



FIRAT ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER DERGİSİ

Journal of Social Sciences

p-ISSN:1300-9702 e-ISSN: 2149-3243



Marka Değeri ve Firma Değeri İlişkisi Üzerine Bir Araştırma: Türkiye Örneği

A Study on the Relationship Between Brand Value and Firm Value: The Case of Turkey

Ecem ARIK¹ ve Aslıhan YAVUZALP MARANGOZ²

¹Arş. Gör. Dr., Toros Üniversitesi, İktisadi, İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Mersin, ecem.ozhan@toros.edu.tr, orcid.org/0000-0003-1528-9460

²Doç. Dr., Toros Üniversitesi, İktisadi, İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi, Uluslararası Finans ve Bankacılık Bölümü, Mersin, aslihan.marangoz@toros.edu.tr, orcid.org/0000-0002-5119-4330

Araştırma Makalesi/Research Article

Makale Bilgisi

Geliş/Received:
20.11.2024
Kabul/Accepted:
16.04.2025

DOI:

10.18069/firatsbed.1588622

Anahtar Kelimeler

Marka değeri, Firma değeri,
Granger nedensellik analizi

ÖZ

Hızla değişen ve gelişen piyasalarda firmaların pazarda güçlü bir konuma sahip olmasını sağlayan birçok faktör bulunmaktadır. Bunlardan biri de marka değeridir. Marka değeri en temel anlamda bir markanın ekonomik ve sosyal anlamdaki toplam değeri olmakla birlikte markanın finansal gücünü gösteren bir değerdir. Dolayısıyla, firmalar yüksek marka değeri yaratmayı arzulamaktadırlar. Firmalar bu şekilde piyasadaki konumunu, rekabet stratejisini, finansal performansını güçlendirmeyi amaçlamaktadırlar. Çünkü yüksek marka değerine sahip firmalar tüketici güveni, farklılaşma, itibar, fiyatlandırma gücü, müşteri sadakati, pazar payını genişletme, yeni piyasalara girebilme, firma değeri artırma ve daha fazla yatırımcıya ulaşma konularında rakiplerine göre daha avantajlı konumdadır. Bu bağlamda bu çalışmada 2019-2023 dönemleri arasında yıllık veriler kullanılarak Türkiye'nin en yüksek marka değerine sahip firmalarının sıralandığı Brand Finance 100 listesinde bulunan ve Borsa İstanbul 100 (BIST 100)'de işlem gören 49 firmanın marka değerleri ile firma değerleri arasındaki ilişki panel Granger nedensellik testi ile incelenmiştir. Analiz sonucunda, marka değerinden firma değerine tek yönlü nedensellik olduğu belirlenmiştir. Bu sonuç, yatırımcıların firmaların marka değerlerini kullanarak firma değerlerini daha iyi öngörebilecekleri anlamına gelmektedir.

ABSTRACT

In rapidly changing and developing markets, there are many factors that help companies to have a strong position in the market. One of these is brand equity. In the most basic sense, brand equity is the total value of a brand in economic and social terms, as well as a value that shows the financial strength of the relevant brand. Therefore, firms aspire to create high brand equity, thereby strengthening their market position, competitive strategy and financial performance. Because firms with high brand equity have an advantage compared to their competitors in terms of consumer trust, differentiation, reputation, pricing power, customer loyalty, expanding market share, entering new markets, increasing firm value and access to more investors. In this context, in this study, the relationship between the brand value and firm value of 49 companies traded in Borsa İstanbul 100 (BIST 100) and included in the Brand Finance 100 list, which ranks the companies with the highest brand value in Turkey, was analyzed using annual data between 2019-2023, using the Panel Granger causality test. The analysis reveals that there is unidirectional causality from brand equity to firm value. This finding shows that investors can better predict firm values by using the brand values of firms.

Atıf/Citation: Arık, E. ve Marangoz, A.Y. (2025). Marka Değeri ve Firma Değeri İlişkisi Üzerine Bir Araştırma: Türkiye Örneği. *Firat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 35, 2, 671-684.

Sorumlu yazar/Corresponding author: Ecem ARIK, ecem.ozhan@toros.edu.tr

1. Giriş

Rekabetin artmasıyla birlikte, tüketicilerin değişen istek ve ihtiyaçları ile ekonomik çevredeki yaşanan hızlı değişimler firmalar için zorlayıcı olmaktadır. Bu bağlamda marka kavramının önemi ortaya çıkmaktadır. Amerikan Pazarlama Derneği (American Marketing Association, AMA) markayı ürün ve hizmetleri tanımlayan isim, sembol ya da tasarım gibi ayırt edici özellik olarak tanımlamaktadır (AMA, 2024). İşletmelere olan faydaları açısından bakıldığında marka kavramı bunlardan çok daha fazlasıdır. Güçlü bir marka olmak, firmaların daha yüksek fiyatlar belirlemelerine olanak tanır, fiyat duyarlılığını düşürür ve ikame edilebilirliği azaltır (Dorfleitner vd., 2019: 2). Marka aynı zamanda tüketiciler ile duygusal bağlar kurarak sadakat yaratmayı ve böylece rekabet avantajı kazanmayı sağlamaktadır.

Marka, firmaların en değerli soyut varlıklarından biri olma özelliği gösterir ve bu nedenle firma yöneticileri tarafından çeşitli stratejilerde yer bulmaktadır. Hem firmalar hem de tüketiciler için çok önemli bir kavram olan marka değeri bu yönüyle de pazarlama çalışmalarında sıkça ele alınmaktadır. Marka değerinin parasal karşılığı ve firma değerine ve performansına olan etkisinden dolayı finans literatüründe de önem kazanmıştır. Firma değeri, bir firmanın sahip olduğu tüm varlıklar ile finansal performansı, kârlılık ve borçluluk durumu, gelecekte elde edeceği nakit akışı, büyüme potansiyeli, şirket gelirleri ve potansiyel yatırım gelirleri gibi birçok faktörün bütünüdür. Firma çevresinde bulunan tüm kesimler firma hakkında bilgi sahibi olmak ister. Dolayısıyla, firma değeri, firma sahiplerinin yanı sıra firmaya yatırım yapacak yatırımcılar, ortaklar, kredi verenler vb. taraflar açısından önem taşır. Ayrıca, finansal yönetimin temel amacının firma değerini en yüksek seviyeye çıkarmak olduğu için firma değerinin tespit edilmesi önem kazanmaktadır. Bir firmanın değerinin tespitinde indirgenmiş nakit akımı yöntemi, piyasa değeri, çarpan yöntemi ve kazanç dayalı yöntemler yaygın olarak kullanılmaktadır (Akgüç, 1988; Önal ve Karadeniz, 2004).

Bir firmanın değerini etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Bunlar; yatırımları, borçluluk durumu, nakit akışları, büyüme oranı, kârlılık oranı, sermaye yapısı gibi finansal performansına ilişkin faktörlerin yanı sıra pazardaki rekabet durumu, pazarlama stratejileri, müşteri sadakati, marka sadakati ve itibar vb. faktörlerdir. Dolayısıyla firmalar, firma değerini arttırmak için finansal performans göstergelerinin iyileştirilmenin yanı sıra markalama faaliyetlerini de yerine getirmelidir.

Bu çalışmanın amacı 2019-2023 dönemleri arasında Brand Finance 100 listesinde bulunan firmaların marka değerleri ile firma değerleri arasındaki nedensellik ilişkisinin araştırılmasıdır. Bu doğrultuda, verilerin sürekliliği de dikkate alınarak Brand Finance 100 listesinde bulunan ve BIST 100'de yer alan 49 firma örneklem olarak seçilmiştir. Çalışmada kullanılan firma değeri verileri firmaların piyasa değerine borçların eklenmesiyle elde edilerek hesaplanmış ve bu verilere Finnet resmi adresinden ulaşılmıştır (Finnet, 2023). Brand Finance resmi adresinde kamuoyuna açık verilerin kısıtlı olması sebebiyle çalışma dönemi olarak örneklem grubunun verilerinin kesintisiz olduğu gözlem aralığı seçilmiştir. Bu durum çalışmanın kısıtını oluşturmaktadır. Çalışmada, seçili firmaların marka değerleri ile firma değerleri arasındaki nedensellik ilişkisi panel Granger nedensellik analizi aracılığıyla araştırılmıştır.

Bu çalışma beş bölümden oluşmaktadır. İlk olarak konuya ilişkin genel bir giriş bulunmaktadır. İkinci olarak, marka değeri ve firma değeri kavramları açıklanmış, marka değeri ile firma değeri arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmalara yer verilmiştir. Üçüncü kısımda veri seti ve yöntem bölümünde çalışmanın verileri ile kullanılan analiz yöntemi açıklanmıştır. Dördüncü kısımda analiz bulguları yorumlanmış, son olarak çalışma sonuçları genel olarak değerlendirilmiştir.

2. Kavramsal Çerçeve

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle bu çalışmada ele alınan marka değeri ve firma değeri kavramları açıklanmış, sonrasında ise marka değeri ile firma değeri arasındaki ilişkilerin incelendiği çalışmalara yer verilmiştir.

2.1. Marka Değeri

Marka değeri, tüketicilerin markaya ithaf ettikleri değere bağlı olan ve markanın finansal performansını yansıtan sayısal bir göstergedir (Fırat ve Badem, 2008: 210). Bir diğer yönü ise markanın yönetim ve hissedarlar için değeridir (Tiwari, 2010: 421). Güçlü bir marka değeri satışları artırır, sadakat yaratır, yatırımcıları çeker ve markanın finansal gücünü artırır.

İşletme tarafından müşterilere sunulan ve bir ürün veya hizmetin değerini artıran veya azaltan, markanın ismi ve sembolüyle ilişkili bir sıra varlık ve yükümlülük olarak tanımlanan marka değeri, yönetim için önem arz eden araçtır ve kurumsal performansın ve riskin değerlendirilmesinde bir gösterge olarak kullanılabilir (Hsu vd., 2013: 130).

Marka değeri finansal bazlı ve tüketici bazlı olmak üzere iki grupta incelenmektedir. Finansal bazlı marka değerinin boyutları; indirgenmiş nakit akışı, piyasa çarpanı, gelir yaklaşımı ve maliyet yaklaşımı yöntemidir. Tüketici bazlı marka değerinin birleşenleri ise marka çağrışımları, marka farkındalığı, imaj, algılanan kalite ve marka sadakati olarak belirtilmektedir (Aaker, 1991: 17).

Parment (2008), marka değerini duygusal ve rasyonel değer olarak iki farklı sınıfa ayırmıştır. Parment (2008)'a göre marka değeri tüketiciler için duygusal; müşteriler için rasyonel değer yaratırken bu iki grubun operasyonel etkinliğini de göstermektedir.

Upshaw (1995), marka değerini soyut algılar ile finansal olarak ölçülebilen ve hesaplanabilen somut faydalar olarak tanımlamaktadır. Marka değeri bileşenlerini finansal değer, fiyat, gelir, kredi, borçlanma yeteneği gibi fiziksel değerleri ile performans, bilinirlik, konumlandırma gibi kimlik değerleri olarak ifade etmiştir.

2.2. Firma Değeri

Firma değeri; firmaların yaptığı yatırımlar, mevcut varlıkları, teknolojisi, organizasyon yapısı ile gelecekte elde etmesi beklenen nakit akışlarının bir bütünüdür. Firmaların kullandığı varlıklar nakit yaratma amacı taşıdığından, beklenen nakit akışlarının tahmin edilmesi firma değerinin tespitinde belirleyicidir. Bu noktada, firmaların hisse senetlerinin değerini yansıtan piyasa değerleri, firmaların belirli bir orandan indirgenen nakit akımlarının bugünkü değerine bağlıdır. Sonuç olarak, firmaların hisse senetlerinin piyasa değerine borçlarının eklenmesiyle firma değeri elde edilmektedir (Kayalı vd., 2008: 68).

Firma sahipleri, yöneticiler, firma çalışanları, yatırımcılar, borç verenler vb. firma çevresinde yer alan tüm taraflar firmaya ilişkin bilgi sahibi olmak isterler. Bununla birlikte, firmaların alacağı finansal kararlar ile çeşitli yatırımlarının (Ar-Ge, pazarlama, üretim vb.) firma değeri üzerinde etkisi bulunmaktadır (Birgili ve Düzer, 2010: 75). Günümüzde finans yöneticilerinin yürütmüş olduğu finansal yönetim politikaları, finansman sağlama ve temettü yönetiminin yanı sıra optimal risk ve beklenen getiri dengesinde firma değerini en yüksek seviyeye çıkaracak yatırım politikalarını içermektedir. Bu kararların sonucunda firmaların finansal göstergeleri (cari oran, nakit oran, kârlılık oranı vb.) analiz edilerek alınan kararlar değerlendirilmektedir. Firma değeri ise bu kararlarının sonucunda dikkate alınan önemli göstergelerden biridir. Dolayısıyla, firma değerinin belirlenmesi hem firma değeri maksimizasyonu olarak ifade edilen firma değerinin temel amacı için hem de firmaya ilişkin bilgi sahibi olma amacı taşıyan tüm kesimler için önemlidir (Akgüç, 1988: 488).

Firma değerinin doğru belirlenmesi, firmanın piyasa değerinin firmanın gerçek değerini ne derece yansıttığı açısından gereklidir. Dolayısıyla, firmanın bir bütün olarak değerinin belirlenmesi değerlendirme faaliyetlerini oluşturmaktadır. Firma değerinin belirlenmesinde birçok yaklaşım bulunmaktadır. Bunlar; belirli bir sermaye oranından indirgenmiş nakit akışı yöntemi, piyasa değeri, çarpan yaklaşımı ve kazanca dayalı değerlendirme olarak sıralanabilir. İndirgenmiş nakit akımı yönteminde, firmanın gelecekteki nakit akışları belirli bir sermaye oranından bugüne indirgenerek hesaplama yapılırken piyasa değeri yönteminde halka açık firmaların toplam pay sayısı ile pay fiyatı çarpılarak değer tespit edilir. Çarpan yönteminde ise fiyat/kazanç, defter değeri gibi çeşitli sektör çarpanları veya finansal göstergeler kullanılarak hesaplama yapılır. Kazanca dayalı yöntemde ise firmanın yıllık gelirleri belirli bir çarpan üzerinden hesaplanarak elde edilir. (Önal ve Karadeniz, 2004: 140).

2.3. Literatür Taraması

Çalışmanın bu bölümünde marka değeri ile firma değeri arasındaki ilişkilerin incelendiği çalışmalar çeşitli sınıflandırma yapılarak özetlenmiştir.

İşletmelerin marka değerleri ile firma değerleri arasındaki ilişkinin incelendiği birçok çalışma mevcuttur. Marka değerinin firmaların finansal performansları üzerindeki etkisinin incelendiği uluslararası çalışmalar; Yeung ve Ramasamy (2008), çalışmalarında Business Week 100 listesinde yer alan yüksek marka değerine sahip seçili firmaların marka değerleri ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi panel regresyon analiziyle araştırmışlardır. Çalışmadan elde edilen bulgular, marka değerinin firmaların kârlılık ve diğer finansal oranlar üzerinde pozitif etkisi olduğuna ulaşılmıştır.

Morgan vd. (2009), çalışmalarında Amerikan Müşteri Memnuniyeti Endeksi ve diğer ikincil kaynaklardan alınan verilerle oluşturdukları marka portföylerinin ilgili firmaların pazarlama ve finansal performansları üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, marka değerlerine göre oluşturulan portföylerin firma değeri ve pazarlama verimlilikleri üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu elde edilmiştir.

Bank vd. (2020), Brand Finance 100 listesinde sıralanan marka değeri yüksek ve marka değeri düşük firmalardan oluşturulan portföylerin performansını test etmişlerdir. Analiz kapsamında portföy değerlendirme yöntemleri olarak Sharpe (1964) CAPM ve 3 faktör modeli kullanılmıştır. Çalışma sonucunda piyasa değeri ve eşit ağırlıklandırma yöntemleri kullanılarak oluşturulan her iki portföy için ortalama getirilerde anlamlı bir fark olmadığı ancak regresyon analizine dayalı bulguların marka değeri yüksek portföyünün hissedarlara anormal getiriler sağladığını göstermiştir.

Kumar vd. (2020), çalışmalarında Interbrand 100 listesinde yer alan seçili firmaların marka değerlerinin firmaların finansal performansı üzerindeki etkisini panel veri analiziyle test etmişlerdir. Panel regresyon analizi sonucunda, marka değeri ile marka değeri için yapılan pazarlama yatırımlarının ilgili firmaların finansal performansları üzerinde anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Mousa vd. (2021), çalışmalarında Financial Times Borsası'nda belirli kriterlere göre seçilmiş firmalarının marka değerleri ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi temsilci maliyetleri aracı değişkeniyle panel regresyon modeliyle analiz etmişlerdir. Panel regresyon sonuçları, marka değerlerinin pay getirileri ve temsilci maliyetleri üstünde önemli etkisi olduğu bulunmuştur.

Liu vd. (2022), çalışmalarında World Brand Lab listesinde yer alan ve hisse senetleri Çin borsasında işlem gören seçili firmaların marka değerlerinin hisse senetleri üzerindeki etkisini panel regresyon modeliyle araştırmışlardır. Çalışma sonucunda, marka değerlerinin ilgili firmaların hisse senetleri üzerinde önemli bir etkisi olduğu belirlenmiştir.

Bhaskaran vd. (2023), Interbrand 100 listesinde bulunan seçili firmaların marka değerleri ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi Bulanık Küme Nitel Karşılaştırmalı analiziyle incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, marka değerlerinin firmaların kârlılık oranları üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu bulunmuştur.

Zhang ve Liu (2023), çalışmalarında En Değerli 500 Çin Markası listesinde yer alan belli kriterlere göre seçilmiş firmaların marka değeri ve finansal performans ile kurumsal sorumluluk arasındaki ilişkiyi panel veri analiziyle araştırmışlardır. Çalışma sonucunda, tüm değişkenler arasında pozitif korelasyon olduğu ve ek olarak kurumsal sosyal sorumluluğun firma değeri ve marka değeri üzerinde önemli etkisi bulunmuştur.

Marka değerinin firma değeri üzerindeki etkisinin incelendiği uluslararası çalışmalar;

Krasnikov vd. (2009), çalışmalarında Standard & Poor's Compustat ve Chicago üniversitesi veritabanında bulunan ve içecek, giyim, bilgisayar ve iletişim ekipmanı, ev aletleri, motorlu taşıtlar, hazır gıda ve kozmetik endüstrilerinde yer alan şirketlerin marka değerleri ile firma değerleri ve pay getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışma bulgularından, marka değerinin firma değeri ve pay getirileri üzerinde anlamlı ve pozitif etkisi olduğu belirlenmiştir.

Kirk vd. (2013), çalışmalarında Interbrand 100 tarafından listesinde yer alan firmaların marka değerlerinin firma değerlemesi üzerindeki etkisini kesitsel regresyon modeli ile araştırmışlardır. Çalışmada, marka değerlerindeki değişimlerin piyasa tarafından fiyatlandığı ve firmaların finansal değerlemesinde rol oynadığı sonucuna varılmıştır.

Kevin vd. (2016), çalışmalarında Interbrand 100 listesinde yer alan firmaların hisse senedi performansları üzerinde marka değerinin etkisini incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, marka değerinin yüksek olmasının hisse senedi performansı üzerinde pozitif bir etkisi olduğunu göstermiştir.

Rahman vd. (2019), çalışmalarında Interbrand 100 listesinde yer alan seçili firmaların kurumsal marka değerlerinin firma değeri üzerindeki etkisini panel regresyon yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışmadan elde edilen bulgular, ilgili firmaların marka değerlerinin firma değeri üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu göstermiştir.

Sanchez-Iglesias vd. (2024), çalışmalarında otomotiv sektöründe faaliyet gösteren seçili firmaların kurumsal marka değerleri ile finansal performansları ilişkisini araştırmışlardır. Panel regresyon modeli sonucunda, firmaların marka değerlerinin firma değeri üzerinde etkisi olduğu ve firmaların rekabet avantajı ile müşteri satın alımları üzerinde önemli etkisi olduğu belirlenmiştir.

Marka değerinin firmaların finansal performansları üzerindeki etkisinin araştırıldığı Türkiye konulu çalışmalar; Akbulut ve Paksoy (2007), çalışmalarında seçili firmaların marka değerleri ile finansal performansları

arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmada firmaların mali tablolarından elde edilen finansal verilerden faiz ve vergi öncesi kâr ile marka değeri arasında pozitif ilişki olduğu saptanmıştır.

Alper ve Aydoğan (2019), çalışmalarında BİST Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Sektörü'nde bulunan firmaların marka değerleri ile aktif ve özsermaye kârlılıkları arasındaki ilişkiyi panel regresyon analiziyle incelemişlerdir. Çalışma sonucunda firmaların marka değerleri ile aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı arasında anlamlı ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Ünlü ve Çıtak (2020), çalışmalarında Borsa İstanbul'da yer alan Metal Ana sanayi firmalarının marka değeri ile ekonomik katma değer temelli hissedar değerlerini karşılaştırarak incelemişlerdir. Çalışmada seçili firmaların marka değerleri Hirose yöntemiyle elde edilmiştir. Çalışma sonucunda, marka değeri düşük firmaların hissedarlarına sağladığı katma değer düşük olduğu gözlenmiştir.

Marka değeri ile firma değeri arasındaki ilişkinin araştırıldığı Türkiye konulu çalışmalar incelendiğinde; Akşit (2016), çalışmasında Interbrand 100 listesinde yer alan firmaların marka değerleri ile firma değerleri arasındaki ilişkiyi panel regresyon analiziyle incelemiştir. Çalışma bulguları, firmaların marka değerlerinin firma değerleri üzerinde anlamlı ve pozitif etkisi olduğunu göstermiştir.

Bayrakdaroğlu ve Mirgen (2016), çalışmalarında Brand Finance 100 listesinde yer alan 44 firmanın marka değerlerinin firma getirileri üzerindeki etkisini panel regresyon analizi ile test etmişlerdir. Çalışma bulguları, ilgili firmaların marka değerlerinin firma değeri üzerinde pozitif etkisi bulunduğu saptanmıştır.

Çam vd. (2018), çalışmalarında BİST'de işlem gören otomotiv firmalarının Hirose yöntemiyle elde edilen marka değerleri ile firma değerleri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Panel regresyon analizi sonucunda, Çalışma sonucunda firmaların mali tablo verileri (net satışlar, satılan mal maliyeti vb.) ile marka değerinin firma değeri üzerinde etkisi olduğu belirlenmiştir.

Şenol vd. (2019), çalışmalarında Brand Finance 100 listesinde bulunan 27 firmanın marka değerleri ile firma değerleri arasındaki ilişkiyi panel VAR aracılığıyla test etmişlerdir. Çalışmanın analizinde kullanılan panel Granger nedensellik test sonuçlarına göre marka değerlerinin firma değerlerinin Granger nedenseli olduğu belirlenmiştir.

Günay vd. (2021), çalışmalarında Brand Finance 100 listesinde bulunan bankaların marka değeri ile ekonomik katma değer, piyasa katma değeri ve piyasa değeri arasındaki ilişkileri araştırmışlardır. Panel regresyon modeli sonucunda, ilgili bankaların marka değerleri ile piyasa değeri arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır. Sakalsız ve Çildir (2022), çalışmalarında Brand Finance 100 listesinde sıralanan 37 firmanın marka değerleri ve piyasa değerleri arasındaki ilişkiyi panel nedensellikte araştırmışlardır. Çalışmada kullanılan panel Granger nedensellik analizinden elde edilen bulgular, marka değerinden firma değerine; firma değerinden de marka değerine nedensellik olduğunu göstermiştir.

Konuk vd. (2023), çalışmalarında Türk imalat sanayinde yer alan firmaların marka değerleri ile firma değeri arasındaki ilişkiyi iki aşamalı bir yaklaşımla araştırmışlardır. İlk adımda, seçili firmaların marka değerini elde etmek için finansal tabanlı marka değerlendirme modeli kullanılmış; ikinci adımda ise marka değerinin firma değeri üzerindeki etkisi panel GMM modeliyle incelenmiştir. Analizden elde edilen bulgular, seçili firmaların marka değerlerinin firma değerleri üzerinde pozitif bir etkisi olduğu göstermiştir.

Zengin (2023), çalışmasında BİST Tekstil Giyim Eşyası ve Deri sektöründe faaliyet gösteren 22 adet firmanın marka değerleri ile firma değerleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Panel veri analizi sonucunda, seçili firmaların marka değerleri ile piyasa bazlı firma değerleri arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır.

Literatürdeki çalışmalar incelendiğinde genel olarak marka değerinin firmaların finansal performansları üzerindeki etkisini inceleyen birçok çalışma olduğu gözlenmiştir (Yeung ve Ramasamy, 2008; Akşit, 2016; Bayrakdaroğlu ve Mirgen, 2018; Alper ve Aydoğan, 2019; Kumar vd. 2020; Liu vd., 2022; Zengin, 2023). Ancak marka değerinin doğrudan firma değeri üzerindeki etkisi ve bu değişkenler arasındaki dinamik ilişkilerin incelendiği çalışma sayısının özellikle Türkiye'de sınırlı olduğu belirlenmiştir. Bu doğrultuda, bu çalışmanın alana iki açıdan katkı sunması beklenmektedir. Birincisi, çalışma kapsamında marka değeri ve firma değeri arasındaki nedensellik ilişkisi incelenerek değişkenler arasındaki ilişkiler detaylı bir şekilde açıklanmaya çalışılmıştır. İkincisi, bu çalışmada kullanılan firma sayısı literatürde yer alan çalışmalara kıyasla daha geniş tutularak elde edilen sonuçların geneli temsil etmesi amaçlanmıştır. Bu gerekçelerle çalışmanın literatürdeki bu boşlukları doldurması beklenmektedir.

3. Veri Seti ve Yöntem

3.1. Veri

Çalışmada 2019-2023 yılları arasında yıllık veriler kullanılarak Brand Finance 100 listesinde bulunan ve BIST 100’de yer alan seçili firmaların marka değerleri ile firma değerleri arasındaki ilişki panel Granger nedensellik analiziyle test edilmiştir. Bu kapsamda, analiz dönemi aralığında verilerinin sürekli bulunduğu 49 firma ile çalışmanın analizi yapılmıştır. Brand Finance resmi adresinde kamuoyuna açık verilerin kısıtlı olması sebebiyle çalışma dönemi tüm örneklem grubunun verilerinin kesintisiz olduğu gözlem aralığı gözetilerek belirlenmiştir. Bu durum çalışmanın kısıtını oluşturmaktadır. Çalışmada kullanılan verilere ait bilgiler Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1. Verilerin Tanımlanması

Değişken	Kısaltma	Gözlem Aralığı	Veri Türü	Kaynak
Firma Değeri	FD	2019-2023	Yıllık	Finnet, 2023
Marka Değeri	MD	2019-2023	Yıllık	Brand Finance, 2023

Finans literatüründe firma değeri hesaplamasında çeşitli yöntemler mevcuttur. Firma değeri hesaplanırken yaygın olarak indirgenmiş nakit akımı, çarpan yöntemi veya piyasa değeri gibi çeşitli hesaplama yöntemleri kullanılmaktadır. Bir firmanın piyasa değeri, pay senetleri ile ilgili firmanın pay senetlerinin piyasa değerlerinin çarpımı sonucunda elde edilir. Firmaların piyasa değerine borçların eklenmesi ile firma değeri hesaplanmaktadır. Dolayısıyla, firma değerinin tespiti önem kazanmaktadır. Çünkü bir firmanın piyasa değerine göre düşük ya da yüksek değerlendirildiği ancak firma değerinin belirlenmesi ile mümkün olmaktadır (Akgüç, 1988: 489; Korkmaz ve Dilmaç, 2018: 180; Bakan, 2025: 393). Bu çalışmada firma değerlerine ilişkin verilere Finnet resmi adresinden erişilmiştir (Finnet, 2023).

Lee vd. (2015), markanın değerini gelecekte yaratabileceği potansiyel getiriler ile ilişkilendirmiştir. Bu bağlamda, bir firmanın sahip olduğu marka değerinin bugünkü değeri gelecekte sağlayacağı satışların nakit akışlarıyla doğrudan ilgilidir. Özetle, bir markanın bugünkü değerinin elde edilmesinde finans alanında sıklıkla kullanılan gelecekteki nakit akışlarının belirli bir sermaye oranından bugüne indirgenmesi işlemi yapılmaktadır. Bu değer elde edildikten sonra markalı bir ürünün satışından doğan gelecekteki nakit akışlarının net bugünkü değerini, bu ürüne kıyasla daha az bilinen ürünün satışıyla karşılaştırmaktadır. Böylece, firmanın ortaklarına ve hissedarlarına markanın değeri konusunda fikir verilmektedir. Marka değerlendirme yöntemi olarak mutlak bir formül bulunmamakla birlikte literatürde çeşitli marka değerlendirme yöntemleri bulunmaktadır. Bu çalışmada ise Brand Finance resmi adresinden elde edilen marka değerleri kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan marka değerleri aşağıda sıralanan adımlar kullanılarak marka değerleri elde edilmiştir (Brand Finance, 2023):

- Pazarlama faaliyetleri dikkate alınarak marka gücü hesaplanır.
- Hak bedelinin oranı tespit edilir.
- Firmanın satışlarında marka payının tespiti yapılır.
- Son olarak belirli bir iskonto oranı üzerinden markaya ait nakit akışlarının net bugünkü değeri hesaplanır.

Çalışmada kullanılan firmalara Tablo 2’de yer verilmiştir.

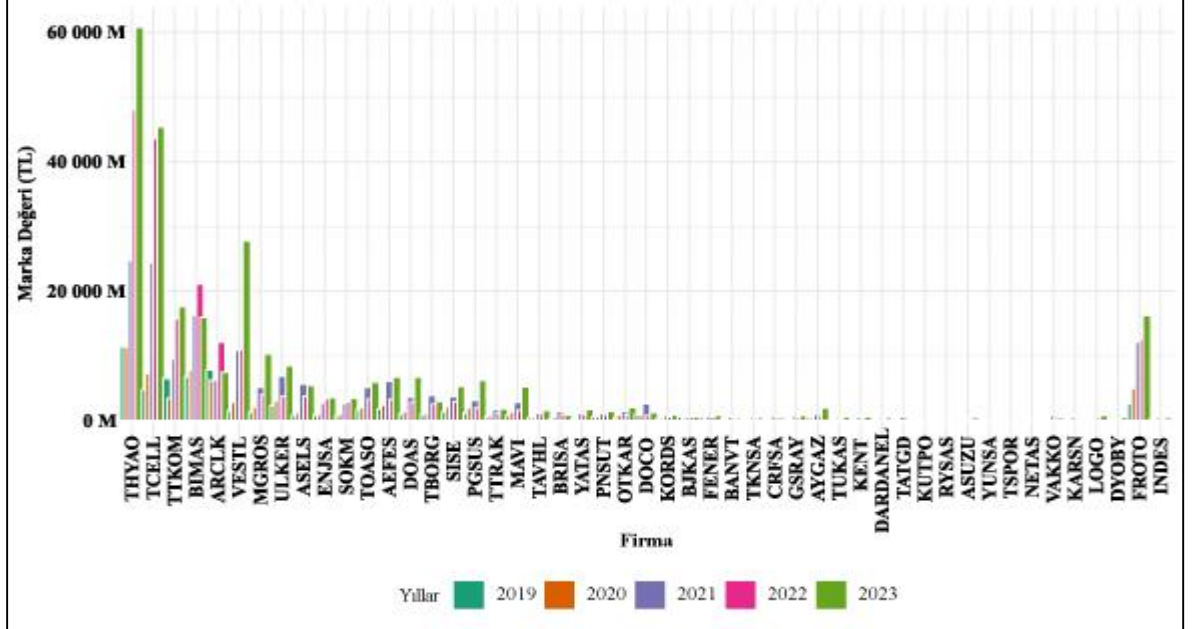
Tablo 2. Çalışma Kapsamında Kullanılan Firmalar

Sıra	Firma Adı	Kısaltması	Sıra	Firma Adı	Kısaltması
1	Türk Hava Yolları A.O.	THYAO	26	Kordsa Teknik Tekstil A.Ş.	KORDS
2	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.	TCELL	27	Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	BJKAS
3	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	TTKOM	28	Fenerbahçe Futbol A.Ş.	FENER
4	BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.	BIMAS	29	Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayi A.Ş.	BANVT
5	Arçelik A.Ş.	ARCLK	30	Tecnosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	TKNSA
6	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	VESTL	31	CarrefourSA Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi	CRFSA
7	Migros Ticaret A.Ş.	MGROS	32	Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş.	GSRAY
8	Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	ULKER	33	Aygaz A.Ş.	AYGAZ
9	Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	ASELS	34	Tukaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	TUKAS
10	Enerjisa Enerji A.Ş.	ENJSA	35	Kent Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	KENT
11	Şok Marketler	SOKM	36	Dardanel Önentaş Gıda Sanayi A.Ş.	DARDANEL
12	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	TOASO	37	Tat Gıda Sanayi A.Ş.	TATGD

13	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.		38	Kütahya Porselen Sanayi A.Ş.	
14	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	AEFES DOAS	39	Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.	KUTPO RYSAS
15	Türk Tuborg Bira ve Malt Sanayi A.Ş.	TBORG	40	Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş.	ASUZU
16	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.	SISE	41	Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret A.Ş.	YUNSA
17	Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	PGSUS	42	Trabzonspor Sportif Yatırım ve Futbol İşletmeciliği Ticaret A.Ş.	TSPOR
18	Türk Traktor ve Ziraat Makineleri A.Ş.	TTRAK	43	Netaş Telekomünikasyon A.Ş.	NETAS
19	Mavi Giyim Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	MAVI	44	Vakko Tekstil ve Hazır Giyim Sanayi İşletmeleri A.Ş.	VAKKO
20	Tav Havalimanları Holding A.Ş.	TAVHL	45	Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş.	KARSN
21	Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	BRISA	46	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	LOGO
22	Yataş Yatak ve Yorgan Sanayi Ticaret A.Ş.	YATAS	47	DYO Boya Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	DYOB
23	Yataş Yatak ve Yorgan Sanayi Ticaret A.Ş.	PNSUT	48	Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.	FROTO
24	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.	OTKAR	49	İndeks Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	İNDES
25	Do & Co AG	DOCO			

Tablo 2’de Brand Finance 100 listesinde bulunan ve BİST 100’de işlem gören kapsamında bulunan ve 2019-2023 dönemleri arasında verilerinin sürekli bulunduğu firmaların listesi verilmiştir. İlgili firmaların faaliyet kapsamı dikkate alındığında; ulaşım, taşımacılık, depolama, iletişim, gıda, perakende, tekstil, elektronik ve otomotiv gibi çeşitli alanlarda faaliyet gösterdikleri gözlenmiştir.

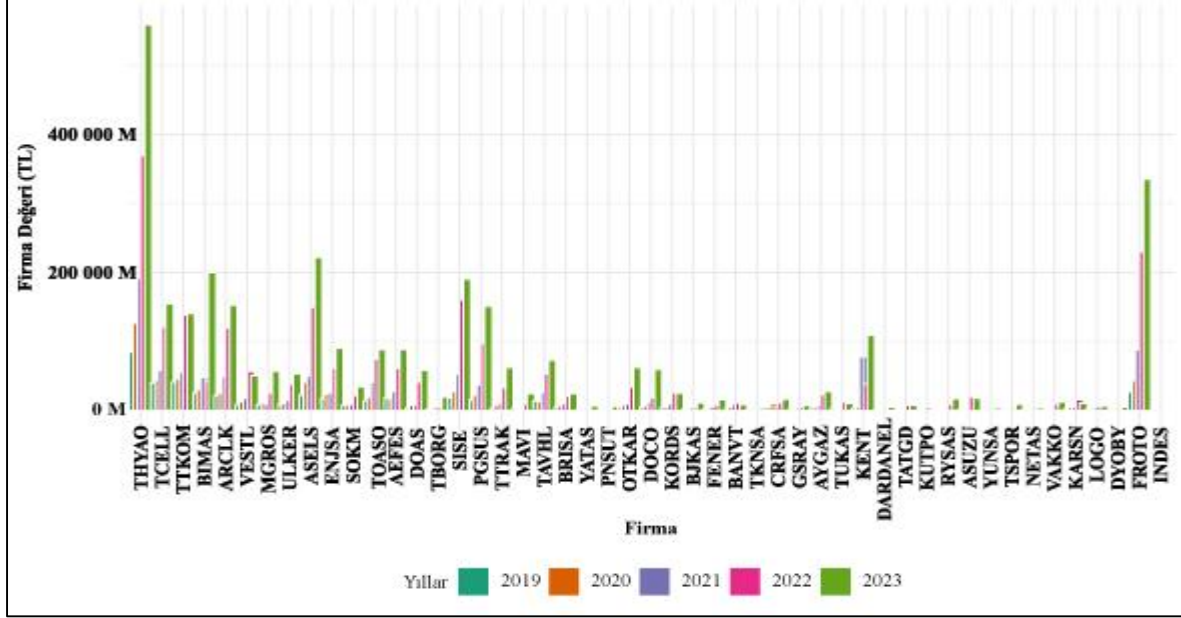
Çalışmada kullanılan firmalara ait elde edilen marka ve firma değeri verileriyle oluşturulan grafikler sırasıyla Şekil 1 ve Şekil 2’de sunulmuştur.



Şekil 1. Firmaların 2019-2023 yılları arasındaki marka değerlerinin seyri

Şekil 1’de yer alan firmaların ilgili dönemlerdeki marka değeri seyri incelendiğinde, THYAO, VESTL ve FROTO firmalarının marka değerlerinin önceki yıllara kıyasla önemli bir yükseliş ivmesi yakaladığı belirlenmiştir. Bu firmaların ilgili dönemlerde piyasa değerlerinin ve yatırımdan sağlanan nakit akışlarının artması marka değerlerinin artmasında etkili olabilir (Investing, 2023). Ayrıca; bu firmaların yapmış oldukları reklam kampanyaları, promosyonlar ve imaj çalışmaları gibi pazarlama faaliyetlerinin marka değerlerinin

artmasında rol oynayabileceği düşünülmektedir. Diğer taraftan; BIMAS ve ARCLK firmalarının marka değerleri 2022 yılına kıyasla 2023 yılında düşüş yaşamıştır. Ancak; genel itibari ile firmaların marka değerlerinin yıllar içerisinde yükseliş eğiliminde olduğu gözlemlenmiştir. Şekil 2’de ise 2019-2023 yılları arasındaki firma değerlerinin seyrine yer verilmiştir.



Şekil 2. Firmaların 2019-2023 yılları arasındaki firma değerlerinin seyrini

Şekil 2’de verilen firmaların ilgili dönemlerdeki firma değeri seyrini incelendiğinde, THYAO, SISE, ASELS ve FROTO firmalarının firma değerlerinin ilgili yıllar içinde yükseliş eğilimi yakaladığı belirlenmiştir. Bir firmanın değerinin artmasında verdiği yatırım kararları (ar-ge, pazarlama, teknoloji vb.), sahip olduğu varlıklar, yönetim ve organizasyon yapısı vb. unsurlar etkili olmaktadır. Buna göre, belirtilen firmaların ilgili tarihler arasında Kamu Aydınlatma Platformu (KAP)’nda yer alan kamuya açık faaliyet raporları ve finansla tabloları incelendiğinde bu firmaların yapmış oldukları yatırımların, ortaklıklarının, finansal göstergelerinin ve kurumsal marka faaliyetlerinin firma değerlerinin artmasında etkili olabileceği düşünülmektedir (<https://www.kap.org.tr/>). KENT Gıda firmasının ise 2022 yılına kıyasla 2021 yılında firma değerinin düştüğü gözlenmiştir. Bu düşüşte, 2022 yılında 2021 yılına göre daha düşük cari oranla (dönen varlıklar/kısa vadeli yabancı kaynaklar) ve finansman giderleri/aktif toplamı ile çalışmasının rol oynayabileceği düşünülmektedir (<https://www.kap.org.tr/>). Çalışmada analiz kapsamına alınan firmaların özet istatistikleri ise Tablo 3’te verilmiştir.

Tablo 3. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Std. Sapma	Maksimum	Minimum	Olasılık	Gözlem
FD	20,230,000	42,400,000	370,000,000	177,000	0,000	245
MD	2,700,000	4,888	48,100,000	43,000	0,000	245

Tablo 3’te, toplam 245 gözlem sayısından oluşan verilerin ortalaması, standart sapması, maksimum ve minimum değerleri verilmiştir. Sunulan istatistikler dikkate alındığında, FD’nin ortalama, standart sapma ve maksimum değerlerinin MD ile kıyaslandığında daha fazla olduğu gözlemlenmiştir.

3.2. Yöntem

Bu çalışmada, örnekleme yer alan verilerin doğal logaritması (ln) alınarak panel veriler ile analiz gerçekleştirilmiştir. Panel veri çalışmalarında durağanlık testleri ile modelin tahmin yönteminin belirlenmesinde yatay kesitler arasındaki bağımlılık durumu belirleyici konumda olmaktadır. Dolayısıyla yatay kesit bağımlılığın olmadığı koşulda birinci kuşak panel birim kök testlerine başvurulurken yatay kesit

bağımlılığın olması halinde ikinci kuşak panel birim kök testlerinden yararlanılmaktadır.

Panel verilerde, serinin zaman boyutu, yatay kesit boyutundan büyükse ($T > N$) Breusch ve Pagan (1980) CD-LM1 testinin; zaman boyutu ile yatay kesit boyutu birbirine eşit ($T = N$) veya zaman boyutu yatay kesit boyutundan küçük ise ($T < N$) Pesaran (2004) CD - LM2 testinin daha iyi sonuç verdiği belirtilmektedir (Tatoğlu, 2020:240). Bu çalışmada ise zaman boyutu yatay kesit boyutundan küçük olduğu için ($T < N$) Pesaran (2004) CD - LM2 test sonuçları dikkate alınmıştır.

Ekonometrik analizlerde serilerin durağan olmaması durumu sahte regresyon problemini ortaya çıkarmaktadır (Engle ve Granger, 1987). Panel verilerde uygulanan birim kök sınamaları, yatay kesitler arasındaki bağımlılık durumuna göre iki gruba ayrılmaktadır. Yatay kesitler arasındaki korelasyon, yatay kesit bağımlılığı olarak ifade edilmiştir. Yatay kesitler arası bağımlılığa ilişkin sonuç yok ise birinci kuşak birim kök testleri kullanılmaktadır. Bu testler; Hadri (2000), Breitung (2000), Levin vd. (2002) Im vd. (2003) birim kök testleridir. Yatay kesitler arasında bağımlılık söz konusu ise ikinci kuşak birim kök testleri kullanılmaktadır. Bunlar; Bai ve Ng (2004), Pesaran (2007), Hadri ve Kurozumi (2012) testleri olarak sıralanmaktadır. Birinci kuşak birim kök testlerinde, yatay kesitlerin birbirine bağımlı olmadığı varsayımı ile oluşacak şoklardan serideki her bir birimin eşit olarak etkileeneceği durumu söz konusuysa ikinci kuşak birim kök testlerinde bu durumun aksi varsayılr. Panel çalışmalarda yatay kesitler arası ilişki göz önüne alınmadan yapılan analizlerden elde edilecek sonuçlar çalışmanın güvenilirliğini etkileyecektir. Bu nedenle çalışmada öncelikle yatay kesit bağımlılığı test edilmiş, sonrasında ikinci kuşak testlerinden Hadri ve Kurozumi (2012) birim kök testiyle verilerin durağanlığı sınanmıştır.

Hadri ve Kurozumi (2012) tarafından geliştirilen panel birim kök testi Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin (KPSS) testinin panel veriler için geliştirilen şeklidir. Bu testte, iki tür test istatistiği (ZA_{spac} ve ZA_{la}) tahmin edilmektedir. ZA_{spac} ve ZA_{la} test istatistikleri normal dağılım varsayımı altında sonsuza yakınsanmaktadır. Hadri-Kurozumi birim kök testi, Pesaran (2007)'ın geliştirdiği Crosssectional Augmented Dickey Fuller (CADF) birim kök testine benzer şekilde kesitsel bağımlılığın düzeltilmesi amacıyla Hadri (2000) testinin genişletilmiş versiyonu olarak ortaya çıkmıştır. Ancak CADF birim kök testnin yeterli olmadığı sahte birim kök gibi durumlar için daha iyi sonuç verdiği belirtilmiştir. Dolayısıyla bu testin birçok durumda CADF birim kök testinden daha güçlü sonuçlar verdiği ifade edilmiştir (Hadri ve Kurozumi, 2012:34).

Hadri-Kurozumi durağanlık testi, KPSS durağanlık testi temeli üzerine kurulduğundan modelin test denkleminde sıfır hipotezi durağanlığı sınamaktadır. Modelde kurulan hipotezlere aşağıda yer verilmiştir (Hadri ve Kurozumi, 2012:32):

H₀: $\beta_i(1) = 0 \forall i$ (Birim kök yoktur)

H₁: $\beta_i(1) \neq 0 \exists i$ (Birim kök vardır)

Durağan olmayan sıfır hipotezinin reddi veya kabulünün daha güçlü doğrulanabilmesi için Hadri-Kurozumi birim kök testinde sıfır hipotezi ile alternatif hipotez yer değiştirilmiştir (Gençoğlu vd., 2020:1289). Yatay kesit bağımlılığının yanı sıra serisel korelasyonu da dikkate alması ve diğer panel durağanlık sınamalarına karşın sahte birim kök problemine karşın daha iyi sonuçlar üretmesi sebebiyle bu çalışmada Hadri-Kurozumi birim kök testi kullanılmıştır.

Panel verilerde Granger nedenselliğin test edilmesi, genelleştirilmiş momentler yöntemi (GMM) aracılığıyla bir panel vektör otoregresif veya vektör hata düzeltme model tahmini üzerine kurulmuştur. Dumitrescu ve Hurlin (2012) ve Emirmahmutoğlu ve Köse (2011)'nin geliştirdiği panel Granger nedensellik yöntemi, Granger (1969) yaklaşımlarını panel çerçevesine genişleterek kesitsel heterojenliği dikkate almakta ve bu yaklaşım zaman boyutunun yatay kesit boyutundan küçük olduğu koşullarda diğer testlere göre daha iyi performans göstermektedir (Nazlıoğlu ve Karul, 2024:1541).

Granger (1969) nedensellik testinde aşağıdaki panel veri modeli dikkate alınarak aşağıdaki gibi hesaplanır (Bölükbaş vd., 2018:111):

$$y_{it} = \sum_{k=1}^K \gamma_i^{(k)} y_{it-k} + \sum_{k=1}^K \beta_i^{(k)} x_{it-k} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Denklemden; K , $\gamma_i^{(k)}$ ve $\beta_i^{(k)}$ sırasıyla gecikme uzunluğunu, otoregresif parametreyi ve regresyon katsayısını gösterir. Bu parametrelerin zaman içinde sabit olduğu varsayılr, ancak birimlere göre değişebilirler. Granger (1969) testinin sıfır hipotezi “tüm kesitlerde X’ten Y’ye Granger nedenselliği yoktur” olarak kurulurken, alternatif hipotez “en az bir kesitte X’ten Y’ye Granger nedenselliği vardır” olarak ifade edilir. Test hipotezleri aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Bölükbaş vd., 2018:112):

$$H_0 = \beta_i = 0; \forall i = 1, 2, \dots, N \quad \beta_i = \beta_i^{(1)} \dots \beta_i^{(k)}$$

$$H_1 = \beta_i \neq 0; \forall i = 1, 2, \dots, N$$

$$\beta_i \neq 0 \forall i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N$$

Granger (1969) testinin hipotezlerini test etmek için Wald istatistiği hesaplanmaktadır. Wald istatistiğinin tahmininden sonra hesaplanan istatistik ile kritik değerler karşılaştırılarak nedensellik olmadığını gösteren sıfır hipotezinin red ya da kabulüne karar verilir (Dumitrescu ve Hurlin, 2012).

4. Analiz Bulguları

Çalışmada durağanlık sınaması öncesi yatay kesit bağımlılığı test edilmiştir. Tablo 4'te bu test sonuçları gösterilmiştir.

Tablo 4. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

Testler	FD		MD	
	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık
CD-LM1 (Breusch ve Pagan, 1980)	632,953	0,000***	691,104	0,000***
CD-LM2 (Pesaran, 2004)	50,661	0,000***	51,860	0,000***
CD-LM (Pesaran, 2004)	23,592	0,000***	17,947	0,000***
LM Bias Adj. (Pesaran vd., 2008)	44,536	0,000***	35,735	0,000***

***p<0,01.

Bu çalışmada zaman boyutu yatay kesit boyutundan küçük olduğu için ($T < N$) Pesaran (2004) CD - LM2 test sonuçları dikkate alınmıştır. Buna göre Tablo 4'ten elde edilen sonuçlar, yatay kesit bağımsızlığını gösteren sıfır hipotezinin her iki değişken için reddedildiğini göstermiştir. Diğer bir ifade ile yatay kesit birimlerinde meydana gelen şokun diğer birimleri etkilediği sonucuna varılmıştır.

Panel veri analizlerinde seçili değişkenlerin homojenliklerinin test edilmesi değişkenlere uygulanacak birim kök testleri üzerinde belirleyici olmaktadır (Ergün, 2024:39). Bu çalışmada serilerin homojenliği Hsiao (1986) testiyle gerçekleştirilmiştir. Bu testte, H_1 ve H_2 hipotezleri katsayıların homojenliğini, alternatif hipotezleri ise katsayıların heterojenliğini gösterir. H_3 hipotezinin alternatif hipotezi ise kısmi heterojenliği yansıtmaktadır (Turgut ve Uçan, 2019:10). Hsiao homojenlik test bulguları Tablo 5'te sunulmuştur.

Tablo 5. Hsiao (1986) Homojenlik Testi Sonuçları

	FD		MD	
	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık
H_1	2,436	5,46E-07**	6,581	2,80E-24**
H_2	1,011	0,464388**	0,976	0,523393**
H_3	3,850	1,49E-11**	12,254	5,95E-38**

**p<0,05.

Tablo 5'ten elde edilen sonuçlar incelendiğinde, H_1 , H_2 ve H_3 %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmiştir. Dolayısıyla H_1 ve H_2 hipotezleri reddedilerek alternatif olan heterojenlik kabul edilir. Diğer yandan, H_3 hipotezinin alternatif olan kısmi heterojenlik kabul edilip katsayıların heterojen olduğu belirlenmiştir. Çalışmada yatay kesit bağımlılığı ve heterojenliğin belirlenmesinin ardından ikinci nesil birim kök testlerinden Hadri-Kurozumi (2012) testi uygulanmıştır. Test sonuçları Tablo 6'da sunulmuştur.

Tablo 6. Hadri-Kurozumi (2012) Birim Kök Testi Sonuçları

	FD		MD	
	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık
Z_A^{SPAC}	13,358	0,580	11,258	0,457
Z_A^{LA}	13,023	0,224	10,714	0,108

Tablo 6'da verilen test istatistikleri %5 anlamlılık düzeyinde değerlendirildiğinde, her iki değişkenin durağan

olduğu belirlenmiştir. Serilerde birim kök sınavının ardından firma değeri ile marka değeri arasındaki nedensellik ilişkisi panel Granger nedensellik testiyle araştırılmıştır. Panel Granger nedensellik test sonuçları Tablo 7’de sunulmuştur.

Tablo 7. Panel Granger Nedensellik Testi Sonuçları

H ₀	Chi-sq	Olasılık
FD MD’nin Granger nedeni değildir	0,181	0,913
MD FD’nin Granger nedeni değildir	0,209	0,046**

**p<0,05.

Tablo 7’de verilen sonuçlara göre “MD FD’nin Granger nedeni değildir” sıfır hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmiş, marka değerinden firma değerine nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Öte yandan, firma değerinden marka değerine nedensellik ilişkisi bulunmamıştır. Özetle, marka değerinin firma değerinin Granger nedeni olduğu dolayısı ile firma değerinin verileri kullanılarak marka değerinin açıklanabildiği belirlenmiştir.

5. Sonuç

Finans disipliniinde firmaların temel amacı firma değeri maksimizasyonu olarak ifade edilir. Bu amaç, ortakların refahı, hissedar maksimizasyonu ile de açıklanmaktadır. Dolayısıyla, firma değerine etki eden faktörlerin araştırılması önem kazanmaktadır.

Firma değeri, genel anlamda bir firmanın piyasa karşısındaki değerini yansıtır. Firma değeri; yatırım kararları, finansman kararları, stratejik planlamalar, rekabet avantajı, birleşme, satın alma, tasfiye vb. kritik kararlar üzerinde doğrudan etkisi olduğundan firma sahipleri, yöneticiler ve yatırımcılar açısından firma değerinin bilinmesi önem arz etmektedir. Piyasa koşullarında nakit akışları, kâr marjları, makroekonomik faktörler, pazarın yapısı, personel ve yönetim kadrosu gibi firma değerini etkileyen faktörlerin yanı sıra marka değeri de firma değerini etkileyen faktörlerden biridir.

Bir markanın sosyal ve ekonomik anlamdaki toplam değerini gösteren ve firmaların finansal gücünün sayısal göstergesi olan marka değeri tüketiciler için değer yaratarak onların markaya bağlılığını, tercih etme oranını ve bu şekilde satışlarını artırır. Dolayısıyla, marka değerinin firma değerine önemli bir katkı sağladığı ifade edilir. Marka değerinin firma değerine olumlu etkisinin bulunduğu birçok çalışma vardır. Bu bağlamda çalışmadan elde edilen sonuçlar; Krasnikov vd. (2009); Çam vd. (2018); Şenol vd. (2019), Kumar (2020) çalışmalarından elde edilen bulgularla benzerlik göstermektedir. Bununla birlikte Sakalsız ve Çildir (2022) çalışmasından elde edilen bulgularla farklılık göstermektedir. İlgili çalışmada marka değeri ve firma değeri arasında çift yönlü nedensellik bulgusu elde edilmiştir. Bu çalışmadan elde edilen sonuçların ilgili çalışmadan elde edilen sonuçlarla farklı olması nedeninin çalışma kapsamına alınan firma sayısı ve çalışmanın dönemi olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

Bu çalışmada 2019-2023 dönemleri arasında yıllık veriler kullanılarak BIST 100’de işlem gören ve Brand Finance 100 listesinde bulunan 49 firmanın marka değerleri ile firma değerleri arasındaki nedensellik ilişkisi incelenmiştir. Brand Finance resmi adresinde kamuya açık verilerin sınırlı olması bu çalışmanın kısıtını oluşturmaktadır. Çalışmada panel veriler kullanılmış olup, birimler arası korelasyon tespitiyle durağanlık sınavı ikinci nesil birim kök testlerinden Hadri-Kuruzomi (2012) testi aracılığıyla gerçekleştirilmiştir. Durağanlık sınavının uygulanan panel Granger nedensellik analizi sonuçlarına göre marka değerinden firma değerine tek yönlü nedensellik olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Marka değerlerinin firma değerinin nedeni olduğu başka bir ifade ile firma değerinde meydana gelen değişikliklerin marka değerinde yaşanan değişimlerden kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Genel itibarıyla değerlendirildiğinde, firmalar için firma değerini etkileyen birçok finansal göstergenin (kârlılık oranı, cari oran, nakit oranı vb.) yanı sıra marka değerinin de önemli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla firmaların finansal oranlarını iyileştirmek adına çeşitli finansal yatırımlar yaparken marka değerini de yükseltmek için gerekli pazarlama çalışmalarını yapmalarının gerekliliği anlaşılmıştır. Çünkü, marka değeri yüksek bir firmanın tüketici zihninde yaratacağı olumlu imaj, firmanın rekabet stratejisini olumlu etkileyecek ve dolayısıyla firma değerine katkı sağlayacaktır. Bu sonuç, marka değerini yükseltmek adına markalama faaliyetleri yürüten, tüketicileri için değer yaratmaya çalışan firmalara fikir sağlayabilir. Ayrıca, firma

değerlerinin açıklanmasında marka değerlerinin kullanılabileceği sonucu, firma sahiplerine ve hissedarlara fikir sağlayabilir. Birincisi, finansal yönetimin temel amacı olan firma değeri maksimizasyonu için firma sahipleri çeşitli yatırım, finansman ve temettü politikası izlerler. Firma değerinin açıklanmasında marka değerinin kullanılabileceği bulgusu, firma değerini en yüksek seviyeye çıkarmak isteyen firma sahiplerine marka değerini artırıcı yatırımlar yapması konusunda yol gösterici olabilir. Diğer yandan, firma değeri yükselen bir firmanın hisse senetlerinin piyasa değeri de yükseleceğinden, firmanın hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılara fikir sunabilir. Marka değerlerinin takip edilmesi hisse senedi yatırımcılarına yeni yatırım stratejileri sunabilir.

Sonuç olarak bu çalışmadan elde edilen bulgular, firma sahipleri, ortaklar ve piyasalarda finansal getiri sağlamaya çalışan yatırımcılar açısından önem taşır. Ayrıca, rekabet avantajı sağlamaya çalışan firmaların markalaşma sürecine daha fazla önem vererek hem pazardaki konumunu güçlendirmesi hem de firma değerini arttırması beklentisi, markalaşma süreci için gerekli olan pazarlama, reklam vb. yatırımlarının önemini ortaya koymaktadır. Firmalar, yatırım politikalarında bu sonucu göz önüne alarak yeni stratejiler geliştirebilir. Gelecek çalışmalarda verilere erişilebilmesi durumunda çalışmanın zaman boyutu genişletilerek ve farklı sektörlerde faaliyet gösteren firmalar dâhil edilerek çalışmanın kapsamı genişletebilir.

Kaynaklar

- Aaker, D. A. (1991). *Managing brand equity: Capitalizing on the value of a brand*. New York: Free Press.
- Akbulut, R., ve Paksoy, M. (2007). Marka değerini etkileyen faktörler: seçilmiş bazı küresel işletmelerde marka değeri ile finansal göstergeler arasındaki ilişki. *İktisat İşletme ve Finans*, 22(251), 123-132.
- Akgüç, Öztin. (1998). *Finansal yönetim* (9. baskı). İstanbul: Avcıol Yayıncılık.
- Akşit, N. (2016). Finansal marka değerinin firma değeri üzerindeki etkisi: Global işletmeler üzerine ampirik bir uygulama (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Abant İzzet Baykal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bolu.
- Alper, D., ve Aydoğan, E. (2019). Finansal bazlı marka değerinin firma performansı üzerine etkisi. *Journal of Academic Value Studies*, 3(16), 141-155.
- American Marketing Association (AMA, 2024). *Journal of Marketing* [AMA]. Erişim adresi <https://www.ama.org/>.
- Arvidsson, A. (2006). Brand value. *Journal of Brand Management*, 13(3), 188-93.
- Bank, S., Yazar, E. E., ve Sivri, U. (2020). The portfolios with strongbrand value: More returns? Lower risk? *Borsa Istanbul Review*, 20(1), 64-79.
- Bakan, M. (2025). Kar Dağıtımının politikalarının firma değeri ve iflas riski üzerine etkisi: BIST katılım endeksi üzerine uygulama. *İğdır Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (38), 389-404.
- Bayrakdaroğlu, A., ve Mirgen, Ç. (2016). Marka değerinin hisse senedi getirisi üzerine etkisi: BİST'de bir araştırma. *Business & Economics Research Journal*, 7(3).
- Bhaskaran, R. K., Sujit, K. S., ve Waheed, K. A. (2023). Linkage between brand value and firm performance: An empirical examination using fuzzy set qualitative comparative analysis. *SAGE Open*, 13(3).
- Birgili, E., ve Düzer, M. (2010). Finansal analizde kullanılan oranlar ve firma değeri ilişkisi: İMKB'de bir uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (46), 74-83.
- Bölükbaş, M., Topal, M. H., ve Hotunluoğlu, H. (2018). Testing twin deficits hypothesis for EU-27 and Turkey: A panel Granger causality approach under cross-sectional dependence. *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 21(4), 101-119.
- Brand Finance (2023). *Rankings Turkey* [BFT]. Erişim adresi <https://brandirectory.com/rankings/turkey/>.
- Breitung, J. (2000), The local power of some unit root tests for panel data, in: B. Baltagi(ed.), Nonstationary Panels, Panel Cointegration, and Dynamic Panels. *Advances in Econometrics*, 15, 161-178.
- Çam, A. V., Kalkan, Y., Soydaş, Ş. S., ve Taşdemir, S. S. (2018). Marka değeri ve firma değeri ilişkisi: Finansal tabanlı bir model. *The Journal of International Scientific Researches*, 3(4), 203-207.
- Dilmaç, M., ve Korkmaz, Ö. (2018). Firma piyasa değerini etkileyen finansal faktörler: Banka ve sigorta işletmeleri üzerine bir uygulama. *Journal of Management and Economics Research*, 16(2), 179-201.
- Dorfleitner, G., Röble, F., ve Lesser, K. (2019). The Financial performance of the most valuable brands: A global empirical investigation. *Heliyon*, 5(4), 1-16.
- Dumitrescu, E. I., ve Hurlin, C. (2012). Testing for Granger non-causality in heterogeneous panels. *Economic modelling*, 29(4), 1450-1460.
- Emirmahmutoğlu, F., ve Köse, N. (2011). Testing for Granger causality in heterogeneous mixed panels. *Economic Modelling*, 28(3), 870-876.

- Ergün, Ü. R. (2024). Gemi inşa sanayi ihracatına demir çelik sektörünün etkileri: Panel veri analizi. *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 22(02), 30-53.
- Fırat, D., ve Badem, A. C. (2008). Marka değerlendirme yöntemleri ve marka değerinin mali tablolara yansıtılması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (38), 210-219.
- Finnet (2023). *Finansal Analiz Verileri* [FP]. Erişim adresi <https://www.finnet2000.com/F2000Plus>.
- Gençoğlu, P., Kuşkaya, S., ve Büyüknalbant, T. (2020). Seçilmiş OECD ülkelerinde sağlık harcamalarının sürdürülebilirliğinin panel birim kök testleri ile değerlendirilmesi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 75(4), 1283-1297.
- Günay, B. (2021). Brand Finance Turkey 100 listesinde yer alan bankaların marka değerleri ile ilişkili ölçütlerin belirlenmesine yönelik bir analiz. *Journal of Management and Economics Research*, 19(1), 273-287.
- Hadri, K. (2000). Testing for stationarity in heterogeneous panel data. *Econometrics Journal*, 3, 148-161.
- Hadri, K., Kurozumi, E. (2012). A simple panel stationarity test in the presence of serial correlation and a common factor. *Economics Letters*, 115, 31-34.
- Hsiao, C. (1986). *Analysis of panel data*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Hsu, F. J., Wang, T. Y., ve Chen, M. Y. (2013). The impact of brand value on financial performance. *Advances in Management and Applied Economics*, 3(6), 129.
- Im, K. S., M. H. Pesaran and Y. Shin (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, 115, 53-74.
- Investing. (2023). Erişim Adresi: <https://tr.investing.com/>
- Kamu Aydınlatma Platformu. (2023). Erişim Adresi: <https://www.kap.org.tr/>
- Kayalı, C. A., Yereli, A. N., ve Ada, Ş. (2007). Entelektüel katma değer katsayısı yöntemi kullanılarak entelektüel sermayenin firma değeri üzerindeki etkisinin belirlenmesine yönelik bir araştırma. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 14(1), 67-90.
- Kevin, E. V., ve Mayoer, M. (2016). Good times, bad times: The stock market performance of firms that own high value brands. *European Journal of Marketing*, 50, 670-694
- Kirk, C. P., Ray, I., ve Wilson, B. (2013). The impact of brand value on firm valuation: The moderating influence of firm type. *Journal of Brand Management*, 20(6), 488-500.
- Konuk, S., Doruk, Ömer Tuğsal, ve Önal, Y. B. (2023). An empirical investigation of the relationship between brand value and firm value: evidence from Turkey. *International Journal of Finance & Economics*, 1-21.
- Krasnikov, A., Mishra, S., ve Orozco, D. (2009). Evaluating the financial impact of branding using trademarks: A framework and empirical evidence. *Journal of Marketing*, 73(6), 154-166.
- Kumar, B. R., Sujit, K. S., ve Abdul, W. K. (2020). Brand valuation – examining the role of marketing on firm financial performance. *Measuring Business Excellence*, 24(1), 90-113.
- Lee, A., Yang, J., Mizerski, R., ve Lambert, C. (2015). The strategy of global branding and brand equity. *Routledge*.
- Levin, A., Lin, C. and C. J. Chu (2002). Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. *Journal of Econometrics*, 108, 1-24.
- Liu, S., Ma, D., Li, X., Li, X., ve Yin, L. (2022). The value of “brand” in the chinese stock market: the impact of brand attention on stock performance and the moderation role of investor sentiment. *Journal of Behavioral Finance*, 1-16, 1-16.
- Morgan, N. A., ve Rego, L. L. (2009). Brand portfolio strategy and firm performance. *Journal of Marketing*, 73(1), 59-74.
- Mousa, M., Sagi, J., ve Zéman, Z. (2021). Brand and firm value: Evidence from arab emerging markets. *Economics*, 9(1), 1-13.
- Nazlioglu, S., & Karul, C. (2024). Testing for Granger causality in heterogeneous panels with cross-sectional dependence. *Empirical Economics*, 67(4), 1541-1579.
- Nyiwul, L., ve Koirala, N. P. (2022). Role of foreign direct investments in agriculture, forestry and fishing in developing countries. *Future Business Journal*, 8(1), 50.
- Önal, Y. B., ve Karadeniz, E. (2004). Firma değerinin ekonomik katma değer (EVATM) yöntemiyle tespit edilmesi: IMKB’ye kote bir turizm işletmesi üzerine uygulama. *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 15(2), 139-157.
- Parment, A. (2008). Distribution strategies for volume and premium brands in highly competitive consumer markets. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 15(4), 250-265.
- Pesaran, M. H. (2007). A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 22, 265-312.

- Rahman, M., Rodríguez, M. 'A., ve Mary, S. (2019). Brand equity and firm performance: The complementary role of corporate social responsibility. *Journal of Brand Management*, 26(6), 691–704.
- Sakalsız, S. A., ve Çildir, Ç. (2022). Firmaların marka değerleri ile piyasa değerleri arasındaki ilişki: bist’de bir uygulama. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 23(2), 471-480.
- Sánchez-Iglesias, N., García-Madariaga, J., ve Jerez, M. (2024). The impact of financial performance and corporate reputation on customer purchases: The role of stakeholders and brand value in the automotive sector. *Marketing Intelligence & Planning*, 42(1), 23-39.
- Sharpe, W.F. (1964) Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19, 425-442.
- Şenol, Z., Koç, S., ve Ünlü, U. (2019). Marka değeri ile firma değeri arasındaki ilişki: Borsa İstanbul örneği. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12(3).
- Tiwari, M. K. (2010). Separation of brand equity and brand value. *Global business review*, 11(3), 421-434.
- Yerdelen, Tatoğlu, F. (2020). *Panel zaman serileri analizi*. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Turgut, E., ve Uçan, O. (2019). Yolsuzluğun vergi oranları ile olan ilişkisinin oecd ülkeleri örnekleminde incelenmesi. *Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(3), 1-17.
- Upshaw, L.B. (1995) *Building brand identity*. New York: John Wiley & Sons Press.
- Ünlü, U., ve Çıtak, L. (2020). Marka değeri ve hissedar değeri: bist metal ana sanayi firmaları üzerine bir uygulama. *Alanya Akademik Bakış*, 4(2), 399-410.
- Yeung, M., ve Ramasamy, B. (2008). Brand value and firm performance nexus: Further empirical evidence. *Journal of Brand Management*, 15(5), 322–335.
- Zhang, J., ve Liu, Z. (2023). The impact of corporate social responsibility on financial performance and brand value. *Sustainability*, 15(24), 16864.
- Zengin, Ş. (2023). Marka değeri ile şirket değeri karşılaştırması: Hirose yöntemi (Yayımlanmış doktora tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Etik, Beyan ve Açıklamalar

1. Etik Kurul izni ile ilgili;
☒ Bu çalışmanın yazar/yazarları, Etik Kurul İznine gerek olmadığını beyan etmektedir.
 2. Bu çalışmanın yazar/yazarları, araştırma ve yayın etiği ilkelerine uyduklarını kabul etmektedir.
 3. Bu çalışmanın yazar/yazarları kullanmış oldukları resim, şekil, fotoğraf ve benzeri belgelerin kullanımında tüm sorumlulukları kabul etmektedir.
 4. Bu çalışmanın benzerlik raporu bulunmaktadır.
-