kanun Hükmünde Kararname’de; “Bir teşebbüsün mal veya hizmetlerini bir başka teşebbüsün mal veya hizmetlerinden ayırt etmeyi sağlaması koşuluyla, kişi adları dahil, özellikle sözcükler, şekiller, harfler, sayılar malların biçimi veya ambalajları gibi çizimle görüntülenebilen veya benzer biçimde ifade edilebilen, baskı yoluyla yayınlanabilen ve çoğaltılabilen her türlü işaretleri içerir” şeklinde tanımlanmıştır (556 sayılı KHK).

Marka imajı ve gücü pazarlama ve tüketici temelli yaklaşımlara konu olurken, marka değeri ise finansal bir ölçüm gerektirmektedir. Finansal bakış açısıyla marka değerinin tespit etmek bu çalışmanın temel motivasyonu olmuştur. Çalışmanın temel amacı, Borsa İstanbul’da işlem gören Metal Ana sanayi firmalarının marka değerini finansal açıdan hesaplayarak bu firmaların hissedar değeri yaratıp yaratmadıklarını tespit etmektir. Marka değerlerini hesaplamak için yöntem olarak literatürde sıklıkla kullanılan Hirose Yöntemi tercih edilmiş olup, firmaların hissedar değeri yaratıp yaratmadıkları için ise Ekonomik Katma Değer (EVA) ölçütü kullanılacaktır. Marka değeri ve hissedar değerini birlikte ölçen çalışmaların sınırlı sayıda olması dolayısıyla bu çalışmanın Türkiye finansal piyasaları, yatırımcılar, portföy yöneticileri ve hissedarlar açısından önemli katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

## 2. MARKA VE MARKA DEĞERİ

Markanın sık kullanılan tanımları şu şekilde özetlenebilir. Aaker (1991)’e göre marka, satıcıların mal veya hizmetlerini belirlemeye ve bu mal ya da hizmetlerini rakiplerinkinden farklılaştırmaya yarayan ayırt edici bir isim veya semboldür. Kapferer (1994) markanın, kuşaklar arası aktarılan bir hafızası olduğunu, ürünlerin sahip oldukları belirgin nitelikleriyle birbirlerinden ayrılabilir bir yapıda ve alıcı ile satıcı arasında imzalanan bir sözleşme niteliğinde olduğunu ifade etmektedir. Marka, Pickton ve Broderick (2005) tarafından ürünleri farklılaştırmak ve hem tüketiciler hem de firmalar için katma değer yaratmak için geliştirilen bir strateji, Lindemann (2010) tarafından ise firmanın ekonomik ömrü boyunca paydaşlarına dikkate değer bir nakit akışı sağlayan maddi olmayan duran varlık olarak tanımlanmıştır. Amerikan Pazarlama Birliği (AMA) ise markayı “satıcıların mal ya da hizmetlerini tanımlamak ve ayırt etmek amacıyla kullanılan ad, kavram, işaret, simge, dizayn veya bunların hepsinin kombinasyonu” şeklinde tanımlamaktadır.

Bilindiği gibi finansal açıdan değer, gelecekte sağlanacak nakit girişlerinin bugünkü değeri ile ifade edilmekte olduğundan marka değerini de bir markanın gelecekte sağlayacağı akımlarının bugünkü değeriyle ifade etmek yanlış olmaz. Marka değerini (Brand Value), Simon ve Sullivan (1993), markalı ürünlerden elde edilen nakit akışlarının, markasız ürünlerden elde edilen nakit akışlarından daha yüksek olması, dolayısıyla firmaların nakit akışlarını arttıran soyut bir varlık şeklinde, Farquhar (1989) ise marka olmanın sağlamış olduğu katma değer olarak tanımlamıştır.

Marka değerinin firmanın paydaşlarının (hissedarlar, yöneticiler, yatırımcılar vb.) firmayla ilgili karar süreçlerini ve firmanın başarısını önemli ölçüde etkilemesi, bu değerinin finansal bir değer olarak hesaplanmasını ve yönetilmesini zorunlu kılmaktadır.

Aşağıda yer alan Tablo 1 ve Tablo 2’de Interbrand ve BrandFinance yöntemlerine göre 2018 yılı için dünyadaki en değerli on marka yer almaktadır. Interbrand Yöntemi’ne göre dünyadaki en değerli on markanın yedisinin ABD menşeli markalar olduğu görülürken, BrandFinance Yöntemi’ne göre ise en değerli on markanın dokuzunun ABD menşeli markalar olduğu görülmektedir.

**Tablo 1. Interbrand yöntemine göre 2018 yılı için en değerli 10 marka**

Sıralama	Marka	Ülke	Marka Değeri Milyon \$	Önceki Yıla Göre Değişim
1	Apple	ABD	214.480	+ %16
2	Google	ABD	155.506	+ %10
3	Amazon	ABD	100.764	+ %56
4	Microsoft	ABD	92.715	+16
5	CocaCola	ABD	66.341	- %5
6	Samsung	G. Kore	59.890	+%6
7	Toyota	Japonya	53.404	+%6
8	Mercedes	Almanya	48.601	+%2
9	Facebook	ABD	45.168	-%6
10	MacDonalds	ABD	43.417	+%5

**Kaynak:** <https://www.interbrand.com/best-brands/best-global-brands/2018/ranking/>

**Tablo 2. BrandFinance yöntemine göre 2018 yılı için en değerli 10 marka**

Sıralama	Marka	Ülke	Marka Değeri Milyon \$	Önceki Yıla Göre Değişim
1	Amazon	ABD	150.811	+ %42
2	Apple	ABD	146.311	+ %37
3	Google	ABD	120.911	+ %10
4	Samsung	G. Kore	92.289	+%39
5	Facebook	ABD	89.684	-%45
6	AT&T	ABD	82.422	-%5
7	Microsoft	ABD	81,163	+6%
8	Verizon	ABD	62.826	-%5
9	Walmart	ABD	61.480	-%1
10	ICBC	ABD	59.189	+%24

**Kaynak:** Brand Finance Global 500 Report 2018.

**Tablo 3. BrandFinance yöntemine göre 2018 yılı için Türkiye'deki en değerli 10 marka**

Sıralama	Marka	Sektör	Marka Değeri Milyon \$	Önceki Yıla Göre Değişim
1	Türk Hava Yolları	Havayolu	2.042	+ %6
2	Türk Telekom	Telekomünikasyon	1.907	- %27
3	Turkcell	Telekomünikasyon	1.841	- %6
4	Akbank	Banka	1.649	+%4
5	Garanti Bankası	Banka	1.584	+%2
6	Ziraat Bankası	Banka	1.432	+%9
7	İş Bankası	Banka	1.334	+7%
8	Arçelik	Dayanıklı Tüketim	1.258	-%2
9	Yapı kredi	Banka	937	-%1
10	Ford Otosan	Banka	878	+%11

**Kaynak:** Brand Finance Turkey 100 Raporu 2018.

Tablo 3 incelendiğinde Türkiye'deki en değerli on marka ile en değerli dünya markaları kıyaslandığında Türk firmalarının marka değerlerinin oldukça gerilerde kaldığı gözlenmektedir. Bununla birlikte maddi olmayan varlıkların öneminin gün geçtikçe daha fazla dikkate alınması, marka değerini belirlemeye yönelik çalışmaların artmaya başlamasına yol açmıştır.

Marka değerlendirme ile ilgili olarak farklı sınıflandırmalar olmakla birlikte bu çalışmada marka değerlendirme yöntemleri üç başlık altında sınıflandırılacaktır;

- Finansal Yöntemler
- Tüketici Davranışına Dayalı Yöntemler
- Karma Yöntemler

## 2. MARKA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

**Finansal Marka Değerleme Yöntemi**'ni Maliyet Temelli, Piyasa Temelli, Gelir Temelli marka değerlendirme olmak üzere üç ana başlıkta toplayabiliriz. Seethraman'a (2001) göre maliyet temelli marka değerlemede markanın geçmişten günümüze kadar katlanılması gereken maliyetlerin tümünü dikkate alınmaktadır. Maliyet Temelli Marka Değerleme, Tarihi Maliyet Yöntemi ve Yerine Koyma Maliyet Yöntemi olarak iki yaklaşıma sahiptir.

Marka değerinin piyasa temelli hesaplama yöntemi, markanın faaliyette bulunduğu piyasada eşdeğer özelliklerde ve değeri hesaplanmış diğer markalarla benchmarking yapılmasına dayalı bir yöntemdir. Fakat markalar sıklıkla alım-satım konu olmadığından aynı sektörde benzer özelliklerde kıyaslamaya tabi tutulacak bir işlem bulmak çoğu zaman olası olmamaktadır (Başçı, 2009, 57-58). Simon ve Sullivan (1993) yönteminde ise markanın sermaye piyasalarında faaliyette bulunduğu varsayımı altında markanın gerçek değerinin sermaye piyasalarında ortaya çıkacağını savunulmaktadır.

**Tüketici Temelli Marka Değerleme Yöntemi**'ne Aaker (1991) ve Keller'in (1993) çalışmaları öncülük etmekte olup tüketicilerin markaları algılama şekilleri anket veya gözlem gibi yöntemlerle analiz edilmekte ve marka değeri belirlenmeye çalışılmaktadır. Diğer bir ifadeyle bu yaklaşımda markanın değerinin aslında tüketicinin zihnindeki "algısal değeri" olduğu kabul edilmektedir.

Keller, tüketici temelli marka değerini Aaker'den (1991) farklı şekilde ele almıştır. Keller'e göre marka değeri marka bilgisi ile doğrudan ilgili olmakla birlikte marka farkındalığı ve marka imajı olmak üzere iki boyutu bulunmaktadır. Aaker (1991)'e göre ise marka değerinin marka çağrışımları, marka farkındalığı, algılanan kalite, marka bağlılığı ve markaya ait diğer varlıklar olmak üzere 5 boyutu bulunmakta ve marka değeri bu boyutlara göre modellenmektedir (Korkmaz, 2017, s.12-13).

**Karma Yöntemler** ise Tüketici temelli marka değerlendirme ve finansal temelli marka değerlendirme yöntemlerinin eksikliklerini gidermek için popüler bazı danışmanlık firmaları tarafından kullanılan yöntemlerdir. BrandFinance ve Interbrand bunlardan en çok kabul görmüş olanları olup bu marka değerlendirme yöntemleri adı isimlerini ilgili danışmanlık firmalarından almaktadır. Bu yöntemlerdeki en büyük handikap marka değerlendirme yönteminin en kilit kısımlarının nasıl hesaplandığıyla ilgili halka açık bir bilginin bulunmamasıdır.

### 3. EKONOMİK KATMA DEĞER (EVA)

Ekonomik Katma Değer (EVA) muhasebedeki "artık gelir" kavramıyla uyumlu olarak ilk defa Stern Stewart danışmanlık firması tarafından ortaya atılan bir değer temelli performans ölçüm yöntemidir. Değer temelli performans ölçümü, sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelere paralel olarak muhasebe verilerine dayalı performans ölçütlerinin birtakım yetersizliklerinden ötürü gün geçtikçe önem kazanmaktadır. Bu gelişmelerle birlikte işletmelerin temel amacı olan kar maksimizasyonu yerini hissedar değeri maksimizasyonuna bırakmıştır. Firmaların hissedar değeri odaklı yaklaşımı benimsemelerinde birçok faktör önemli rol oynamaktadır. Bunlar; firma yöneticilerinin hissedar değeri yaklaşımını benimsemesi, firmadaki tüm sistemlerin hissedar değeri yaratma sürecine uygun hale getirilmesi ve firmanın kısa ve uzun vadeli planlarının doğru bir şekilde ve bütçeye uygun olarak yürütülmesini sağlamak olarak sayılabilir. Hissedarların değerinde ortaya çıkabilecek bir artış ancak yatırılan sermayenin getirisinin sermaye maliyetinin üzerinde olduğu durumda gerçekleşmektedir. Halka açık bir firma için hissedar değerinde meydana gelebilecek artışlar önemli bir başarı kriteridir (Sakarya, 2008).

EVA literatürde en yaygın olarak şu şekilde hesaplanmaktadır (Damodaran, 2002: 864; Rakshit, 2006:41);

$$EVA = VSNFK - (AOSM * \text{Yatırılan Sermaye})$$

$$EVA = (\text{Yatırılan Sermayenin Getirisi} - AOSM) \times \text{Yatırılan Sermaye}$$

Yukarıdaki iki eşitlikte VSNFK, vergi sonrası net faaliyet karını AOSM ise, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ifade etmektedir. Bu işlemin sonucunda eğer EVA pozitif bir değer olarak hesaplanmışsa firmanın yatırımcılarına hissedar değeri sağladığı söylenebilir. Daha fazla ekonomik katma değer elde edebilmek için firmaların sermaye miktarlarını yükseltmeden mevcut sermayeleri üzerinden daha yüksek miktarda faaliyet karı elde etmeleri, eğer sermaye maliyetinden daha düşük oranda getiri elde edeceklerse de bu alanlardaki sermaye kullanımlarının minimum düzeyde tutmaları gerekmektedir.

### 4. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Yabancı ülkeleri esas alan çalışmalarda genel olarak marka değeri ile piyasa değeri ve pay senedi getirileri arasında pozitif yönlü ilişki olduğu ortaya konulmuştur. Barth, Clement, vd. (1998) marka değerlendirme verisi olarak Interbrand ve Financial World değerlerini kullandıkları

çalışmada marka değerinin pay senedi fiyatlarını pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Mortanges ve Riel (2003) yaptıkları çalışmada marka değeri ile pay senedi getirisi arasındaki ilişkiye bakmışlar ve marka değerinin firmanın piyasa değeri üzerinde önemli derecede etkili olduğunu bulmuşlardır. Madden, Fehle ve Fournier (2006) yaptıkları çalışmada marka değeri ile PD/DD ve pay senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişler ve daha yüksek marka değeri elde eden firmaların hissedar değerlerinin de yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Gerzama, Lebar, ve Rivers (2009) çalışmalarında marka değerinin firmanın değerini doğrudan etkileyebilmesi koşulunu, ancak marka değerinde ortaya çıkan artışların hissedarların, firmanın riskinin azalacağı dolayısıyla gelecekte elde edilebilecek katma değer oranının artacağı beklentisinde olmalarına bağlamışlardır. Hsu vd. (2013) marka değeri ile pay senedi getirileri arasındaki ilişkiyi araştırdıkları çalışmalarında marka değerindeki artışın pay senedi getirileri üzerinde olumlu etkide bulunduğu sonucunu elde etmişlerdir.

Araştırma konusuyla ilgili olarak Türkiye’de yapılan çalışmalar ise şu şekilde özetlenebilir. Göker (2014) çalışmasında, BrandFinance verilerini kullanarak 2010-2013 örnekleme için marka değerinin, hissedar değeri göstergesi olarak kullanılan Ekonomik Katma Değer ve (EVA) ve Piyasa Katma Değeri (MVA) değişkenlerini pozitif yönde etkilediğini tespit etmiştir. Ünlü ve Yağlı (2016) yaptıkları çalışmada, 2011-2015 dönemi için panel veri analizi yöntemi kullanarak Borsa İstanbul’a kote olmuş firmaların kurumsal yönetim notları ile marka değerleri arasındaki ilişkiyi incelemişler ve araştırma sonucunda kurumsal yönetim notlarının firmaların marka değerleri üzerinde istatistiksel olarak herhangi bir etkide bulunmadığı sonucunu elde etmişlerdir. Uygurtürk, Uygurtürk ve Korkmaz (2017) Borsa İstanbul’da işlem gören seramik sektörü firmaları için yaptıkları çalışmada firmaların marka değerlerini Hirose Yöntemi’ne göre hesaplayarak yöntemin uygulanması konusunda literatüre katkı sağlamışlardır. Alper ve Aydoğan (2017), 2009-2016 örneklem dönemi için BIST Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Sektöründe işlem gören 17 firmanın finansal performansları ile marka değerleri arasındaki ilişkiyi Sistem GMM panel veri yöntemi kullanarak incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda ise marka değerinde meydana gelen bir artışın firmanın finansal performansını da artırdığını tespit etmişlerdir. Şenol, Koç ve Ünlü (2019), marka değeri ile firma değeri arasındaki ilişkiyi, Borsa İstanbul’a kote olmuş firmalar için 2009-2016 örneklem döneminde Panel VAR yöntemiyle araştırmışlardır. Araştırmanın sonucunda, marka değerinin firma değerinin nedeni olduğu, marka değeri ile firma değeri arasında ise zayıf bir ilişkinin var olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

## 5. VERİ YAPISI VE YÖNTEM

Bu çalışmanın temel amacı Borsa İstanbul’da işlem gören Metal Ana sanayi firmalarının marka değerlerini finansal açıdan hesaplayarak bu firmaların hissedar değeri yaratıp yaratmadıklarını tespit etmektir. Bu çalışmada, firmaların marka değerleri ve hissedar değerleri aynı anda yorumlanarak literatürde bu alandaki boşluğun doldurulması üzerine motive olmuştur. Çalışmanın Türkiye’de yapılan çalışmalardan farkı, marka değerinin hazır veriler kullanarak değil Borsa İstanbul’da işlem gören firmaların verilerinin kullanılarak hesaplanması ve aynı firmaların hissedar değerleriyle karşılaştırma yapması açısından literatüre katkı sağlamasıdır. Analiz kapsamına 2018 yılında Borsa İstanbul’da Metal Ana Sanayi sektöründe faaliyet gösteren veri yapısı uygun 13 firma (BRSAN, BURCE, BURVA, CELHA, CEMAS, CEMTAS, DMSAS, DOKTA, EREGL, KRDMR, OZBAL, SARKY, TUCLK) dahil edilmiştir.

Çalışmada marka değeri hesaplama yöntemlerinden “Hirose Yöntemi” kullanılmıştır. Hirose Yöntemi, marka değerini firmaların mali tablolarındaki muhasebe verilerini kullanarak objektif bir şekilde hesaplayan ve literatürde sıklıkla kullanılan bir marka değerlendirme yöntemidir. Hirose Yöntemi’ne göre marka değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Hiroshi, 2012:158; Başçı, 2009:109-115);

Marka Değeri = f (Prestij Değişkeni, Sadakat Değişkeni, Genişleme Değişkeni, rf)

$$MD = \frac{PD \times S \times D \times G}{rf} \quad (1)$$

Prestij Değişkeni markadan sağlanan yüksek fiyat avantajını ölçmek amacıyla kullanılmaktadır. Prestij değişkeni aynı zamanda markadan sağlanan fiyat avantajının nakit akımını ifade etmektedir. Prestij değişkenini şu şekilde hesaplamak mümkündür;

$$\frac{1}{5} \sum_{i=-4}^0 \left\{ \left( \frac{S_i}{SMM_i} - \frac{S_i^*}{SMM_i^*} \right) \times \frac{RPG_i}{FG_i} \right\} \times SMM_0 \quad (2)$$

Burada;

PD : Prestij Değişkeni

S : Satışlar

SMM : Satılan Malın Maliyeti

S\* : Karşılaştırılan firmanın Satışları

SMM\* : Karşılaştırılan firmanın Satılan Malın Maliyeti

RPG : Reklam ve Promosyon Gideri

FG : Faaliyet Giderleri

Prestij değişkenini hesaplarken “S\* ve SMM\*” verileri bazında sektör içindeki benchmark yapılabilecek firmaların yıllar itibariyle belirlenmesi gerekmektedir. Bu anlamda kıyaslama yapabilmek için sektörün her bir yıl için en düşük Satışlar/Satılan Malın Maliyeti verileri kullanılmıştır. Benchmark firmaları yıllar itibariyle şu şekilde tespit edilmiştir; 2014 yılı için SARKY (1,0375), 2015 yılı için SARKY (1,0481), 2016 yılı için SARKY (1,0380), 2017 yılı için DMSAS (0,9174), 2018 yılı için SARKY (1,0490). Bununla birlikte formülde yer alan Reklam ve Promosyon Giderlerinin çoğu firma için bağımsız denetim raporlarında bu isimde yer almadığı gözlenmiştir. Bu sebeple Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri Reklam ve Promosyon Giderleri yerine veri olarak kullanılmıştır. Ayrıca Prestij Değişkeni hesaplanırken SARKY ve DMSAS’ın benchmark firmaları olmaları nedeniyle hesaplama sonuçlarının yanıltıcı olmaması için adı geçen firmaların marka değerleri bulgular kısmında sunulmayacaktır.

Sadakat değişkeni, markaya sadık müşterilere istikrarlı bir şekilde satış yapılabilmesini ifade etmekte olup Satılan Malın Maliyetinin yıllar itibariyle sürdürülebilirliğini göstermektedir. Sadakat değişkeni şu şekilde hesaplanır;

$$SD = \frac{\mu_c - \sigma_c}{\sigma_c} \quad (3)$$

Burada;

$\mu_c$ : SMM'nin 5 yıllık ortalaması

$\sigma_c$ : SMM'nin standart sapması

Hirose Modeli'ndeki son değişken ise genişleme değişkenidir. Genişleme değişkeni hesaplanırken firmaların gelir tablolarında ve bağımsız denetim raporlarında Diğer

Faaliyetlerden Gelir ve Karlar verisi bulunmadığından yalnızca Yurt Dışı Satışlar verisi hesaplamaya dahil edilmiştir.

$$GD = \frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left\{ \frac{YDS_i - YDS_{i-1}}{YDS_{i-1}} + 1 \right\} \quad (4)$$

YDS: Yurt Dışı Satışlar

Ekonomik Katma Değer (EVA) ise daha önce belirtildiği gibi aşağıdaki gibi hesaplanmıştır (Damodaran, 2002: 864; Rakshit, 2006:41);

$$EVA = VSNFK - (AOSM * \text{Yatırılan Sermaye}) \quad (5)$$

VSNFK rakamını elde etmek için bilanço verilerinde bazı düzenlemeler yapmak gerekir. Şöyle ki, Vergi sonrası net kara, ertelenen vergilerdeki artış, LIFO rezervlerindeki artış, şerhliye amortismanı artışı, şüpheli ticari alacak karşılığındaki artış ve aktifleştirilmiş Ar-Ge giderlerindeki artış eklenmiş ve “*Düzeltilmiş vergi sonrası net kar*” rakamı bulunmuştur. Faiz giderleri ve finansal kiralama faiz gideri rakamları eklenerek “*düzeltilmiş faiz giderine*” ulaşılmıştır. Bu rakamdan faiz gideri düşülerek “*vergi sonrası faiz gideri*” bulunmuştur. Daha sonra ise düzeltilmiş vergi sonrası net kar ve vergi sonrası faiz gideri rakamları toplanıp, “*Vergi sonrası net faaliyet karı*” rakamı elde edilmiştir. Yatırılan sermayeyi hesaplamak için ise, öncelikle yatırılan sermayenin defter değerini hesaplamak gerekmektedir. Yatırılan sermayenin defter değeri toplam varlıklardan faiz yükümlülüğü gerektirmeyen borçların çıkartılmasıyla bulunmuştur. Elde edilen rakama ise LIFO rezervleri, şüpheli ticari alacak karşılığındaki artış ve aktifleştirilen harcamalar (Ar-Ge vb.) ve bilanço dışı kalemlerle ilgili düzeltmeler eklenerek “*Yatırılan Sermaye*” tespit edilmiştir (Bacidore vd., 1997).

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken borçlanma maliyeti her bir firma için ayrı ayrı Kamuyu Aydınlatma Platformunda yayınlanan 2018 yılı bağımsız denetim raporlarından elde edilmiştir. Borcun ağırlığı için ise bilanço verilerinden sağlanmıştır. Özsermaye maliyeti ( $k_e$ ) ise CAPM’in (finansal varlıklar fiyatlama modeli) standart formuna  $[[k_e = r_f + \beta(r_m - r_f)]]$  göre hesaplanmıştır. Burada piyasanın getirisi ( $r_m$ ) olarak BIST 100 endeksinin getirisi kullanılmıştır. Risksiz faiz oranı ( $r_f$ ) olarak, gösterge niteliğinde olması ve işlem hacminin yüksekliğinden dolayı “*Gösterge Tahvil*” verisinin kullanılması tercih edilmiştir. Eşitlikteki beta katsayısı ( $\beta$ ) ise her bir firma için, o firmanın pay senedi fiyatı ile pazarı ( $m$ ) temsil ettiğini varsaydığımız BIST 100 endeksi arasındaki kovaryans ( $\sigma_{im}$ ) BIST 100 Endeksi’nin varyansına bölünerek hesaplanmıştır ( $\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$ ).

Bilanço verileri, firmaların bağımsız denetimden geçmiş 12 aylık bilançoları olup Kamuyu Aydınlatma Platformu resmi internet sitesinden ([www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr)), Piyasa getirisi ( $r_m$ ) olarak kullanılan BIST 100 endeksinin getiri verileri Borsa İstanbul resmi internet sitesinden ([www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com)), Risksiz faiz oranı ( $r_f$ ) olarak kullanılan Gösterge Tahvil verisi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası resmi internet sitesinden ([www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)) sağlanmıştır. Piyasa değerleri hesaplanırken firmaların halka açıklık oranları dikkate alınmış olup dolaşımda bulunan pay senedi sayısı verileri bağımsız denetim raporlarından, pay senedi fiyat verileri için ise Borsa İstanbul resmi internet sitesinden yararlanılmıştır.



## 6. BULGULAR

Aşağıdaki tabloda 2018 yılına ait Metal Ana Sanayi firmalarının Hirose Yöntemi'ne göre hesaplanmış marka değerleri sunulmuştur.

**Tablo 4. Firmaların Marka Değerlerinin Hesaplanmasında Kullanılan Veriler**

Firmalar	Prestij Değişkeni	Sadakat Değişkeni	Genişleme Değişkeni	Piyasa Değerleri	Marka Değeri
BRSAN	8.128.819	0,5569	1,9807	219.513.325	50.460.852
BURCE	234.109	0,8181	2,3159	13.084.608	2.496.191
BURVA	191.243	0,4883	1,3272	5.948.602	697.604
CELHA	1.096.258	0,7166	1,6166	22.125.258	7.147.455
CEMAS	46.761	0,8618	1,6990	19.532.000	385.337
CEMTAS	3.078.074	0,5890	1,5739	259.527.967	1.606.060
DOKTA	5.947.370	0,8164	1,0971	19.135.482	29.979.483
EREGL	606.664	0,6946	2,1590	11.353.502	5.120.270
KRDMR	51.733.165	0,6858	0,4641	1.700.892.684	92.668.695
OZBAL	80.877	0,7953	4,6648	12.715.297	1.688.551
TUCLK	7.426.650	0,6777	1,1572	37.275.000	32.782.891

Tablo 4'de Metal Ana Sanayi sektöründe yer alan firmaların 2018 yılına ait TL cinsinden marka değerleri verilmiştir. SARKY ve DMSAS firmaları benchmark olarak kullanıldıkları için marka değerleri hesaplanmamıştır. En yüksek marka değerine sahip firmaların KRDMR (92.668.695 TL) ve BRSAN (50.460.852 TL) olduğu en düşük marka değerine sahip firmaların ise CEMAS (385.337 TL) ve BURVA (697.604 TL) olduğu görülmektedir. KRDMR ve BRSAN firmalarının yüksek marka değerine sahip olmalarının en büyük nedeni ise Prestij Değişkeninin diğer firmalardan oldukça yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. Yalnızca DOKTA firmasının marka değerinin piyasa değerinden daha yüksek olması ise göze çarpmaktadır. Bununla birlikte piyasa değerleriyle karşılaştırma yapılırken, piyasa değerlerinin hesaplandığı andaki piyasa koşullarının ortaya konulan sonucun çıkmasına neden olabileceğinin de göz ardı edilmemesi gerekir.

**Tablo 5. Firmaların EVA ve Marka Değerlerinin Karşılaştırılması**

Firmalar	ROIC	AOSM	Yatırılan Sermaye (TL)	Piyasa Değeri (TL)	EVA (TL)	Marka Değeri(TL)
BRSAN	0,0631	0,0499	6.028.536.787	219.513.325	79.664.356	50.460.852
BURCE	0,0625	0,2166	68.091.711	13.084.608	-10.494.255	2.496.191
BURVA	0,1586	0,2169	10.095.418	5.948.602	-588.346	697.604
CELHA	0,3708	0,2502	66.074.396	22.125.258	7.966.540	7.147.455
CEMAS	0,0068	0,173	160.573.582	19.532.000	-26.700.306	385.337
CEMTAS	0,3245	0,1705	459.209.469	259.527.967	70.748.596	1.606.060

<b>DOKTA</b>	0,1477	0,2082	1.038.272.249	19.135.482	-62.866.096	29.979.483
<b>EREGL</b>	0,1725	0,1654	35.332.899	11.353.502	250.794	5.120.270
<b>KRDMR</b>	0,1671	0,1560	7.619.933.716	1.700.892.684	84.948.789	92.668.695
<b>OZBAL</b>	0,4016	0,1601	3.427.954	12.715.297	827.892	1.688.551
<b>TUCLK</b>	0,1101	0,1260	158.153.826	37.275.000	-2.525.343	32.782.891

Tablo 5 incelendiğinde en yüksek marka değerine sahip olan iki firmanın (KRDMR ve BRSAN) hissedarlarına en yüksek katma değeri sağladığı görülmektedir. EVA (Ekonomik Katma Değer) ve Marka Değeri sütunları birlikte değerlendirildiğinde genel olarak marka değeri yüksek olan firmaların ekonomik katma değerlerinin de yüksek olduğu görülmektedir. Marka değeri açısından firmaların sıralaması ile Ekonomik katma değer açısından firmaların sıralaması büyük ölçüde paralellik göstermektedir.

TUCLK ve DOKTA firmaları yüksek marka değerine sahip olmakla birlikte yatırdıkları sermayenin getirisinin (ROIC) sermaye maliyetinin (AOSM) oldukça altında olması nedeniyle hissedar değeri yaratamamışlardır. CEMTAS'ın durumu da dikkat çekici görünmektedir, çünkü marka değeri açısından son sıralarda (9. Sırada) yer almasına rağmen, Ekonomik katma değer açısından KRDMR ve BRSAN'ı takiben 3. sıradadır. Üstelik, ekonomik katma değer ile marka değeri ile bir oran hesaplanırsa ilk iki firma sırasıyla 1,58 ve 0,92 orana sahipken CEMTAS'ın oranı 44'tür. Yani, KRDMR'in 1 TL'lik marka değeri ile 1,58 TL tutarında hissedar değeri yaratırken, CEMTAS'ın 1 TL'lik marka değeri ile 44 TL tutarında hissedar değeri yarattığı söylenebilir. Bu durum, CEMTAS'ın yatırdığı sermayenin getirisinin (ROIC), sermaye maliyetinin (AOSM) yaklaşık iki katı olması ile ilişkilendirilebilir. Metal Ana Sanayi sektöründe yer alan firmalar genel olarak değerlendirildiğinde ise yaklaşık yarısının hissedarlarına değer yaratmadıkları ve sermaye maliyetinin altında bir getiri elde ettikleri söylenebilir.

## 7. SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Küreselleşme süreci nedeniyle ticaretin önündeki engellerin kalkması, rekabet koşullarının artması, tüketimin artması ve tüketici davranışlarının değişimine paralel olarak marka kavramı ve firmaların marka değerleri oldukça önemli bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Bununla birlikte farklı varsayımlar kullanarak pek çok marka değeri hesaplama yöntemi olması, birbirinden farklı marka değerlerini kullanıcıların karşısına çıkarmaktadır. Bu çalışmada, objektif veriler kullanılarak hesaplanması, verilerin firmaların finansal tablolarından elde edilebilmesi gibi nedenlerle firmaların marka değerlerinin hesaplanmasında Hirose Yöntemi'nin kullanılmasına karar verilmiştir.

Finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeler, firmaların hissedarları için değer yaratıp yaratmadıkları, eğer yarattılsa da yaratılan bu değerin doğru ölçülmesini gerekli kılmaktadır. Ayrıca yaşanan tüm bu gelişmelerle birlikte firmaların temel amaçları da değişime uğramış ve firma yöneticileri firmanın elde etmiş olduğu karı maksimize etmek yerine hissedarlarının değerlerini maksimize etmeye yönelmişlerdir. Geleneksel muhasebe ölçütlerinin birtakım yetersizliklerinin bulunmasından dolayı değer temelli finansal performans ölçütlerinin geleneksel ölçütlere göre daha iyi finansal performans ölçümü yaptığını öne süren pek çok çalışma vardır. Fakat birçok değer temelli ölçüt bulunmakta olup bu ölçütlerin hesaplanmasında da farklılıklar vardır. Bu çalışmada literatürde en çok kabul

gören değer temelli ölçüm yöntemi olan Ekonomik Katma Değer (EVA) yöntemi kullanılmıştır.

Çalışmanın sonuçlarına göre yüksek marka değerine sahip firmaların aynı zamanda hissedarlarına yüksek katma değer sağladığı, bazı firmaların yüksek marka değerine sahip olmakla birlikte hissedar değeri yaratamamalarının sebebinin yatırdıkları sermayenin getirisinin sermaye maliyetinin oldukça altında olmasından kaynaklandığı tespit edilmiştir. Diğer taraftan, marka değerine kıyasla oldukça yüksek hissedar değeri yaratmış olan bir firmanın yatırdığı sermayenin getirisinin sermaye maliyetinin iki katı olduğu dikkat çekmiştir. Dolayısıyla bir firmanın marka değeri düşük bile olsa sermaye maliyetinin yeterince üzerinde yatırılan sermaye getirisi sağladığı takdirde hissedar değeri yaratabilmektedir.

Değer temelli yönetim açısından değerlendirildiğinde ise Metal Ana Sanayi sektöründe yer alan firmaların yaklaşık yarısının hissedarlarına değer yaratmadıkları ve sermaye maliyetinin altında bir getiri sağladıkları söylenebilir. Bununla birlikte Türkiye finansal piyasalarının gelişmemiş, yüksek volatilitede ve kırılğan bir yapıda olması, sermaye maliyetinin hesaplanırken karşılaşılan birtakım zorluklar, risksiz faiz oranının yüksekliği, çalışmada farklı zaman aralıklarında ve farklı marka değerlendirme ve değer temelli ölçütlerinin kullanılması durumunda daha farklı sonuçlar elde edilebileceği gerçeği dikkate alındığında araştırma sonuçları daha sağlıklı değerlendirilebilir.

## KAYNAKÇA

- AAKER, D. A. (1991). "Managing Brand Equity: Capitalizing on The Value of a Brand Name". New York, USA: The Free Press, Macmillan, Inc.
- ALPER, D. & ERDOĞAN, E. (2017). "Finansal Bazlı Marka Değerinin Firma Performansı Üzerine Etkisi". International Journal of Academic Value Studies. 3(16): 141-155.
- BACIDORE, J. M., BOQUIST, J.A., MILBOURN, T.T. & THAKOR, A.V. (1997). "The Search for the Best Financial Performance Measure". Financial Analysts Journal, 53(3): 11-20.
- BARTH M., CLEMENT, M., FOSTER, G. & KASZNIK, R. (1998). "Brand Values and Capital Market Valuation". Review of Accounting Studies, 3: 41-68.
- BAŞÇI, S. E. (2009). "Marka Değerinin Tespiti ve İMKB' de Uygulama", Doktora Tezi, Ankara.
- DAMODARAN, A. (2002). "Investment Valuation: Tool and Techniques for Determining The Value of Any Asset, second edition". John Wiley & Sons Inc., New York.
- FARQUHAR, P. H. (1989). "Managing Brand Equity". Marketing Research (1): 24-32.
- GERZAMA, J., LEBAR, E. & RIVERS, A. (2009). "Measuring the Contributions of Brand to Shareholder Value". Journal of Applied Corporate Finance, 21(4): 79-89.
- GÖKER, İ.E.K. (2014). "Finansal Açından Marka Değerleme ve Marka Değerinin Hissedar Değeri Üzerine Etkisi: BİST'te İşlem Gören Firmalar Üzerine Bir Araştırma". Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Kırıkkale.
- HIROSHI, T. (2012). "The Empirical Analysis via The Corporate Brand Power Evaluation Model. SCIS-ISIS 2012", Kobe, Japan, November 20-24, pp. 157-162.

- HSU, F. J. TSAI, Y. W. & CHEN, M. Y. (2013). "The Impact of Brand Value on Financial Performance". *Advances in Management & Applied Economics*, 3(6): 129-141.
- KAPFERER, J. N. (1994). "Strategic Brand Management", The Free Press, USA.
- KELLER, K. L. (1993). "Conceptualizing, Measuring, and Managing Customer- Based Brand Equity", *Journal of Marketing*, 57(1).
- LINDEMANN, J. (2009). "The Financial Value of Brands". *Brands and Branding* New York: Bloomberg Press.
- MADDEN, T. FEHLE, F. & FOURNIER, S. (2006). "Brands Matter: an Empirical Demonstration of the Creation of Shareholder Value Through Branding". *Journal of the Academy of the Marketing Science*, 34(2): 224-235.
- MORTANGES, C. P., & RIEL, A. V. (2003). "Brand Equity and Shareholder Value". *European Management Journal*, 21(4): 521-527.
- PICKTON, D. & BRODERICK, A. (2005). "Integrated Marketing Communications 2nd Ed.". *Financial Times/Prentice Hall*.
- RAKSHIT D. (2006). "Eva Based Performance Measurement: A Case Study of Dabor India Limited", *Vidsayagar University. Journal Of Commerce*, Vol. 11.
- SAKARYA, Ş. (2008). "Hissedar Değeri ve Hesaplanması Üzerine Bir Uygulama". *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 40: 175-184.
- SEETHARAMAN, A. NADZIR Z.A. B.M. & GUNALAN S. (2001). "A Conceptual Study on Brand Valuation", *The Journal of Product and Brand Management*, 10(4).
- SIMON, C. J. & SULLIVAN, M. W. (1993). "The Measurement and Determinants of Brand Equity: A Financial Approach". *Marketing Science*, 12(1): 28-53.
- ŞENOL, Z., KOÇ, S. & ÜNLÜ, U. (2019). "Marka Değeri ile Firma Değeri Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul Örneği". *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 12(3): 338-350.
- UYGURTÜRK, H., UYGURTÜRK H. & KORKMAZ, T. (2017). "Marka Değerinin Hirose Yöntemi ile Belirlenmesi: BİST'de İşlem Gören Seramik Sektörü Firmaları Üzerine Bir Araştırma". *Sosyal Bilimler Metinleri*, 2: 10-21.
- ÜNLÜ U., & YAĞLI İ. (2016). "Corporate Governance and Brand Value". *European Journal of Business and Management*, 8: 65-73.