

BRAND FINANCE TURKEY 100 LİSTESİNDE YER ALAN BANKALARIN MARKA DEĞERLERİ İLE İLİŞKİLİ ÖLÇÜTLERİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK BİR ANALİZ ***Dr. Öğr. Üyesi Burhan GÜNAY*** **ÖZET**

Küreselleşme ve son yıllardaki teknolojidaki gelişmeler, entelektüel sermaye, bilgi sistemleri ve marka gibi maddi olmayan varlıkların piyasanın en temel unsurları olmasını sağlamıştır. Marka, rekabetin artmasıyla birlikte önemi gittikçe artan firma değerinin artırılmasına önemli katkılar sağlamaktadır. Değere dayalı yönetim anlayışının finansal piyasalarda yerleşmesi ile birlikte firma değerinin belirlenmesinde son zamanlarda değere dayalı ölçütler kullanılmaya başlanmıştır. Bu ölçütlerin başında Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added-EVA) ve Piyasa Katma Değeri (Market Value Added-MVA) ölçütleri gelmektedir. Çalışmanın amacı, marka değeri ile değere dayalı ölçütler ve piyasa değeri arasındaki ilişkinin araştırılmasıdır. Çalışmada Brand Finance uluslararası bağımsız marka değerlendirme kuruluşunun, Türkiye'nin en değerli 100 markası olarak açıkladığı listede yer alan bankaların 2012-2018 verilerinden yararlanılmıştır. Panel veri analizi yöntemi kullanılarak oluşturulan modelde Brand Finance tarafından hesaplanan marka değeri bağımlı, Piyasa Değeri, EVA ve MVA ölçütleri bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmadaki model sonucunda, bankaların marka değerleri ile EVA ve MVA arasında anlamlı ve pozitif ilişki bulunmuş, Piyasa Değeri ile herhangi bir anlamlı ilişki tespit edilememiştir.

Anahtar Kelimeler: Brand Finance Turkey, Panel Veri Analizi, Ekonomik Katma Değer, Piyasa Değeri, Piyasa Katma Değeri, Marka Değeri.

Jel Kodları: C23, G21, L10.

AN ANALYSIS TO DETERMINE THE CRITERIA RELATED TO BRAND VALUES OF THE BANKS IN THE BRAND FINANCE TURKEY 100 LIST**ABSTRACT**

Globalization and advances in technology in recent years have made intangible assets such as intellectual capital, information systems and brands the most fundamental elements of the market. Brand makes significant contributions to increasing the value of the company, which is becoming more and more important as competition increases. With the establishment of value-based management in

* Bu çalışma 16-17 Kasım 2019 tarihinde düzenlenen "International Conference on Applied Economics and Finance & Extended with Social Sciences" isimli sempozyumda sunulan çalışma revize edilerek oluşturulmuştur.

* Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi, Şereflikoçhisar Berat Cömertoğlu M.Y.O., Ankara, Türkiye. E-mail: bgunay@ybu.edu.tr

Makale Geçmişi/Article History

Başvuru Tarihi / Date of Application : 20 Ocak / January 2020

Düzeltilme Tarihi / Revision Date : 10 Ekim / October 2020

Kabul Tarihi / Acceptance Date : 10 Şubat / February 2021

273

Araştırma Makalesi/Research Article

financial markets, value-based criteria have recently been used to determine the value of the company. The first of these criteria is the Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA). The aim of this study is to investigate the relationship between brand value and value-based criteria and market value. In this study, published by Brand Finance company Turkey's most valuable 100 brands of banks included in the list were utilized data from 2012 to 2018. In the model, which was created by using panel data analysis method, the brand value calculated by Brand Finance was used as dependent, Market Value, EVA and MVA criteria were used as independent variables. As a result of the model in the study, a significant and positive relationship was found between the brand values of banks and EVA and MVA, and no significant relationship was found with Market Value.

Keywords: *Brand Finance Turkey, Panel Data Analysis, Economic Value Added, Market Value, Market Value Added, Brand Value.*

Jel Codes: *C23, G21, L10.*

1. GİRİŞ

Marka olgusu, pazarlama alanında son yıllarda oldukça yer alan ve tüketici tercihlerini nasıl etkilediğini belirlemek amacıyla üzerinde çok eskiden beridir çalışılan bir kavramdır. 1990'lı yıllardan sonra sıklığı artan firma birleşmesi ve devralmaları sonucunda defter değeri piyasa değeri farkı gittikçe artmış, ortaya çıkan farkı açıklayan olgulardan birisi de marka olgusu olduğu literatürde kabul edilmiştir. Bu konu neticesinde marka sadece pazarlama alanında değil, finans alanının da temel bir araştırma konusuna dönüşmüştür. Markanın, ekonomik değeri olan bir varlık olarak kabul edilmesi ve bu değer firmaların piyasa değerini yansıttığı düşüncesi, marka değerini tespit etme gerekliliğini beraberinde getirmiştir. Marka değerini tespit etmek üzere günümüzde birden fazla yöntem geliştirilmiştir. Bu yöntemlerden bazıları müşteri davranışlarına dayanırken, bazıları finansal verilere dayanmaktadır. Finansal verilere dayanan modeller; maliyete dayalı, piyasa değerine dayalı, sermaye piyasalarına dayalı ve hasılaya dayalı olarak hesaplanabilmektedir. Davranışlara dayanan modeller ise; anket, mülakat vb. gibi araçlarla tüketicinin markanın imajı, markaya olan bağlılığı, markayı algılaması vb. gibi faktörleri ölçmeye çalışarak markayı değerlemektedirler. Son yıllarda bahsedilen her iki kriteri de içine alan karma değerlendirme modelleri geliştirilmiştir. Henüz literatürde genel geçer kabul edilen bir marka değerlendirme yöntemi olmamakla birlikte, günümüzde firmaların marka değerlerini büyük ölçüde karma modelleri kullanan bağımsız marka değerlendirme firmalarının açıkladıkları rakamlar ile takip etmek mümkündür. Son yıllarda bu alanlarda yapılan birçok çalışmada karma modellerin kullanıldığı görülmektedir.

Marka değerinin son yıllarda oldukça popüler olmasıyla birlikte kendi teknikleriyle marka değeri hesaplayabilen bazı firmalar ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu firmaların başında Brand Finance firması gelmektedir. Yaklaşık 30 yıllık bir geçmişe sahip olan firma kendi değerlendirme kriterleriyle tüm dünyada en değerli markaya sahip 100 firmayı her yıl kendi sistemine göre hesaplayıp, sonuçlarını yayınlamakta ve kullandığı metot ve değerlendirme yöntemleriyle tüm dünyanın kabul ettiği bir firma olmuştur. Brand

Finance firması tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de her yıl en iyi 100 marka listesi yayınlamakta ve yatırımcı, hissedar vb. grupların karar vermelerini kolaylaştırmaktadır. Brand Finance firması; İngiltere merkezli olarak geliştirdikleri modelde marka değerini; markalı üründen gelecekte elde edilecek gelirlerin tahmin edilmesi ve bu gelirlere markanın katkısının belirlenmesi yoluyla tespit etmektedir. Model; finansal tahmin, marka kazanç tahmini, talep oluşumu, marka katma değeri (BVA) endeksi ve risk faktörleri değişkenlerini dikkate alarak marka değeri belirlemektedir (Günay, 2017: 372).

Son yıllarda firmaların değer yaratan unsurlar olduğunu ve bu unsurların ekonomik kara direk katkısını bulunduğunu savunan değere dayalı yönetim anlayışı ortaya çıkmıştır. Değere dayalı yönetim anlayışının altyapısında, firmaların tüm stratejilerinin hissedar değeri yaratmak ile ilgili olması gerektiği yer almaktadır. Bu durum beraberinde firmaların maddi olmayan ve ancak firma için değer yaratan varlıklarının değerinin belirlenmesi ve de bu varlıkların firma ve hissedar değerine olan katkısının araştırılması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Bahsedilen değere dayalı yönetim anlayışının finansal piyasalarda yerleşmesi ile birlikte firma değerlemesinde değere dayalı ölçütler kullanılmaya başlanmıştır. Finansal danışmanlık firmaları ile akademisyenler tarafından geliştirilen bu ölçütlerin bazıları tamamen yeni geliştirilmiş ölçütler iken, bazıları ise temeli finans literatüründe mevcut olan teorilerden üretilmiştir. İlgili ölçütlerden en çok kullanılanı ve bilineni G. Bennett Stewart III ve Joel Stern Danışmanlık firması tarafından geliştirilen Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added-EVA) ölçütüdür. Danışmanlık firması tarafından geliştirildikten sonra EVA’nın popülerliği çok hızlı artmış ve onunla ilgili yüzlerce çalışma yapılmıştır.

Bu çalışma; firmaların sahip oldukları maddi olmayan bir varlık olan marka ile ilişkili performans ölçütlerini araştırmayı amaçlamıştır. Bu kapsamda, marka değeri ile değere dayalı ölçütler ve piyasa değeri arasındaki ilişkinin araştırılmıştır. Bu çalışmada, literatürdeki çalışmalardan farklı olarak, Brand Finance tarafından hesaplanan marka değeriyle ilişkili değere dayalı performans ölçütlerinden oluşan bir model geliştirip bunun çeşitli istatistikî analizlerle sınanarak, genel olarak firma değeriyle ilgilenen herkesin yararlanabileceği modelin sunulması ve literatüre yeni bir bakış açısı kazandırılması amaçlanmaktadır. Çalışmada Brand Finance Uluslararası bağımsız marka değerlendirme kuruluşunun, Türkiye’nin en değerli 100 markası olarak açıkladığı listede yer alan bankaların 2012-2018 verilerinden yararlanılmıştır. Çalışmada; 11 bankanın Brand Finance 100 listesinde yer alan marka değerleri ile değere dayalı ölçütlerden Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added-EVA) ve Piyasa Katma Değeri (Market Value Added-MVA) ve de bankaların yılsonu Piyasa Değerleri (Market Value-MV) kullanılmıştır. Çalışmada marka değeri ile ilişkili ölçütlerin belirlenmesinde Panel Veri Analizi yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonunda; bankaların marka değeriyle ilişkili olan ölçütler, EVA ve MVA ölçütleri bulunmuştur.

2. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Marka değerinin ölçülmesi gün geçtikçe önem kazanan bir konudur. Markanın değerinin gerçekçi olarak belirlenmesi üzerine birçok akademisyen, danışmanlık firmaları (Brand Finance, Interbank vb.)

çalışmalar gerçekleştirmişlerdir. Literatürde yer alan çalışmalardan bazılarında bu bölümde yer verilmiştir.

Barth, Clement, vd. (1998), Interbrand ve Financial World dergisinin açıklamış oldukları finansal marka değerlerini temel alarak yaptıkları çalışmalarında, hisse başına marka değeri ile hisse senedi getirileri ve hisse senedi fiyatları arasındaki regresyon ilişkisine bakmışlardır. Çalışma sonunda marka değerinin önemli derecede hisse senedi getirisi ve hisse senedi fiyatlarını pozitif yönde etkilediğini bulmuşlardır.

Mortanges ve Riel (2003), Young and Rubicam's Brand Asset Valuator modeli ile belirledikleri marka değeri ile toplam hissedar getirisi, hisse başına kazanç ve piyasa değeri/defter değeri oranı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmaları sonucunda markanın firmaların piyasa değeri üzerinde belirgin bir etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Madikizela (2007), 2003-2006 döneminde Markinor en iyi markalar listesinde yer alan Güney Afrika'daki halka açık firmalar üzerinde yaptığı çalışmasında, marka değeri ile hisse başına kâr ilişkisini araştırmıştır. Çalışma sonucunda, marka değeri ile hisse başına kâr arasındaki ilişkinin belirli sektörler için geçerli olduğunu bulmuştur.

Akbulut ve Paksoy (2007), seçilmiş bazı global firmaların marka değeri ile finansal göstergeleri arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında, marka değerleri ile hisse başına kâr, net satışlar, vergi öncesi kâr, faiz vergi öncesi kâr ve toplam aktif kârlılığı ölçütlerini kullanmışlardır. Çalışmada marka değeri ile vergi öncesi kâr ve faiz ve vergi öncesi kâr arasında anlamlı bir ilişki bulunmuş diğer değişkenler arasında ilişki bulunamamıştır.

Aydın ve Ulengin (2011) Çalışmalarında, hisse senedi getirileri, hisse başına kazanç, piyasa değeri/defter değeri, fiyat / satış oranı, net kâr marjı, faiz ve vergi öncesi kâr / net satışları oranı, varlık kârlılığı, faaliyet karı, cari oran, finansal kaldıraç oranı, net satışlar ve piyasa değeri finansal performans göstergelerini kullanmışlardır. Çok değişkenli regresyon analizi kullandıkları çalışmaları sonucunda, tüketici temelli marka değerinin bahsedilen finansal performans göstergelerinin çoğunu olumlu yönde etkilediğini bulmuşlardır.

Hsu ve diğ. (2013), çalışmalarında güçlü markaların S&P endeks getirilerinin üzerinde performans gösterip göstermediğini araştırmışlardır. 2001-2010 dönemi için aylık veriler ışığında marka değeri ile hisse senedi performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Küresel En Değerli Markalarda listelendiği listeye giren ilk 100 firma bu çalışmada kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, bahsedilen firmaların hisse senedi performansının, endeks veriminin üzerinde bir performans gösterdiği sonucuna varılmıştır.

Alper ve Aydoğan (2017), finansal bazlı marka değerinin firma performansı üzerindeki etkisini araştırdığı çalışmasında 2009-2016 yılları arasında BIST Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Sektöründe yer alan 17 firmanın finansal verilerinden yararlanarak marka değerleri ile performans

ölçütleri arasındaki ilişkiyi panel veri analizi yöntemi kullanılarak analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda, firma performans göstergeleri olarak belirlenen marka değeri ile varlık kârlılığı ile özsermaye kârlılığı değişkenleri arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Koçan ve Gerekan (2017) çalışmalarında, Araştırma ve Geliştirme Giderleri, Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri ve Genel Yönetim Giderlerinin marka değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada Brand Finance Turkey-100 listesinde 2012-2014 yılları arasında marka değeri açıklanan firmalar içinden faaliyet giderlerine ulaşılan 30 firma kullanılmıştır. Çoklu doğrusal regresyon modeli ve korelasyon analizi kullanılan çalışmada Araştırma ve Geliştirme Giderleri, Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri ve Genel Yönetim Giderlerinin marka değeri üzerine anlamlı etkisinin olduğu tespit etmişlerdir.

Ceylan (2019), çalışmasında Brand Finance Türkiye-100 listesinde yer alan gıda sektörü firmalarının finansal bazlı marka değerleri ile aktif kârlılıkları arasında nedensellik ilişkisinin olup olmadığını araştırmıştır. 2008-2018 yılları arasındaki 43 çeyrek dönemin yer aldığı çalışma sonucunda, marka değerinden aktif kârlılığına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Kahraman ve Gacar (2019), çalışmalarında Brand Finance Türkiye-100 listesinde yer alan bankaların 2010-2017 yılları arasındaki marka değerine göre yapılan sıralamaları ile finansal performanslarına göre yapılan sıralamaları TOPSİS yöntemi ile karşılaştırılmıştır. Çalışma sonucunda; finansal değere göre sıralama ve marka değerine göre sıralama arasında belirgin farklılıklar tespit edilmiştir.

Belirtilen literatürdeki çalışmalardan farklı olarak bu çalışmada son yıllarda popülerliği oldukça artan değere dayalı ölçütler (EVA-MVA) ile belirli ölçütlerle hesaplanan marka değeri arasında anlamlı bir ilişkinin varlığı araştırılmıştır. Bu yönüyle çalışma literatürde yer alan diğer çalışmalardan ayrılmaktadır.

3. UYGULAMA: BRAND FİNANCE TURKEY 100 LİSTESİNDE YER ALAN BANKALARIN MARKA DEĞERLERİ İLE İLİŞKİLİ ÖLÇÜTLERİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK BİR ANALİZ

Çalışmada Brand Finance uluslararası bağımsız marka değerlendirme kuruluşunun, Türkiye'nin en değerli 100 markası olarak açıkladığı listede yer alan bankaların 2012-2018 verilerinden yararlanarak, panel veri analizi yöntemiyle Brand Finance tarafından hesaplanan marka değeri bağımlı, Piyasa Değeri, EVA ve MVA ölçütleri bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmada 11 bankanın 2012-2018 yılları arasındaki verilerinden yararlanarak ilgili değişkenler oluşturulup, analiz için uygun formata dönüştürülmüştür. Oluşturulan verilerde hem zaman serileri (T=8 yıl) hem de kesitsel seriler (N=11 banka) olduğu için çalışma verileri panel veri özelliğini göstermektedir. Zaman serileri ve yatay kesit analizinin birleştirilmesini ve uygun modellerin test edilmesini sağlayan yöntem panel veri analizi denilmektedir. Bu nedenle çalışmada hem zaman kesiti hem de yatay kesit verilerinin birlikte

kullanılmasına olanak sağlayan ekonometrik bir ilişki analizi araştırmak amacıyla panel veri analizi yöntemi kullanılması tercih edilmiştir.

Çalışmada bankaların marka değeri ile değere dayalı ölçütlerden EVA ve MVA ölçütleriyle birlikte bankaların piyasa değerleri arasındaki ilişki araştırılmış olup, marka değerinin ilgili değişkenleri açıklama gücü ekonometrik modeller oluşturularak panel veri analizi yöntemiyle araştırılmıştır.

Çalışmada verilerinin oluşturulmasında dört veri tabanından yararlanılmıştır. Marka değerleri Brand Finance veri tabanından, firmaların finansal tabloları ise Borsa İstanbul (BİST), Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) ve Finnet Expert veri tabanlarından elde edilmiştir.

Çalışmada uygulamaya alınan firmalar Brand Finance firmasının 2010 yılından itibaren her yıl düzenli olarak açıkladığı Türkiye'nin en değerli 100 markasına sahip firmalar listesinde düzenli olarak yer alan bankalar üzerine yapılmıştır. Araştırmacı tarafından ilgili listede düzenli yer alan banka sayısının ancak 2012 yılından itibaren arttığı görülmüş olup, analize sokulacak olan 11 banka bu sebeple 2012 yılından itibaren çalışmaya alınmıştır. Marka değerleri Brand Finance firmayı tarafından dolar para birimi ile ifade edilmektedir. Bu çalışmada finansal tablo verileri ile uyumlu olması için marka değerleri yılsonu dolar kuru satış fiyatı ile çarpılmak suretiyle TL cinsinden hesaplanmıştır. Çalışmada kullanılan Brand Finance marka değerleri yapısı gereği bir önceki dönemin gerçekleşen değişkenlerinden oluşturulan bir değer olduğu için çalışmada oluşturulan modelde bağımlı değişken olan marka değerlerinin t yılı veri seti alınmış, bağımsız değişkenler olan performans ölçütlerinin ise, $t-1$ yılına ait veri seti kullanılmıştır. Tablo 1'de analizde kullanılan Brand Finance listesinde analiz dönemi boyunca yer alan 11 bankanın bilgileri ve örnek olarak 2012 yılına ait marka değerleri sunulmuştur.

Tablo 1. Analizde Kullanılacak Bankaların Listesi ve 2012 Yılı Marka Değerleri

Sıra	Brand Finance Listesindeki Sırası	Banka İsmi	Sermaye	Kuruluş Tarihi	Marka Değeri (Milyon\$)
1	3	Akbank	Özel	1948	1.582
2	4	Türkiye İş Bankası	Özel	1924	1.569
3	7	Türkiye Garanti Bankası	Yabancı	1946	1.434
4	9	Yapı Kredi Bankası	Özel	1944	1.138
5	13	Türkiye Halk Bankası.	Kamu	1938	859
6	15	Türkiye Vakıflar Bankası	Kamu	1954	737
7	20	Finans Bank	Yabancı	1987	372
8	23	Denizbank	Yabancı	1997	274
9	34	Türk Ekonomi Bankası	Özel	1927	109
10	43	Albaraka Türk Bankası	Özel	1984	84
11	44	Şekerbank	Özel	1953	84

Çalışmada oluşturulacak ekonometrik modelde marka değerleri bağımlı değişken, Tablo 2'de yer alan 3 performans ölçütü ise bağımsız değişkenleri oluşturmaktadır. Bahsedilen ölçütler ile model oluşturulup, ölçütlerin bağımlı değişken olan marka değerini açıklama gücü test edilmiştir.

Çalışmanın hipotezi EVA değerini en iyi açıklayan borsa performans ölçütlerinin hangileri olduğudur. Bu kapsamda çalışmanın temel hipotezi aşağıdaki gibidir.

H_0 : Performans ölçütleri marka değerini anlamlı derecede etkilememektedir.

H_1 : Performans ölçütleri marka değerini anlamlı derecede etkilemektedir.

Belirtilen hipotezler doğrultusunda oluşturulan panel model ise şu şekildedir:

$$MD_{it} = \beta_0 + \beta_1 EVA_{it-1} + \beta_2 MVA_{it-1} + \beta_3 PD_{it-1} + u_{it-1} + \mu_{it-1} \quad (1)$$

MD_{it} : Brand Finans Marka Değeri (t zamandaki)

EVA_{it-1} : Ekonomik Katma Değer (t-1 zamandaki)

MVA_{it-1} : Piyasa Katma Değeri (t-1 zamandaki)

PD_{it-1} : Piyasa Değeri (t-1 zamandaki)

Çalışmanın amacı doğrultusunda geliştirilen model ve modeli oluşturan değişkenler belirlenirken literatürden yararlanılmıştır. Çalışmanın analizinde yararlanmak üzere 1 bağımlı 3 bağımsız değişken oluşturulmuştur. Tablo 2’de çalışmanın analizlerinde kullanılan bağımlı, bağımsız değişkenler gösterilmiştir.

Tablo 2. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Brand Finans Marka Değeri	Yıllara göre Brand Finance 100 Report sayfasından alınmıştır. TL’ye çevrilmiştir.
Ekonomik Katma Değer (EVA)	Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı (NOPAT) – (Sermayenin Ağırlıklı Ortalama Maliyeti (WACC)* x Yatırılan Sermaye)
Piyasa Katma Değeri (MVA)	Firmaların Piyasa Değeri – Özsermayenin Defter Değeri
Piyasa Değeri (PD)	Firmalar için yılsonu kapanış fiyatı ile toplam hisse senedi sayısının çarpımı ile elde edilmiştir.

Brand Finance Marka Değeri: Tablo 2’de çalışmanın analizinde kullanılacak değişkenlerin nasıl oluşturulduğu açıklanmıştır. Çalışmada kullanılacak bankaların Marka değerleri Brand Finance Turkey 100 listesinden temin edilmiş olup, ilgili listede marka değerleri dolar para birimi ile gösterildiğinden dolayı analiz yıllarındaki marka değerleri yılsonu dolar kuru satış fiyatı ile çarpılmak suretiyle TL’ye çevrilmiştir.

EVA: Değere dayalı ölçütlerden EVA’nın hesaplanması Tablo 2’deki formülle görünürde kolay olmakla beraber hesaplanması için gereken ölçütlerin oluşturulması oldukça zordur. EVA’nın hesaplanmasında ilk olarak NOPAT ölçütünün hesaplanmasıdır. NOPAT hesaplanmasında, net faiz geliri, diğer faaliyet giderleri ve düzeltilmiş nakit faaliyet vergileri bulunmuştur. Çalışmada bankaların NOPAT değerlerine, net faiz geliri, diğer faaliyet giderleri ve düzeltilmiş nakit faaliyet vergileri toplamıyla ulaşılmıştır. Yatırılan sermaye ölçütüne bankaların özsermaye tutarlarına ertelenmiş vergi borcu, şerhliye amortismanı gibi bazı eklemeler (düzeltilmeler) yapılarak ulaşılmıştır.

EVA’nın hesaplanmasında *Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)* kullanılmaktadır. AOSM hesaplanmasında öncelikle firmaların *özsermaye maliyetleri* hesaplanmıştır. Firmaların özsermaye

maliyetleri hesaplanırken *Finansal Varlık Fiyatlandırma (CAPM)* modeli uygulanmıştır. CAPM modelini oluşturmak üzere kullanılan risksiz faiz oranı olarak Hazine Müsteşarlığı'nın sitesinde yayımlanan verilerden kuponsuz ve sabit faizli en uzun vadeli Devlet İç Borçlanma Senetlerinin (DİBS) 2011-2017 yılları arasındaki dönem sonu (Mart-Haziran-Eylül-Aralık) yıllık kümülatif bileşik maliyetlerinin ortalaması alınarak ilgili yıllara ait risksiz faiz oranları hesaplanmıştır. CAPM modelinin oluşturulmasındaki bir diğer değişken firmalara ait *Beta (β)* değerleri olup, 8 yıllık bu değerler Finnet Hisse Expert programından elde edilmiştir. İlgili beta değerleri her banka için analiz yıllarında Finnet Export programı tarafından yıllık olarak hesaplanmış şekilde analize alınmıştır. Aynı şekilde CAPM modelinde kullanılan bir başka *değişken piyasanın beklenen getirisinin* hesaplanmasıdır. Bunun için BİST 100 endeksinin yıllık getirileri kullanılmıştır. Analiz dönemi olan 2012-2018 yıllarına ait BİST 100 endeksinin yıllık getirileri araştırmacı tarafından tek tek hesaplanarak 8 yıllık ortalaması alınmıştır. Hesaplanan bu değerler CAPM formülünde yerine konularak firmalara ait özsermaye maliyetleri bulunmuştur.

CAPM'in oluşturulmasındaki diğer önemli ölçüt firmaların *borçlanma maliyetinin* tespitidir. Borçlanma maliyetinin hesaplanması için çeşitli finansal kuruluşlardan bilgiler temin edilmiştir. Bankaların kullandıkları orta vadeli finansman kredisinin değişken faizli olmasına ve spread içermesine rağmen ilgili kuruluşların görüşü alınarak, araştırmacı tarafından her yıl için bu bahsi geçen bankalar tarafından kullanılan faiz oranlarının ortalaması alınarak her yıl için ortak bir borçlanma maliyeti verisi oluşturulmuştur. Yukarıda belirtilen tüm ölçütler hesaplandıktan sonra analiz firmalarının tek tek EVA değerleri hesaplanmıştır.

MVA: Bu değişkenin hesaplanmasında literatür incelenmiş olup, genel kullanımı yaygın olduğu görülen *Firmaların Piyasa Değeri – Özsermayenin Defter Değeri* formülü yardımıyla firmalara ait MVA değerleri oluşturulmuştur. Firmaların piyasa değerinin nasıl hesaplandığı aşağıdaki bölümde açıklanmış olup, özsermayenin defter değerine firmaların finansal tablolarından ulaşılmıştır. Böylece 8 yıllık periyotta tüm firmaların MVA değerleri tek tek araştırmacı tarafından hesaplanmıştır.

PD: İlgili değişkene tüm bankaların yılsonu kapanış fiyatı ile toplam hisse senedi sayısının çarpımı ile ulaşılmıştır. Bankaların yılsonu kapanış fiyatları, Kamuoyu Aydınlatma Platformundan hisse senedi sayısı ise Finnet Export programından sağlanmıştır.

Çalışmanın analizinde panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. İstatistiksel herhangi bir analizde hem zamana göre hem de birimlere göre analiz yapılması gerektiğinde, genellikle bu analizler zamana ve birime göre ayrı ayrı yapılmaktadır. Zamana göre yapılan analizler zaman serileri analizi olmakta, birimlere göre yapılan analizler ise yatay kesit analizi olmaktadır. Zaman serileri ve yatay kesit analizinin birleştirilmesini ve uygun modellerin test edilmesini sağlayan yöntem panel veri analizi denilmektedir (Greene, 2003: 612). Panel veri analizlerinde hem zaman serisi hem de yatay kesit serisi verilerinin uyarlanmasıdaki farklılıkları tahmin etmede kullanılan iki temel yöntem bulunmaktadır. Bu yöntemler *Sabit etkiler modeli* ve *Tesadüfi etkiler modeli* olarak bilinmektedir.

Panel veri analizlerinde kullanılan temel modellerden hangisi analiz yapılmasının uygun olduğu *Hausman (1978) testi* ile sınanabilmektedir. Çalışmada çeşitli durumlara göre oluşturulacak modeller için ilk olarak Hausman testi ile uygun panel veri modeli seçilmiş daha sonraki aşamada ise panel veri analizi için çok önemli olan temel varsayım testleri ile modelin geçerliliği test edilmiştir. Bu varsayımlar; kullanılan değişkenlerde *Otokorelasyon*, *Değişen Varyans* ve *Birimler Arası Korelasyon (yatay kesit bağımlılık)* sorunlarının olmamasıdır. Bahsedilen sorunları göz ardı ederek tahminlerde bulunmak standart hataların sapmalı olmasına neden olup, *t* değerlerinin geçerliliğini kaybetmesine neden olacaktır (Tatoğlu,2016: 8). Bu nedenle bu varsayımların önceden test edilmesi gerekmektedir. Çalışmada bu sorunlar yapılan çeşitli testler ile sınanmış olup, bu durum sonuç tablosu olan Tablo 5'te gösterilmiştir.

Otokorelasyon kısaca; panel veri verileri içinde zaman veya kesit içerisindeki birimler arasındaki ilişkinin varlığıdır. Otokorelasyon test istatistiğinin temel hipotezi (0,05 anlamlılık düzeyinde) aşağıdaki gibidir.

H_0 : Otokorelasyon yoktur.

H_1 : Otokorelasyon vardır.

Panel veri modellerinde olması gereken varsayımlardan birisi de tüm gözlemler için varyansın sabit olması yani değişmemesi durumudur. Kısaca değişen varyans, modeldeki hata teriminin varyansının tüm gözlemler için aynı olmaması sorunudur. Değişen varyans test istatistiğinin temel hipotezi (0,05 anlamlılık düzeyinde) aşağıdaki gibidir.

H_0 : Değişen varyans yoktur.

H_1 : Değişen varyans vardır.

Panel veri analizi modellerinin bir diğer önemli varsayımı birimler arası korelasyonun (yatay kesit bağımlılık) olmaması koşuludur. Bu durumda hata terimleri, birimlere göre bağımsız hareket etmektedirler. Birimler arası korelasyonun test istatistiğinin temel hipotezi (0,05 anlamlılık düzeyinde) aşağıdaki gibidir.

H_0 : Birimler arası korelasyon yoktur.

H_1 : Birimler arası korelasyon mevcuttur.

Varsayımlardan ilki olan birimler arası korelasyon (yatay kesit bağımlılık) testi için çalışmada *T*'nin küçük ve *N*'nin büyük olduğu durumlarda birimler arası korelasyonun varlığını test etmek için geliştirilen *Pesaran CD (2006)* testi kullanılmıştır. Yapılan testin sonucu Tablo 3'de gösterilmiştir.

Tablo 3. Pesaran CD Test Sonuçları (Yatay Kesit Bağımlılık Testi Sonuçları)

Test İstatistiği	Test İstatistiği Değerleri	Olasılık Değeri (%5)
Pesaran CD	16,415	0,000

Tablo 3'e göre 0,05 anlamlılık düzeyinde birimler arası korelasyonun olmadığı H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuca göre birimler arasında korelasyon mevcut olup, bu durum yatay kesit bağımlılığı varsayımı altında çalışabilen ve daha güçlü sonuçlar veren *ikinci kuşak birim kök testleri* ile değişkenlerin durağanlığının sınanmasını gerektirmektedir. Serileri durağan hale getirmek için kullanılan test sonucu Tablo 4'de gösterilmiştir.

Tablo 4. Seri Durağanlık Testi Sonuçları

Değişkenler	CIPS Test İstatistiği		Sonuç	
	Sabitli	Sabitli ve Trendli	Sabitli	Sabitli ve Trendli
EVA	-3,44	-3,52	I(0)	I(0)
MVA	-4,13	-4,22	I(0)	I(0)
M.DEĞERİ	-3,32	-3,34	I(0)	I(0)
PD	-3,27	-3,31	I(0)	I(0)

CIPS kritik değerleri 0.05 anlamlılık düzeyinde sabitli model için **-2,25** sabitli ve trendli model için **-2,79** olarak belirlenmiştir.

Not: Not: Tabloda yer alan CIPS kritik değerleri Pesaran (2006), "A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross Section Dependence" çalışmasının ekler bölümünde yer alan Tablo 2b (sabitli model) ve Tablo 2c (sabitli ve trendli model) tablolarındaki 0.05 anlamlılık düzeyindeki çalışma verilerine uygun olan ($N=11$, $T=8$) değerlerden elde edilmiştir.

Çalışmanın veri setine ve yapısına uygun ($T < N$ ve dengesiz panel) ikinci kuşak birim kök testlerinden Pesaran CADF (2006) testi ile değişkenlerin durağanlığı araştırılmıştır. Değişkenlerin birim kök içerip içermediklerini CIPS test istatistiği ve CIPS kritik değerlerine bakılarak karar verilebilmektedir. Buna göre CIPS test istatistiği CIPS kritik değerinden küçükse H_0 reddedilmekte H_1 kabul edilmekte yani seriler durağandır kararı verilmektedir. Tablo 4 çalışmada kullanılan tüm değişkenlerin her iki modelde (sabitli ve sabitli trendli) CIPS test istatistik değerlerinin CIPS kritik değerlerinden düşük olduğu yani tüm değişkenlerin durağan oldukları görülmektedir. Tablo 4'e bakıldığında görülen "I" sembolü bütünleşme merkezini temsil etmekte olup, parantez içerisinde gösterilen rakam değişkenin hangi düzeyde durağan olduğunu göstermektedir. I(0) sembolü değişkenlerin durağan olduğunu, değişkenlerin farkının alınmasına gerek olmadığını göstermektedir.

Çalışmanın uygulama aşamasında bahsedilen tüm testler gerçekleştirildikten sonra Brand Finance Turkey listesinde yer alan 11 bankanın 2012-2018 yılları arasındaki verilerinden yararlanarak değişkenler oluşturulup, analiz için uygun formata dönüştürülmüştür. Marka değerleri için t yılı, diğer değişkenler için ise $t-1$ yılı baz alınmıştır. Çalışmada oluşturulan modelin varsayım test sonuçları ve analiz sonuçları Tablo 5'te gösterilmiştir.

Tablo 5. Marka Değeri ile Performans Ölçütleri Arasındaki Kurulan Modelin Sonuçları

Bağımlı Değişken: Marka Değeri Yöntem: Tesadüfi Etkiler Modeli Dönem: 2012-2018 Firma Sayısı: 11 Toplam Gözlem Sayısı: 77 Dirençli Tahminci: Arellano, Froot ve Rogers					R-squared (R ²): 0,893 F olasılık: 0,000
Değişkenler	Katsayılar	Standart Hatalar	t-istatistiği	Olasılık (p) değerleri	
Constant	1,48e+14	4,12e+49	4,46	0,000	
EVA	.0408655	.0545457	2,14	0,002*	
MVA	3,131350	.1845674	8,78	0,001*	
Piyasa Değeri	.1289454	.1657824	6,13	0,475	
Test İstatistiği		Test İstatistiği Değerleri		Olasılık Değeri (%5)	
Hausman		7,421		0,006	
Değiştirilmiş Wald Testi		3,445		0,000	
Baltagi-Wu		1,212			
Durbin Watson		1,436			

* %1, ** %5 ve *** %10 anlam seviyesinde anlamlılığı ifade eder.

Çalışmada ilk olarak Hausman test istatistiği uygulanmış olup, Tablo 5'te görüldüğü 0,05 anlamlılık seviyesinde sabit etkiler olduğu kabul eden H₁ hipotezi reddedilmiştir. Modelde değişen varyans sorunu Greene'nin (2000) *Değiştirilmiş Wald Testi* ile sınanmış olup, Tablo 5'e göre 0,05 anlamlılık seviyesinde değişen varyans olmadığını kabul eden H₀ hipotezi reddedilmiştir. Aynı şekilde oluşturulan modelin ardışık bağımlılık yani otokorelasyon sorunu taşıyıp taşımadığı ise Baltagi-Wu'nun (1999) *Yerel En İyi Değişmezlik Testi* ile Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın *Durbin-Watson Testi* sınanmıştır. Bu iki test yorumlanırken genellikle literatürde farklı şekillerde belirlenebilen kritik değerler kullanılmaktadır. Wooldridge (2002)'e göre kritik değer 1,85-2,15 arasında olması gerekirken diğer bazı bilim adamları sadece 2 değerini baz alınması gerektiğini savunmaktadırlar. Genel olarak çıkan test istatistiği sonucu kritik değer olan 2'nin altında ise otokorelasyon sorununun olduğundan bahsedilebilir.

Çalışmada oluşturulan panel modelde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon sorununa rastlanıldığı için Tesadüfi etkiler modeli için sorunları düzeltebilen tek test olan *Arellano, Froot ve Roger* dirençli tahmin edicisi ile ilgili sorunların düzeltildiği varsayılmıştır. İlgili dirençli tahminci ile oluşturulan Tesadüfi etkiler modelinin sonuçları Tablo 5'te gösterilmiştir. Oluşturulan modelin olasılık F-olasılık değerinin 0,000 çıkması tahmin edilen modelin 0,05 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tesadüfi etkiler modeline göre tahmin edilen modelin marka değerindeki değişimleri açıklama gücü R² %89,32 çıkmıştır. Yani modeldeki değişkenler marka değerindeki değişimlerin yaklaşık %90'ını etkilemekte geri kalan %10'luk değişim model dışındaki değişkenler etkilemektedir. Oluşturulan modelde marka değeriyle ilişkili olan ölçütler %1 anlamlılık seviyesinde EVA ve MVA ölçütleridir. Bu modelin oldukça başarılı olduğunu göstermektedir. Tablo incelendiğinde modelde bu ölçütlerin pozitif olduğu ve marka değerini artırıcı etki yaptığı görülmektedir. Bu sonuç özellikle son

yıllarda popülaritesi artan değere dayalı ölçütlerin Brand Finance 100 listesinde yer alan bankaların marka değerleriyle ilişkili olduğunu kanıtlamıştır.

EVA ile marka değeri ilişkisine bakıldığında esasında markanın bir varlık olarak yatırılmış sermayenin önemli bir parçası olduğu anlaşılmaktadır. Marka değeri, firmalara yatırılmış sermayelerini daha etkin kullanma imkânı sağlamaktadır. Çünkü marka değeri arttıkça firmaların marka değeriyle ilgili yaptıkları harcamalar önemli ölçüde azalacaktır. Ayrıca firmalar ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin altında getiri sağlayacak yatırımlara yönelmezse veya ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti düşürebilirse pozitif EVA yaratacaklardır. Marka değerinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini azaltacak bir etkisinin olduğunu söylemek mümkündür. Çalışmada bu durumu kanıtlar nitelikte bir sonuç bulunmuştur.

Daha önce açıklandığı üzere MVA, firmaların piyasa değeri ile yatırılmış sermayesi arasındaki fark olarak hesaplanmaktadır. Marka değerindeki artış, firmaların hisse senedi fiyatlarını da pozitif yönde etkileyerek firmaların yatırımcılar için tercih edilebilir olmasını sağlamaktadır. Yatırımcının ilgisinin asıl sebebi, artan hisse senetleri fiyatları ve marka değerinin de etkisi ile söz konusu yatırımcının firmadan gelecekte beklediği nakit akışlarından kaynaklanmaktadır. Genel olarak *marka değerindeki artış hisse senedi fiyatlarını da artırır* şeklinde bir önerme yapmak suretiyle marka değerinin MVA ölçütünü attıracağını ve bu durumun çalışmada yapılan analizle desteklendiğini söylemek mümkündür. Çalışmada marka değeri ile MVA arasında anlamlı ilişki bulunmuştur.

4. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Son yıllarda bilgi toplumuna geçişle birlikte hayatın her alanında olduğu gibi finans alanında da önemli gelişmeler yaşanmaktadır. Özellikle ülkelerin sermaye piyasalarındaki gelişmeler firma yöneticilerinin ve tasarruf sahiplerinin karar verme şekillerini değiştirmektedir. Firma yöneticileri, yatırımcılar vb, gibi paydaşlar eskiden firmaların kârlılık yapısına göre verimli ve optimal yatırım kararları vermeye çalışırken, bugünlerde firmaların yarattıkları değer üzerine kararlarını şekillendirmeye çalışmaktadırlar. Artık tüm dünyada firmaların değer yaratabildikleri takdirde hissedarlarının servetlerini maksimize edebilir anlayışı kabul görmektedir (Günay. 2018: 129).

Firma değerinin belirlenmesinde maddi olmayan duran varlıkların öneminin fark edilmesinin geçmişi son kırk yıla dayanmaktadır. 1980 yılında S&P 500 firmasının piyasa değerinin %80'i geleneksel muhasebeye dayalı varlıklarından oluşmakta iken, 2002 yılı itibariyle bu oran %25'e düşmüştür. Son yıllarda firma değerlerinin %75'ini ise markaları ve diğer pazarlama tabanlı maddi olmayan varlıkları oluşturmaktadır (Bick, 2009: 117).

Maddi olmayan duran varlıkların başında gelen markanın öneminin gittikçe arttığı son yıllarda marka değerinin firma değerine katkısını araştıran çalışmalar gerek akademisyenler gerekse danışmanlık firmaları tarafından yapılmaya başlanmıştır. Bu doğrultuda çalışmada marka değeri ile ilişkili performans ölçütlerini araştırılmıştır. Çalışmada Brand Finance Uluslararası bağımsız marka değerlendirme

kuruluşunun, Türkiye'nin en değerli 100 markasını açıkladığı listede 2012-2018 yılları arasında sürekli olarak sıralamaya girebilen bankaların verilerinden yararlanılmıştır. Çalışmada; analiz yıllarında sürekli yer 11 bankanın Brand Finance 100 listesinde yer alan marka değerleri ile değere dayalı ölçütlerden EVA ve MVA ve de bankaların yılsonu piyasa değerleri kullanılmıştır. Çalışmada marka değeri ile ilişkili ölçütlerin belirlenmesinde Panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır.

Çalışma sonunda; bankaların marka değeriyle ilişkili olan ölçütler aynı zamanda değere dayalı olan EVA ve MVA ölçütleri çıkmıştır. Çalışmada oluşturulan panel modelde bu ölçütlerin pozitif olduğu ve marka değerini artırıcı etki yaptığı görülmüştür. Bu sonuç özellikle son yıllarda popülaritesi artan değere dayalı ölçütlerin Brand Finance 100 listesindeki bankaların marka değerleriyle ilişkili olduğunu göstermiştir. Brand Finance modelinde hesaplanan marka değerleri sadece finansal değerleri içermemektedir. Brand Finance modelinde marka yönetiminin becerisi, markanın mevcut durumu, markanın aşinalık durumu, markanın işlevsel performansı, müşterilerin konumlandırma becerisi, müşteri algıları, marka tercihi gibi nispeten subjektif veriler ile hasılat artışı, pazar payı, kârlılık gibi nicel objektif verilerin karması kullanılmaktadır. Bu duruma rağmen değere dayalı ölçütlerle oluşturulan modelin başarısı yani marka değeri ile anlamlı ilişkiye sahip olması, kullanılan marka değerlendirme ölçütünün başarısını ortaya koymaktadır. Ayrıca bu durum değere dayalı ölçütlerin başında gelen EVA değişkeninin, Araştırma-Geliştirme giderleri, konumlandırma harcamaları, isim hakkı, marka, yeni süreç geliştirme giderleri gibi firmaların gelecekte yaratacağı değere katkı sağlayacak harcamaları bir değer olarak dikkate almasından da kaynaklanmaktadır. Analizde yer alan geleneksel performans ölçütü olan PD ile anlamlı bir ilişkinin çıkmamasında belirtilen durumların etkili olduğu düşünülmektedir.

Bu çalışmada uluslararası bir bağımsız marka değerlendirme kuruluşunun Türkiye için belirlemiş olduğu marka değerlerini kullanarak, bu değerleri firma performans ölçütleri ile ekonometrik olarak karşılaştıran ilk çalışmalardan birisidir. Bu çalışmadan sonra gerçekleştirilecek çalışmalarda marka değeri ile ilişkili daha çok firma performans ölçütünün kullanılması, diğer marka değerlendirme yöntemlerinin sonuçlarının da karşılaştırılması ve kullanılan alternatif sayısının artırılması araştırmacılara önerilmektedir. Böylece performans ölçütleri ile farklı şekillerde hesaplanabilen marka değerleri arasındaki ilişkilerin istatistiksel olarak kanıtlanması sonucunda yatırımcı, hissedar, yönetici vb. çıkar gruplarına firmaların marka değerlerine göre de yatırım kararları alınabileceği gösterilmiş olacaktır.

KAYNAKÇA

- Akbulut, R. ve Paksoy, M. (2007) "Marka Değerini Etkileyen Faktörler: Seçilmiş Bazı Küresel İşletmelerde Marka Değeri ile Finansal Göstergeler Arasındaki İlişki", *İktisat İşletme Finans*, 22(251): 123-132.
- Alper, D. ve Aydoğan, E. (2017) "Finansal Bazlı Marka Değerinin Firma Performansı Üzerine Etkisi", *International Journal of Academic Value Studies*, 3(16): 141-155.

- Aydın, G. ve Ülegin, B. (2011) "Tüketici Temelli Marka Değerinin Finansal Performans Üzerine Etkisi", *İTÜ Mühendislik Dergisi*, 10(2): 58-68.
- Barth, M., Clement, M., Foster, G. ve Kasznık, R. (1998) "Brand Values and Capital Market Valuation", *Review of Accounting Studies*, 3: 41-68.
- Bacidore, J. vd. (1997) "The Search for the Best Financial Performance Measure", *Financial Analyst Journal*, 11-20.
- Baltagi, B. (2005) "Econometrics Analysis of Panel Data", England: John Wiley&Sons Inc.
- Bick, G. (2009) "Increasing Shareholder Value Building Customer and Brand Equity", *Journal of Marketing Management*, 25(1-2): 117-141.
- Ceylan, I., E. (2019) "A Study on the Brand Value-Profitability Relationship: Hirose Method and Panel Causality Analysis", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Özel Sayı: 389-414.
- Greene, W., H. (1997) "Econometric Analysis", 3rd ed., New Jersey: Prentice Hall..
- Günay, B. (2017) "Marka Değeri Üzerine Bir Araştırma: BİST 100 Örneği", *Akademik Bakış Dergisi*, 61: 364-378.
- Günay, B. (2018) "Firma Değeri ile Performans Ölçüm Yöntemleri Arasındaki İlişki: BİST İmalat Sanayi Örneği" Yayınlanmamış Doktora Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi - Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Güriş, S. (Ed.) (2015) "Stata ile Panel Veri Modelleri", İstanbul: D&R Yayınları.
- Hsu, F. J., Wang, T. Y. ve Chen, M. Y. (2013) "The Impact of Brand Value on Financial Performance", *Advances in Management & Applied Economics*, 3(6): 129-141.
- Kahraman, A. ve Gacar, A. (2019) "Türkiye'deki En Değerli Bankaların Marka Performansları ve Finansal Performanslarının Karşılaştırılması", *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 35: 19-34.
- Koçan, M. ve Gerekan, B. (2017) "Faaliyet Gider Türlerinin Marka Değeri Üzerine Etkisi: Brand Financeturkey-100'de Yer Alan Şirketlere Yönelik Bir Araştırma" *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 19(4): 884-914.
- Madikizela, N., C. (2007) "Evaluation of the Impact of Brand Equity on Shareholder Returns Amongst South African Companies", Master Thesis, University of Pretoria, Business Administration, Pretoria.
- Mortanges, C. P., ve Riel, A. V. (2003) "Brand Equity and Shareholder Value", *European Management Journal*, 21(4): 521-527.

Pesaran, H. (2006) “A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross Section Dependence”
Journal Applied Econometrics, 22(2): 265-312.

Tatoğlu, Y., F. (2016) “Panel Veri Ekonometrisi”, İstanbul: Beta Yayıncılık.

Wooldridge, J., M. (2002) “Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data”, Cambridge: The
MIT Press.

Hakem Değerlendirmesi: Dış bağımsız.

Çıkar Çatışması: Yazar çıkar çatışması bildirmemiştir.

Finansal Destek: Yazar bu çalışma için finansal destek almadığını beyan etmiştir.

Teşekkür:

Peer-review: Externally peer-reviewed.

Conflict of Interest: The author has no conflict of interest to declare.

Grant Support: The author declared that this study has received no financial support.

Acknowledgement:
