T.C.

İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ

DIŞ TİCARET ENSTİTÜSÜ

KÜRESEL PAZARLAMA VE MARKA YÖNETİMİ

YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

HİROSE YÖNTEMİ İLE MARKA DEĞERİNİN BELİRLENMESİ VE MARKA DEĞERİ İLE ŞİRKET DEĞERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ: ARÇELİK - VESTEL VE FORD OTOSAN - TOFAŞ KARŞILAŞTIRMASI.

Yüksek Lisans Tezi

Günay CAN

İstanbul, 2021

T.C.

İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ

DIŞ TİCARET ENSTİTÜSÜ

KÜRESEL PAZARLAMA VE MARKA YÖNETİMİ

YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

HİROSE YÖNTEMİ İLE MARKA DEĞERİNİN BELİRLENMESİ VE MARKA DEĞERİ İLE ŞİRKET DEĞERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ: ARÇELİK - VESTEL VE FORD OTOSAN - TOFAŞ KARŞILAŞTIRMASI.

Yüksek Lisans Tezi

Günay CAN

Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Mehmet SAĞLAM

İstanbul, 2021

Tez Onay Sayfası

ÖZET

Rekabetin gün geçtikçe arttığı, ekonomik dinamiklerin sürekli değiştiği günümüz dünyasında şirketler piyasadaki etkinliklerini koruyabilmek ve yeni piyasalara girebilmek için en az üretim kadar pazarlama faaliyetlerine de önem vermektedirler. Pazarlama faaliyetlerinin yapı taşlarından biri olan marka ve marka değeri konusu da bu sebeple oldukça önemlidir. Soyut bir kavram olması sebebiyle marka değerinin ölçümü ve şirket değerine olan etkisi pazarlama bilimi ile uğraşanların zihinlerini çokça meşgul etmiştir. Bu çalışmanın amacı marka değeri ölçüm yöntemlerinden biri olarak Japonya ticaret bakanlığı tarafından literatüre kazandırılan Hirose yöntemi ile Arçelik , Vestel , Tofaş ve Ford Otosan şirketlerinin marka değerlerini ölçmek ve şirket değeri ile arasındaki ilişkiyi incelemektir.

Hirose yöntemi ile marka değeri hesaplanırken şirketin sahip olduğu markanın şirkete kazandırdığı yüksek fiyat avantajını ortaya koyan prestij değişkeni , şirketin sürdürülebilirliğini ölçen sadakat değişkeni ve şirketin markasını genişletme kapasitesini hesaplayan genişleme değişkeni parametreleri kullanılmıştır. Şirket değeri hesaplanırken ise piyasa bazlı değerleme yaklaşımı seçilerek Fiyat/Kazanç , Fiyat/FAVÖK , Fiyat/Net Satışlar , Piyasa Değeri/Defter Değeri rasyoları kullanılmıştır.

Araştırma verileri, şirketlerin 2016 – 2020 yılları arası Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'a açıkladıkları UFRS standartlarına göre hazırlanan bilançolarından alınmıştır.

Araştırma bulgularında yıllar içinde Arçelik , Ford Otosan ve Tofaş şirketlerinin marka değeri azalırken Vestel 'in marka değerinin arttığı görülmüştür. Bununla birlikte çalışmadaki dört şirketin de yıllar içinde şirket değerlerini arttırdığı gözlemlenmiştir. 2020 yılı itibariyle Arçelik ve Vestel'in marka değerleri şirket değerlerinin üzerindeyken Ford Otosan ve Tofaş'ın marka değerleri şirket değerlerinin altında kalmıştır.

Marka değerinin şirket değeri üzerindeki etkisini incelemek için her bir markaya ayrı ayrı regresyon analizi yapılmış, çıkan sonuçlara göre marka değerinin şirket değeri üzerindeki etkisi Arçelik markası hariç diğer markalarda ortaya çıkmamıştır. Korelasyon analizi sonuçlarına göre ise sadece Arçelik markası için marka değeri ile şirket değeri arasında ilişki olduğu belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Hirose, Marka, Marka Değeri, Şirket Değeri

ABSTRACT

In today's world where competition is increasing day by day and economic dynamics are constantly changing, companies attach importance to marketing activities as much as production in order to maintain their efficiency in the market and to enter new markets. For this reason, the issue of brand and brand value, which is one of the building blocks of marketing activities, is very important. Since it is an abstract concept, the measurement of brand value and its effect on company value have preoccupied the minds of those who deal with marketing science. The aim of this study is to measure the brand value of Arçelik, Vestel, Tofaş and Ford Otosan companies using the Hirose method, which was introduced to the literature by the Japanese Ministry of Commerce as one of the brand value measurement methods, and to examine the relationship between brand value and company value.

While calculating the brand value with the Hirose method, the prestige variable, which reveals the high price advantage of the brand owned by the company, the loyalty variable that measures the sustainability of the company, and the expansion variable parameters that calculate the capacity of the company to expand its brand are used. While calculating the value of the company, the market based valuation approach was chosen and the ratios of Price / Earnings, Price / EBITDA, Price / Net Sales, Market Value / Book Value were used.

The research data are taken from the balance sheets prepared according to IFRS standards announced by the companies to the Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) between 2016 and 2020.

Research findings revealed that while the brand value of Arçelik, Ford Otosan and Tofaş companies decreased over the years, Vestel's brand value increased. However, it has been observed that all four companies in the study have increased company values over the years. As of 2020, while the brand values of Arçelik and Vestel were above the company values, the brand values of Ford Otosan and Tofaş remained below the company values.

In order to examine the effect of brand value on company value, individual regression analysis was performed for each brand. According to the results, the effect of brand value on company value was not revealed for other brands except Arçelik brand. According to the results of the correlation analysis, it was determined that there is a relationship between brand value and company value only for the Arçelik brand.

Keywords: Hirose, Brand, Brand Value, Company Value

ÖNSÖZ

Çalışmamda her daim bilgisini ve tecrübesini benimle paylaşan, çalışmamın her aşamasında desteğini esirgemeyen, titiz ve nitelikli çalışmayı kendine ilke edinmiş saygıdeğer hocam ve tez danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Mehmet SAĞLAM'a teşekkür ve saygılarımı sunarım. Aynı zamanda çalışmama yaptıkları katkılardan dolayı Doç. Dr. Gencay KARAKAYA ve Dr. Öğr. Üyesi Ahmet ERKASAP hocalarıma teşekkürlerimi sunarım.

Çalışmam boyunca manevi desteğiyle daima yanımda olan kıymetli dostum Gürkan DEMİRCİ'ye ve bugünlere gelmemde sonsuz emekler vererek başarımdaki en büyük payın sahibi olan babam Mustafa CAN ile annem Habibe CAN'a teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖZET i
ABSTRACT ii
ÖNSÖZ iii
İÇİNDEKİLER iv
TABLOLAR LİSTESİ vii
ŞEKİLLER LİSTESİ ix
KISALTMALAR x
GİRİŞ 1
1. MARKA KAVRAMI VE DEĞERLEMESİ 3
1.1. Marka Kavramı 3
1.1.1. Marka Bileşenleri 4
1.1.1.2. Marka İsmi 4
1.1.1.3. Marka Logosu 6
1.1.1.4. Marka Sloganları 8
1.1.2. Markanın Soyut Kavramları 10
1.1.2.1. Marka Kişiliği 10
1.1.2.2. Marka İmajı 11
1.1.2.3. Marka Sadakati 12
1.1.2.4. Marka Kimliği 13
1.1.2.5. Marka Farkındalığı 14
1.1.2.6. Marka Konumlandırma 15
1.2. Marka Türleri 16
1.2.1. Amaca Göre Marka Türleri 17
1.2.1.1. Ticaret Markası 17
1.2.1.2. Hizmet Markası 18
1.2.2. Sahibine Göre Marka Türleri 19
1.2.2.1. Ferdi (Bireysel) Marka 19

1.2.2.2. Garanti Markası 19
1.2.2.3. Ortak Marka 20
1.2.2.4. Holding Markası 21
1.2.3. Biçimine Göre Marka Türleri 21
1.3. Marka Değeri ve Kapsamı 23
1.4. Marka Değerinin Önemi 23
1.5. Marka Değerinin Tespitinde Kullanılan Yöntemler 25
1.5.1. Finansal Yöntemler 26
1.5.1.1. Maliyete Dayalı Tespit 26
1.5.1.2. Piyasaya dayalı tespit 28
1.5.1.3. Sermayeye dayalı tespit 29
1.5.1.3.1. Simon ve Sullivan Yöntemi 29
1.5.1.4. Gelire dayalı tespit 30
1.5.1.4.1. Fiyat Primi Yöntemi 31
1.5.1.4.2. İmtiyazdan Kurtulma Yöntemi (Relief from Royalty Method) 31
1.5.1.4.3. Crimmis Metodu 32
1.5.1.4.4. Kern Yöntemi 33
1.5.1.4.5. Hirose Yöntemi 34
1.5.2. Davranışa Dayalı Yöntemler 36
1.5.2.1. Aaker Yöntemi 37
1.5.2.2. Keller Yöntemi 38
1.5.3. Karma Yöntemler 39
1.5.3.1. Interbrand Marka Değerleme Metodu 40
1.5.3.2. A. C. Nielsen Marka Bilançosu Modeli 40
1.5.3.3. Brand Finance Metodu 41
1.5.3.4. BDDO Modeli 42
2. ŞİRKET DEĞERLEMESİ KAVRAMI VE YAKLAŞIMLARI 43
2.1. Değer ve Değerleme Kavramları 43
2.2. Değerlemenin Rolü Ve Önemi 45
2.3. Şirket Değerlemesinin Nedenleri 46
2.3.1. Firma Birleşmeleri ve Satın Almalar 47
2.3.2. Halka Arzlar 47
2.3.3. Hisse Senedi Analizleri 48
2.3.4. Portföy Yönetimi 49
2.3.5. Özelleştirmeler 50

2.3.6. Şirket Değerlemesinin Diğer Nedenleri 50
2.4. Değerlemeyi Etkileyen Faktörler 52
2.5. Değerleme Yaklaşımları 54
2.5.1. Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımları 55
2.5.1.1. Defter değeri yöntemi 56
2.5.1.2. Net aktif değeri 58
2.5.1.3. Tasfiye değeri 61
2.5.2. Gelir Temelli Değerleme Yaklaşımları 62
2.5.2.1. İndirgenmiş nakit akımlarına göre değerleme 63
2.5.2.2. İndirgenmiş kar payları yöntemi 70
2.5.2.3. Özkaynaklara olan serbest nakit akışları yöntemi 71
2.5.2.4. Firmaya olan serbest nakit akışları yöntemi 72
2.5.3. Piyasa Bazlı (Göreceli) Değerleme Yaklaşımları 74
2.5.3.1. Kazanç çarpanları 75
2.5.3.2. Fiyat / kazanç oranı 76
2.5.3.3. P / E oranları ve beklenen büyüme (PEG) 77
2.5.3.4. Defter değeri çarpanları 78
2.5.3.5. Piyasa değeri / defter değeri 79
2.5.3.6. Fiyat / satışlar oranı 81
2.5.3.7. Şirket değeri / satışlar oranı 81
2.5.4 Alternatif Değerleme Yaklaşımları 82
2.5.4.1 Ekonomik Katma Değer Yöntemi 82
2.5.4.2 Yatırımın Nakit Akım Karlılığı 83
3. MARKA DEĞERİ VE ŞİRKET DEĞERİ ANALİZİ 85
3.1. Konu İle İlgili Yapılmış Çalışmalar 85
3.2. Çalışmanın Amacı 87
3.3. Çalışmanın Yöntemi 87
3.4. Çalışmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları 88
3.5. Çalışmanın Önemi 89
3.6. Bulgular 90
3.6.1. Hirose Yöntemi Analiz Sonuçları 90
3.6.1.2. Prestij Değişkenin Hesaplanması 90
3.6.1.3. Sadakat Değişkenin Hesaplanması 93
3.6.1.4. Genişleme Değişkenin Hesaplanması 95
3.6.1.5. Hirose Yöntemine Göre Marka Değerleri 97

3.6.2. Piyasa Bazlı Değerleme Yöntemine Göre Şirket Değerleri 99
3.6.3. İşletmelerin Marka Değerleri İle Şirket Değerlerinin Karşılaştırılması. 103
3.6.4 Regresyon Analizleri..... 111
SONUÇ 118
KAYNAKÇA 122

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1. Marka Sloganları Listesi 9
Tablo 2. Marka Kavramları 16
Tablo 3. Marka Türleri 17
Tablo 4. Marka Değeri Sırası ve İtibar Endeksi Sırası 24
Tablo 5. Marka Değerleme Yöntemleri..... 25
Tablo 6. Şirket Değerlemesinin Nedenleri 46
Tablo 7. Şirket Değerleme Yaklaşımları 55
Tablo 8. En çok ihracat yapan ilk 10 şirket 88
Tablo 9. Dönemler İtibariyle Kıyaslama Yapılacak Firma ve S/SMM Oranı..... 91
Tablo 10. Firmaların 2020 Yılı SMM Verileri 92
Tablo 11. Prestij değişkeni hesaplaması..... 92
Tablo 12. Firmaların 5 yıllık prestij değişkeni değerleri 93
Tablo 13. Firmaların ortalama SMM verileri 94
Tablo 14. Firmaların ortalama standart sapmaları..... 94
Tablo 15. Firmaların 5 yıllık sadakat değişkeni sonuçları..... 94
Tablo 16. Firmaların yıllara göre ihracat rakamları 96
Tablo 17. Firmaların 5 yıllık genişleme değişkeni verileri 96
Tablo 18. Firmaların 5 yıllık prestij değişkeni verileri..... 97
Tablo 19. Firmaların 5 yıllık sadakat değişkeni verileri..... 97
Tablo 20. Firmaların 5 yıllık genişleme değişkeni verileri 98
Tablo 21. ARCLK marka değeri 98
Tablo 22. VESTL marka değeri 99
Tablo 23. FROTO marka değeri..... 99
Tablo 24. TOASO marka değeri..... 99
Tablo 25. BIST Metal Eşya ve Makine Sektöründeki şirketler..... 100
Tablo 26. Şirketlerin son 5 yıllık F/K , F/FAVÖK , F/NS , PD/DD oranları..... 100
Tablo 27. ARCLK Piyasa Verileri 2020 100
Tablo 28. ARCLK şirket değeri 102
Tablo 29. Şirketlerin 2020 yılı şirket değerleri..... 102
Tablo 30. ARCLK Şirket değeri..... 102
Tablo 31. VESTL Şirket değeri..... 103
Tablo 32. TOASO Şirket değeri 103
Tablo 33. FROTO Şirket değeri 103
Tablo 34. ARÇELİK Marka Değeri ve Şirket Değeri İlişkisi 112

Tablo 35. Arçelik Marka Değerinin Şirket Değerine Etkisi Regresyon Analizi Sonuçları... 112
Tablo 36. Arçelik Regresyon Analizi Beta Katsayıları 113
Tablo 37. VESTEL Marka Değeri ve Şirket Değeri İlişkisi..... 113
Tablo 38. VESTEL Marka değerinin Şirket Değerine Etkisi Regresyon Analizi Sonuçları. 113
Tablo 39. VESTEL Regresyon Analizi Beta Katsayıları 114
Tablo 40. FORD OTOSAN Marka Değeri ve Şirket Değeri İlişkisi..... 114
Tablo 41. FORD OTOSAN Marka Değerinin Şirket Değerine Etkisi Regresyon Analizi Sonuçları..... 115
Tablo 42. FORD OTOSAN Regresyon Analizi Beta Katsayıları 115
Tablo 43. TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL Marka Değeri ve Şirket Değeri İlişkisi..... 116
Tablo 44. TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL Marka Değerinin Şirket Değerine Etkisi Regresyon Analizi Sonuçları..... 116
Tablo 45. TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL Regresyon Analizi Beta Katsayıları 117
Tablo 46. Şirketlerin marka değerleri ile şirket değerli arasındaki ilişki. 117
Tablo 47. Şirketlerin Marka Değerlerinin Şirket Değerlerine Etkisi Regresyon Analizi Sonuçları..... 117
Tablo 48. Şirketlerin Regresyon Analizi Beta Katsayıları 118

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Beşiktaş Jimnastik Kulübü logo değişimleri 7
Şekil 2. Çeşitli markalar ve logoları..... 8
Şekil 3. Marka Kişiliğinin Boyutları..... 10
Şekil 4. Aaker'ın marka değeri modeli 38
Şekil 5. Keller'ın Marka Değeri Modeli 39

KISALTMALAR

BIST : Borsa İstanbul

SMK : Sınai Mülkiyet Kanunu

MD : Marka Değeri

PD : Prestij Değişkeni

SD : Sadakat Değişkeni

GD : Genişleme Değişkeni

SPK : Sermaye Piyasası Kurumu

TTK : Türk Ticaret Kanunu

TİM : Türkiye İhracatçılar Meclisi

GİRİŞ

Gün geçtikçe daha da artan globalleşme sonucu şirketler ürettikleri ürünleri hemen hemen dünyanın bütün ülkelerine satabilme olanağına sahip olmuşlardır. Gelişen uluslararası ticaret imkanları beraberinde yeni pazarlara girme arzusu doğurmuştur. Şirketler doğdukları ülkelerin dışında farklı ülkelerin pazarlarına girme konusunda istekli oldukça o ülkenin şirketleri de kendilerini korumaya çalışmış ve hatta karşı ataklarda bulunmuşlardır. Tüm bu süreçlerin sonucunda yüksek bir rekabet ortamı oluşmuştur. Şirketler bu rekabet ortamında varlıklarını koruyabilmek ve avantajlar elde edebilmek adına birçok girişimde bulunmuşlardır.

Şirketler rakiplerinden farklılaşmak ve pazardaki müşterileri kendilerine çekebilmek için daha kaliteli , daha ucuz , daha cezbedici ve benzersiz ürünler üretmeye çalışmışlardır. Ancak günümüz teknolojisi, tüm bu farklılaşma çabalarını kısa sürede kopyalayabilme veya benzerlerini ortaya çıkarabilme kabiliyeti sunmaktadır. Bu durumda şirketler, ürettikleri ürünlerle farklılaşmalarının çok zor olduğunu anlayarak, kendilerini rakiplerinden ayıracak ve bu ayrışmayı kalıcı kılacak markalara ihtiyaç duymuşlardır.

Endüstriyel anlamda ilk örneklerinde yalnızca ürünleri ayırt edebilmek ve farklılaşmak adına kullanılan marka, zamanla çok daha fonksiyonel hale gelmiştir. Markanın gücü, şirketler için benzersiz fırsatlar yaratabilir hale gelmiştir. Kimi üreticilerin ürünleri özelliklerine bakılmaksızın yalnızca markası sebebiyle tercih edilmektedir. Yüzbinlerce üreticinin var olduğu dünya pazarında, pazarlık gücü tüketicideyken güçlü markalarda bu durum tersine dönmüş böylece üreticiler istedikleri fiyatı ve şartları belirler olmuşlardır.

Hem rakiplere hem de tüketicilere karşı büyük bir korunma kalkanı oluşturan marka, şirketler için vazgeçilmez ve ikinci plana atılamaz durumda olmalıdır. Öyle ki günümüzde marka kimliğini oturtabilmiş şirketlerin satın alma ve birleşmeleri sırasında sahip oldukları marka, şirketin tüm maddi duran varlıklarından çok daha fazla değer yaratmaktadır.

Soyut bir kavram olmasına karşın yarattığı değerin çok büyük olması nedeniyle marka ve marka değeri, yalnızca iş dünyasının değil pazarlama biliminin de önemli bir konusudur. Bu değerin hesaplanabilmesi için literatürde pek çok yöntem olmasına karşın görüş birliği yapılmış kesin bir yöntemin var olduğunu söylemek mümkün değildir. Ancak marka değerinin hesaplanabilmesi ve şirketin toplam değerine nasıl bir katkıda bulunduğunun ortaya çıkarılması, şirketlerin uzun vadeli strateji , yatırım ve bütçe planlamaları açısından oldukça önemlidir.

Geçmişte var olup bugün adı dahi hatırlanmayan birçok şirket ve marka olduğu gibi yüzlerce yıldır mevcudiyetini koruyan şirketler ve markalarda vardır. Piyasa, dönemin ve şartların gerekliliklerini yerine getiremeyenleri acımasızca cezalandırarak yok etmektedir. Çağın gerisinde kalmak istemeyen şirketlerin daima araştırma, geliştirme ve yenilenme döngüsü içinde yer alması gerekmektedir. Bu döngünün içinde olarak farkındalığı arttırmanın ve dünyada neler olup bittiğini anlamanın bir yolu da bilimsel çalışmaların takip edilmesinden geçer.

Bu çerçevede ve bu niyetle hazırlanan çalışmanın ilk bölümünde marka kavramı üzerinde durulmuştur. Bir varlığı değerleyebilmek için öncelikle çok iyi tanımak gerekir. Bu bölümde markanın somut varlıkları olan isim , logo , slogan gibi kavramlar açıklanarak neyin marka olduğu belirlenmiştir. Ardından buz dağının görünmeyen kısmı olan markanın soyut kavramları açıklanmıştır. Bu soyut kavramlar esasen değeri oluşturan bileşenlerdir.

Markanın ne olduğu konusu anlaşıldıktan sonra mevcut marka değerleme yöntemleri araştırılmış, kategorilerine ayrılmış ve tek tek incelenmiştir. Bu incelemeler sırasında, bazı yöntemler uygulanırken sayısal verilerin kullanıldığını, bazı değerleme yöntemlerinde ise tamamen davranışa dayalı modellerin oluşturulduğu görülmüştür.

İkinci bölümde ise öncelikler şirket değerlemesinin önemi ve nedenleri üzerinde durulmuştur. Ardından gerek literatürde yer alan gerekse ilgili kuruluşların aktif olarak kullanmakta olduğu değerleme yöntemleri araştırılmış , kategorilerine ayrılmış ve tek tek incelenmiştir. Bu araştırmalar sırasında bazı yöntemleri uygulayabilmek için şirket hakkında dışarıdan ulaşması zor olan detaylı ve özel bilgilere ihtiyaç duyulduğu görülürken kimi değerleme yöntemleri için yalnızca bilanço verilerinin yeterli olduğu görülmüştür.

Tüm bu bilgiler ışığında eldeki verilere ve çalışmanın gerekliliklerine en uygun olan marka değerleme yöntemi ve şirket değerleme yöntemi tespit edilmiştir. Çalışmaya dahil edilecek şirketlerin ihtiyaç duyulan verileri, kamuoyuna açıkladıkları bilançolardan alınmış ve bu doğrultuda değerlemeler yapılmıştır.

Değerlemeler neticesinde elde edilen sonuçlara göre ilgili şirketler birbiriyle karşılaştırılmış ve marka değerleri ile şirket değerleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Yapılan analizlerin ve karşılaştırmaların sonucu elde edilen bulgulara, çalışmanın sonunda yer verilmiştir.

1. MARKA KAVRAMI VE DEĞERLEMESİ

1.1. Marka Kavramı

Marka kavramı hakkında gerek öğretide gerekse mevzuatlarda birçok tanımlama yapılmıştır. Bu tanımlamalar incelendiğinde genelde markanın ilk işlevlerinden olan ayırt etme özelliği ön plana çıkmaktadır. Yapılan tanımlamalar bu özellik üzerinde yoğunlaşmıştır ancak çalışmanın ilerleyen kısımlarında da görüleceği üzere günümüzde markanın birçok farklı işlevi mevcuttur. Bu sebeple gelecekte marka tanımlaması yapılırken çok daha kapsamlı tarifler yazılacağı düşünülmektedir

Marka için yapılan tarifler ana hatları ile aynı çerçeveye sahiptir.

Buna göre marka, bir teşebbüse (işletmeye) ait mal veya hizmetleri başka teşebbüslere ait mal veya hizmetlerden ayırt etmeye yarayan her türlü işarettir (Ünal, 2005: 24-25; Kasapoğlu, 2009: 11; Eldeniz, 2009: 11).

Tanımdan da anlaşılacağı üzere marka bir işarettir ancak herhangi bir işaret, marka olarak değerlendirilemeyecektir. İşaretin en belirgin vasfı, ayırt edici özelliklere sahip olmasıdır (Markalar Kanunu, Resmî Gazete, tarih: 12.3.1965, Sayı: 11951).

Tekinalp de markayı, "bir teşebbüsün mal veya hizmetlerini bir başka teşebbüsün mal veya hizmetlerinden ayıran her türlü işarettir" ifadeleriyle tanımlamıştır (Tekinalp, 2004: 339).

Sözlük anlamı itibariyle "bir nesneyi tanıtmaya, benzerinden ayırmaya yarayan özel isim veya işaret" olarak tanımlanan marka hakkında, doktrindeki bazı yazarlarca "bir ürünün değerini işlevsel amacının ötesinde artıran bir ad, sembol, tasarım ya da işarettir" şeklinde tanımlama yapılmıştır (Farquhar, 1989: 25).

Marka kavramına işletmeler açısından değil de tüketiciler açısından yaklaşan Bozkurt'a göre, bir tüketicinin ürün ya da hizmetlerle ilgili duyduğu, gördüğü, okuduğu, izlediği ya da kendi deneyimleriyle elde ettiği donelere dayanarak o ürün veya hizmet hakkındaki tanımlaması, markayı ifade etmektedir (Bozkurt, 2013: 41).

Bir teşebbüsün "marka" adı verilen ayırt edici özellikteki işaretleri, kişi adları olabileceği gibi harfler, sözcükler, şekiller, sayılar, ürünlerin biçimi ya da ambalajları olabilmektedir (www.mevzuat.gov.tr).

Marka adı verilen işaretler görüntülenebilmekte, baskı yoluyla çoğaltılıp yayımlanabilmektedir (www.turkpatent.gov.tr).

Bir markanın olmazsa olmaz özellikleri, "ayırt edici özellik" taşımasının yanı sıra "çizimle görüntülenebilmesi" yahut da "benzer bir biçimde ifade edilebilmesi" şeklinde tarif edilmiştir. Bir marka işaretinin ayırt ediciliği onun benzerleri ile arasında fark yaratan unsurdur. Öyle ki, tescil tarihinden önceki fiili kullanımı neticesinde ayırt edicilik niteliği kazanan bir marka işareti için yapılan tescil başvurusu, ayırt edicilik unsuru bulunmadığından bahisle reddedilemeyecektir. Marka işaretinin "çizimle görüntülenebilme yahut benzer biçimde ifade edilebilme" unsuru ise onun belirlenebilir olmasını, marka sicilinde saklanabilir olmasını sağlamaktadır (Karahan, 2002).

Marka olarak tescil edilebilecek işaretler şunlardır:

i. Kişi Adları,

ii. Sözcükler,

iii. Şekiller,

iv. Harfler ve Sayılar,

v. Resimler ve Fotoğraflar,

vi. Renkler,

vii. Logo ve Armalar,

viii. Ses ve Kokular,

ix. Malların Biçimi ve Ambalajları (Ünal, 2005: 29-32).

1.1.1. Marka Bileşenleri

1.1.1.2. Marka İsmi

Marka ismi, markayı tanımlamaya yarayan söz veya söz dizinleridir. Markanın unsurları içerisinden sözcükler ile ifade edilen kısım olarak görülmektedir (Mucuk, 1999: 150).

Markalar tıpkı insanlar gibi doğarlar ve büyürler. Tıpkı insanlar gibi markalarda isim sahibi olurlar. Markaya isim vermek marka yaratma sürecinin başlangıç noktası olarak oldukça önemli

bir konudur. Yalnızca kendi başına marka ismi, şirket açısından birçok ipucunu ve çağrışımı barındırır (Emin Şahin, 2019: 14).

Günümüzde gelişen teknolojilerinde yardımıyla firmalar istedikleri ürünü benzer standartlarda üretebilme gücüne erişmiştir. Bu sebeple bir üreticinin ürettiği ürünü diğer üreticilerden ayırmak oldukça önemli bir konudur. Üreticiler ürünlerinde değişiklik yaparak farklılaşamadıklarından kendilerini rakiplerinden ayıracak bir marka ismi koymaktadırlar. Marka ismi sayesinde birbirine çok benzer ürünlerin farklılaşması sağlanır.

Öyle ki bazı durumlarda marka adı ürünün kendi adı olarak anılır hale gelir. Bu duruma örnek olarak; İş bankası ATM makinası olan Bankamatik isminin tüm ATM'ler için kullanılması , Gillette markası sebebiyle tıraş bıçağına Jilet denmesi , Jeep markası sebebiyle üretilen tüm 4x4 araçlara Jip denmesi ve Selpak , Pimapen , Vileda gibi marka isimlerinin ürün ismi yerine geçmesi sayılabilir.

İşletmeler için oldukça önemli olan marka ismi koyulması sırasında çeşitli ifadelerden faydalanılmaktadır. Bunlar, şu şekilde sıralanabilir (Keskin , 2018: 11).

•Kişi adları ya da soyadları (Bosh, Ülker, Honda vs.)

•Yer ve bölge adları (Uludağ Gazoz, American Airlines, vs.)

•Nesne ve Hayvan adları (Puma, Mustang, Apple, Shell, Kristal vs.)

•Kavram veya nitelik adları (Kahve Durağı, Red Lobster, Safeway mağazaları vs.)

•Yapay ya da Uydurulmuş adlar (Kodak, Exxon, Sony vs.)

•Birleşik kelimeden oluşan adlar (Avea, Swatch, Duracell vs.)

•Kısaltmalardan oluşan adlar (IBM, TEB, D&R, PO vs.)

•Ülke vurgusu yapan adlar (Turkcell, Cola Turka, Digitürk vs.)

Marka ismi önemli gereklilikler arz etmediği sürece değişime uğramazlar, işletme veya ürün ile birlikte sonsuza dek yolculuklarını sürdürürler. Bu sebeple yeni kurulan bir işletmeye veya piyasaya sürülen yeni bir ürüne isim koyma hararı üzerinde dikkatle durulması gereken bir husustur.

Başarılı bir marka ismi koymanın başlıca kriterleri literatüre göre şöyle sıralanabilir (Haliloğlu , 2008: 30);

• Söylenişi kolay olmalı, kulağa hoş gelmeli, anlaşılması güç olmamalı, yazımı kolay olmalı;

• Akılda rahatlıkla yer edinebilecek farklılıkta olmalı, dikkat çekmeli ve çarpıcı olmalı;

• Rakiplerini veya diğer sektörlerdeki marka adlarını çağrıştırmamalı, nadir olmalı;

• Çok uzun olmamalı ve ingilizce alfabesindeki karakterler tercih edilmemeli;

• Farklı dillerde hoş olmayan ve ters anlam barındırmamalı;

• Pozitif olmalı;

• Ürünün faydalarını vadeden bir içeriğe veya anlama sahip olmalı, ürünün özelliklerini akla getirmeli, hedef kitleye karşı anlamlı çağrışımlar yapmalı;

• Hedef kitlenin değer yargılarına ters düşmemeli;

• Ürün grubu ile ilgili olmalı yapılan işle uyumsuz olmamalıdır.

1.1.1.3. Marka Logosu

Marka logosu aynı marka adında olduğu gibi ürünü , hizmeti ve ya işletmeyi rakiplerinden ayırmak için kullanılan bir unsurdur. Dünyanın global bir pazar haline gelmesiyle birlikte işletmeler farklılaşma çalışmalarına çok önem vermiş ve bunu sağlayacak yollardan biri olan markaya özel logo tasarımları yapmışlardır (Ries, 2013: 14).

Marka logosu markayı müşteriler tarafından tanınması kolay hale getirmektedir. Örneğin Coca Cola , logosu sayesinde dünyanın her yerinde müşteriler tarafından rahatlıkla tanınabilir durumdadır. Bu tanınma sonucunda pazar payını koruyabilir ve rakiplerinden farklılaşabilir. Müşteriler yalnızca logoya bakarak diğer tüm tanıtım faaliyetleri olmasa bile markayı tanıyabilir.

Marka için en az isim kadar önemli olan logo, zamanla değişimlere uğrayabilir. Bazı markaların yıllar içinde logolarında önemli değişiklikler yaptığı bilinmektedir. Bu değişimlerin sebebi bazen teknolojik gelişmeler , moda ve sanat gibi dışsal etmenler olurken bazen de kurumların kendi imaj politikaları ve stratejileri doğrultusunda olabilir.

Görselde Beşiktaş Jimnastik Kulübünün yıllar içinde logo değişimleri görülmektedir.

Şekil 1. Beşiktaş Jimnastik Kulübü logo değişimleri



Kaynak: https://www.facebook.com/Haberturk/posts/1771578572885531/

Başarılı bir logo'nun sahip olması gereken özellikler şu şekilde sıralanabilir (Keskin , 2018: 14-15).

•Tasarımın özgün ve benzerlerinden ayırt edici özellikler barındırarak kendine has bir yapısı olmalıdır.

•Tasarımlar dijital ortamlarda basılabilir nitelikte olup pratik ve kolay çalışmalar olmalıdır.

•Sözcüklerden bağımsız olarak tasarımdaki görsellik gönderilmek istenen mesajı karşı tarafa iletebilmelidir.

•Tasarımlar her türlü karmaşıklıktan ve abartıdan uzak olması gerektiği kadar sade ve gösterişsiz olmalıdır.

•Markanın imajı ve kimliğine paralel olarak tek bir mesajı açık ve net bir biçimde iletmelidir (hız, güç , prestij vs.).

•Tasarım ait olduğu şirket ve ürünle uyumlu olmalı şirketin imajıyla çelişen yada ürüne uyuşmayan detaylar kullanılmamalıdır.

Başarılı tasarımlara sahip, markanın karakterine ve stratejisine uygun logolar markalar için büyük bir avantaj oluşturur. Aşağıdaki görselde çeşitli markalar ve logoları yer almaktadır.

Şekil 2. Çeşitli markalar ve logoları



Kaynak: http://alllogospictures.blogspot.com/2014/11/famous-logo-design.html

1.1.1.4. Marka Sloganları

Slogan dilimize İngilizceden geçmiş bir kelimedir. Türkçe karşılığı olarak etkileyici söz veya özdeyiş denilebilir. Pazarlama dünyasında ise markanın kendisini müşteriye en etkili biçimde anlatma sanatı olarak tanımlanabilir. Bir başka tanıma göre ise slogan ürün veya hizmetin faydasını ortaya çıkarmak ve birkaç kelimeyle kolay bir şekilde akılda kalıcılığını sağlamak amacıyla oluşturulan mesajlar ya da sözcük gruplarına denir (Ateşoğlu, 2003: 260).

Sloganlar aynı logolar gibi insanların bilinçaltında yer eden unsurlardır. Birçok şirketin sloganları sayesinde akılda kaldığı ve bu sloganların marka kimliğinin önemli bir parçası olduğu söylenebilir. Günümüzde hemen hemen tüm şirketlerin logolarının yanında bir de sloganları vardır.

Günlük hayatımızda sıklıkla karşılaştığımız hatta bazılarını ezbere bildiğimiz sloganların bazıları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 1. Marka Sloganları Listesi

MARKA	SLOGAN	MARKA	SLOGAN
ACE	*Lekelere düşman, çamaşıra dost*	Mc Donald's	*Mc Donald's gibisi yok*
Audi	*Güç kontrol altında*	Nescafe	*Kokusunda davet var*
Banvit	*Lezzet güneşi*	Pepsi	*Daha fazlasını iste*
Beko	*Bir dünya markası*	Pirelli	*Kontrolsüz güç, güç değildir*
Biskrem	*Bi Biskrem versem*	Rejoice	*Yıka ve Çık*
Burger King	*Ateş seni çağırıooo*	Nike	*Just Do It (Sadece Yap)*
Coca Cola	*Hayatın tadı*	Sütaş	*Doğal lezzet*
Garanti Bankası	*Başka bir arzunuz?*	Tefal	*Ne varsa sende var*
Gillette	*Erkek için en iyisi*	Tema Vakfı	*Türkiye çöl olmasın*
Hayat	*Su Hayat'tır*	Turkcell	*Hayat Paylaşınca Güzel*
Lassa	*Sağlamsa Lassa*	Uğur	*Uğur derin dondurucu*
Omo	*Kirlenmek Güzeldir*	Apple	*Think Different*

Kaynak: https://www.ideasoft.com.tr/akilda-kalici-bir-marka-slogani/

İyi bir sloganın sahip olması gereken özellikler şu şekilde sıralanabilir

(Ateşoğlu, 2003: 263).

•Farklı dillerde olumsuz ifadelere yol açmamalıdır.

•Kafiyeli olmalı söyleyişinde ahenk ve ses benzeşmeleri içermelidir.

•Markanın ya da ürünün vadettiği faydayı belirtmelidir.

•Markanın rakiplerinden farklı olduğunu belli etmelidir.

•Kısa , sade , karmaşıklıktan uzak , anlaşılır olmalıdır.

•Akla gelmesi ve akılda kalması kolay olmalıdır.

•Duyanlarda ilgili ürüne ya da markaya karşı merak oluşturmalıdır.

•Uzun yıllar kullanılmaya müsait olmalıdır.

•Yasalara ve bulunduğu toplumun kültürüne uygun olmalıdır.

•Çarpıcı , etkileyici , ilgi çekici ve eğlendirici olmalıdır

1.1.2. Markanın Soyut Kavramları

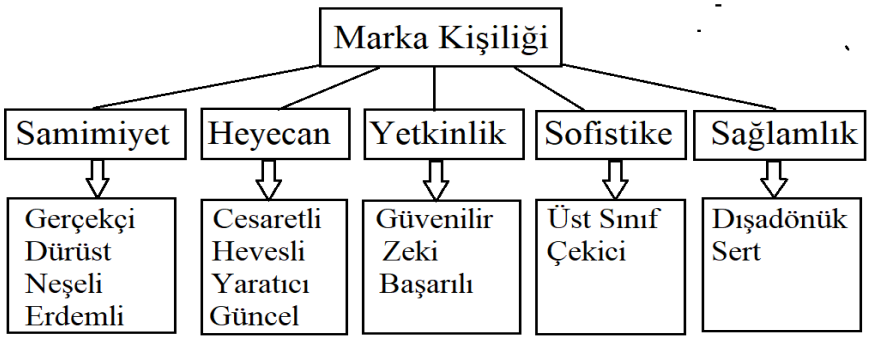
1.1.2.1. Marka Kişiliği

Marka kişiliği kavramı, insanın karakteristik özelliklerini barındıran kişilik kavramı ile ilişkilendirilebilir. İnsanların sahip oldukları kişilik özellikleri gibi markaların da sahip olduğu özellikler vardır.

Marka kişiliği kavramı uygulamada ve literatürde üzerinde pek çok çalışmalar yapılan bir konudur. Ürünün ortaya çıkarılma ve markalaştırma süreçlerinde ürünü benzerlerinden ayırt etmek için bir marka kişiliği yaratılması gerekmektedir. Bir marka yaratırken en karmaşık ve zor olan süreç marka kişiliği oluşturma sürecidir. Marka kişiliği yaratma safhasında, üzerinde çalışılması gereken en mühim husus markanın insani özelliklerinin oluşturulmasıdır. Marka tıpkı bir insan gibi mutlu, enerjik, doğal, sert , kaba gibi özellikler taşımalı ve müşterilerle dost, yoldaş veya öncü görüntüsü çizebilmelidir. (Sönmez , 2015: 79) Bu sebeple marka kişiliği oluşturmadan önce markanın ne tür insani özellikler taşıması gerektiği konusunda detaylı çalışmalar yapılması gerekir aksi halde sert görünümlü olması gereken bir markaya eğlenceli bir kişilik oturtulmaya çalışılırsa markanın verdiği mesajın bütünlüğü bozulabilir

Marka kişiliğinin marka gücünü oluşturmadaki önemi ve etkisi üzerine 1996 yılında önemli bir çalışmaya imza atan David Aaker, yaptığı araştırmalar sonucu marka kişiliğini incelerken beş farklı kişilik belirlemiştir. Bununla birlikte marka kişiliğini ölçmek için yeni bir ölçüm mekanizması ortaya koymuştur. Aaker'in bu çalışmada ortaya çıkardığı beş farklı kişilik boyutu aşağıdaki tabloda yer almaktadır (Mert Döner , 2019: 16).

Şekil 3. Marka Kişiliğinin Boyutları



Kaynak: Mert Döner , 2019 , s.16

Tabloda da görüldüğü üzere marka kişiliğinin boyutları markaya insani vasıflar atfetmektedir. Müşterilerin gözünde markayı kişileştirerek markaya bir anlam yüklemekte ve markanın gücüne katkıda bulunmaktadır (Mert Döner , 2019: 16).

Bazı markalar müşterilerin aidiyet bilinci, yatkınlık , sempatiklik gibi duygusal taraflarına dokunurken bazı markalar da daha rasyonel ve mantıksal yönleri üzerinde etki sahibi olur. Her iki koşulda da marka kişiliğinin müşterilerin satın alma kararları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu söylenebilir. Marka kişiliğinin müşteriler üzerindeki bir başka etkisi ise müşterilerin markadan alışveriş yapması sayesinde markanın taşıdığı kişilik özelliklerine de sahip olacağı düşüncesidir. Böylece müşteriler özendiği veya özlediği yaşam tarzını ifade edebilecek ve başkalarına da yansıtabilecek bir araç bulmuş olacaklardır (Özgüven ve Karataş, 2010: 144-145). Bu sebeple müşterilerini daha da etkilemek isteyen markaların özellikle sosyal medya kanalları aracılığıyla markalarını temsil edecek reklam yüzü kitleleri oluşturduğunu ve bu kitlelerin marka kimliğini yansıtan paylaşımlar yaptığını görmekteyiz.

1.1.2.2. Marka İmajı

Marka imajı kavramı pazarlama ve marka ile uğraşanların üzerinde önemle durduğu bir konudur. Marka imajı, markayı oluşturan tüm bileşenlerin ortak bir mesaj çevresinde birleşerek anlamlı bir duruş sergilemesi olarak açıklanmıştır. Araştırmacılar marka imajını markanın ürün özellikleri , kullanımı ve reklamları ile ilgili düşünceler de dahil olmak üzere toplam izlenimi olarak kavramsallaştırmışlardır. Bununla birlikte marka imajı, müşterilerin kendi imajına yakın gelen bir markanın kişileştirilmesi olarak tanımlanabilir (Dağ ,2020: 81).

Markanın ortaya koyduğu imaj tüketicilerin satın alma kararlarında büyük etkiye sahiptir. Benzer ürünler arasından seçim yaparken marka imajının yarattığı farklılaşma müşteride anlam bulabilir, olumlu algılar oluşturabilir. Bu algılamalar sonucu müşteriler ürünleri kendilerine daha yakın hissederek devam eden bir satın alma döngüsü içerisine girebilirler (Dağ ,2020: 81). Devam eden satın alma döngüsü oluşturabilmek aslında marka yaratma faaliyetlerinin en temel amaçlarından biridir.

Markayla yaşanılan tecrübeler, markanın güçlü ve zayıf yönleri, olumlu ve olumsuz tarafları gibi olgularla birlikte markanın ismi, sembolü , paketlemesi ve verdiği hizmetlerin kalitesi müşterilerin zihninde bir etki yaratır. Bu etkinin müşterilerin zihninde algılanması ile birlikte

marka bir imaj oluşturmuş olur. Kısacası marka imajı müşterilerin markaya karşı algıladıklarının bütünüdür (Çifçi , 2006: 41).

Marka imajının karakteristik özellikleri şu şekilde sıralanabilir;

•Marka imajı, müşterilerin zihninde ortaya çıkan marka ile ilgili bir kavramdır.

•Marka imajı, müşterilerin duygusal veya bir nedene dayanan yorumuyla ortaya çıkan sübjektif ve algılanabilen bir görüntüdür.

•Marka imajı ürünün teknik ya da fiziksel özellikleriyle ilişkili değildir. Ortaya konan pazarlama aktiviteleri sonucu oluşturulmaktadır.

•Marka imajı oluşturulurken gerçeklerden ziyade algılar önemlidir (Sönmez , 2015: 91).

Marka imajı sayesinde markaya ait ürünlerin özellikleri çok kısa bir sürede müşterilerin zihinlerinde belirir ve akılda kalıcılığı sağlar. Örneğin Harley Davidson markası yarattığı imajla birlikte aykırı , özgürlüğüne düşkün , kural tanımayan , erkeksi ve güçlü bir profil çizmektedir. Bununla birlikte Vespa motosiklet markası ise daha sosyal , cana yakın , genç ve makul bir imaj oluşturmuştur. Oluşturulan bu farklı imajlar sayesinde müşteriler kendilerini yakın hissettikleri imajın ürününü satın alma eğilimine yatkındırlar.

Tüm bu sebeplerden dolayı marka imajı müşteride kendi tarzına yakın olan markalarla daha güçlü ilişkiler kurma isteği uyandırır. Markanın kişileşerek müşterinin imajını oluşturan önemli bir etken olduğunda müşteri markaya karşı bir tutku ve aşk hissedecektir. Bunun sonucunda müşteriler kullandıkları markalara insani özellikler atayarak duygusal bir sevgi bağı oluşturur. Yapılan araştırmalara göre X kuşağı müşterileri satın alma kararlarını rasyonel ve analitik değerlere dayalı gerçekleştirirken Y ve Z kuşağı gençlerin markanın imajı ve markanın hissettirdikleri gibi daha duygusal değerlere göre gerçekleştirdiği belirlenmiştir (Karaman , 2020: 26).

1.1.2.3. Marka Sadakati

Marka sadakati kavram olarak devamlı satın alma niyeti, müşterinin ürüne daha fazla ödemeye istekli oluşu ve müşterilerin markayı çevrelerine tavsiye etmesi şeklinde tanımlanabilir. Tüketici ile marka arasındaki ilişkinin en önemli yapılarından biri olan marka sadakati tüketici-

ürün arasındaki ilişkiden ziyade tüketici-marka arasındaki ilişkiyi ortaya koyar (Sönmez, 2015: 83).

Marka sadakati uzun bir oluşum süreci gerektirir. Müşterilerin elde ettikleri olumlu tecrübeler ve aldıkları tavsiyelerinde etkisiyle satın alma kararlarına etki edecek noktalara ulaşır. Birbirine alternatif olabilecek ürünler arasından seçim yaparken marka sadakati bulunan müşterilerinin üründen ziyade markayı ön plana çıkarması ve buna göre karar alması muhtemeldir.

Müşteriler başlangıçta ya yakın çevrelerinden aldıkları tavsiyelerle ya da reklam çalışmaları sayesinde deneme yöntemiyle bir markayı satın alır. Eğer almış olduğu marka müşterinin beklentisini karşılayacak nitelikteyse markayı güvenilir, tanıdık ve tatmin edici bulduğu için satın almaya devam eder. Eğer marka müşteri açısından doğru fiyatta , doğru kalitede , doğru imajda ve doğru özelliklerde ise müşteri ürün için daha fazla ödemeyi kabul edecektir. Bununla birlikte çevresine de bu markayı ve ürünü tavsiye edecektir. Müşterinin tüm bu faaliyetleri yerine getirip sürekli olarak markayı satın alma alışkanlığı kazandığında sadık bir müşteri olduğu söylenebilir (Çifci , 2006: 47).

Sadık müşteriler işletmelerin gelecek nesiller boyu ayakta kalabilmesi için oldukça önemlidir. Sadık müşteri kitlesi oluşturabilmiş işletmeler kriz dönemlerinde dahi ayakta kalabilmiş yeri geldiğinde rekabetin yıkıcı gücünden korunabilmiştir. Sadık müşteriler markanın yeni çıkardığı ürünlere anında talep oluşturur ve ürünü diğer müşteri kitlelerine yayar. Örneğin Apple şirketinin sadık müşterileri yeni çıkan telefon modeli için günler öncesinden sıraya girerek uzun kuyruklar oluşturur.

1.1.2.4. Marka Kimliği

Marka kimliği müşteriler ile marka arasında kurulan bağı sağlayan mesajlar bütünüdür. Oluşturulmaya çalışılan tüm marka stratejilerinin toplandığı ve tek bir görüntü oluşturduğu olgu marka kimliğidir. Bu kimlik bütün olarak markayı kapsayarak rakiplerinden net bir biçimde farklılaşmasını sağlar. Dolayısıyla marka kimliği, markayla ilgili soyut ve somut her bir detayın toplandığı noktadır (Barış Polat , 2020: 53).

Marka kimliği markayla ilgili birçok detayı içinde barındırabilir. Müşteriler marka ile ilk kez karşılaştıklarında bu kimliği görürler ve zihinlerinde kimliğin çağrıştırdığı olgular belirir. Bu sebeple müşterilerin taleplerini karşılayacak, onların zihinlerinde olumlu etkiler bırakacak

kimliklikler oluşturulmalıdır. Bu kimlikleri oluşturma başarısını gösterebilen işletmeler uzun yıllar boyunca ayakta kalmayı ve daima hatırlanır olmayı sağlamışlardır.

Güçlü ve başarılı bir marka yaratmak isteyen işletmeler, markasını , müşterilerini , rakiplerini ve pazarı detaylı bir şekilde analiz etmeli ve buradan elde ettiği bilgilerle uygun bir marka kimliği oluşturmalıdır. İşletmelerin müşterilerine sunduğu hizmetlerin toplamı marka kimliğini inşa eder.

Başarılı bir marka kimliği oluşturmanın işletmeye sağladığı yararlar şu şekilde sıralanabilir (Sönmez, 2015: 90).

•İşletmeyi rakiplerinden farklılaştırır.

•Müşteriyi satın almaya teşvik eder.

•Müşteriye güven aşılamaktadır

•Müşteri ürüne karşı duygusal bağ oluşturur.

•Markayı yaygınlaştırmak için sağlam zemin oluşturur.

•İşletmeleri pazarda güçlü bir konuma getirir.

1.1.2.5. Marka Farkındalığı

Marka farkındalığı müşterinin çeşitli alternatif markalar arasından belirli bir markayı hatırlayarak seçebilmesi kabiliyetidir. Müşterilerin zihinlerindeki markanın varlık gücü o markanın farkındalığıdır (Barış Polat , 2020: 34).

Marka farkındalığı müşterilere satın alma kararları sırasında yol gösterici olmaktadır. Müşterilerin zihinlerinde yer tutmuş markalar diğerlerine nazaran çok daha tercih edilir olmaktadır. Müşteriler yeni bir markayı denerken ödedikleri ücretin beklentilerini karşılayıp karşılamayacağına dair bir riske girmiş olurlar. Ancak genelde bu riski almak istemeyen müşteriler geçmişte bildikleri markayı tercih etme eğilimindedirler böylelikle defalarca tercih edilen markanın farkındalığı oluşur (Sönmez , 2015: 94). Özellikle yeni fikirlere kapalı ve riski sevmeyen müşteri kitlesi alıştığı ve marka farkındalığı kazandığı markanın sadık müşterisi olarak otomatik satın alma davranışı oluşturur bu durum marka açısından önemli bir sabit gelir kaynağı oluşturabilir.

Markaların rakiplerinden farklılaşabilmesi için tanınır olması gerekir tanınırlık marka için yeterli bilgiye sahip olunması ile sağlanır. Bir başka konu ise hatırlanır olmaktır. Markanın hatırlanır olabilmesi için müşteriye markayla ilgili ufak bir bilgi verildiğinde geri kalan bilgileri hatırlayacak durumda olmasıdır. Marka farkındalığı kavram olarak, bilinirlik ve hatırlanırlık ile beraber marka tercihlerini etkileyebilmektedir (Barış Polat , 2020: 34).

Marka farkındalığı oluşturmak için şirketlerin başvurduğu birçok alternatif seçenek olmakla birlikte en yaygın olanları TV reklamları , Sosyal medya ve canlı etkinliklerdir. Topluma mal olmuş ünlülerin reklam yüzü olarak kullanılması ya da sosyal medya fenomenleri aracılığıyla marka farkındalığı yaratılmaya çalışılır. Reklam ve pazarlama harcamalarının yapılması ile güçlü bir marka farkındalığı yaratma yolunda yatırım yapılmış olur.

1.1.2.6. Marka Konumlandırma

Konumlandırma müşterilerin ürünleri önemli niteliklerine göre tanımlamaları demektir. Bir başka deyişle müşterinin zihninde bir ürünün rakiplerine kıyasla nasıl bir konumda durduğudur (Özbey , 2012: 73).

Marka konumlandırma çalışmaları, markayı müşteri zihninde rakiplerinden daha ileri noktalara taşımayı hedeflemektedir. Bu bağlamda marka konumlandırma markanın hedeflediği müşteri kitlesine takdim ettiği özelliklerin tamamını içinde barındırmaktadır. Konumlandırma analiz edilerek net olarak ortaya konmuş olan hedef kitleye yönelik faaliyetlerin tamamını içermektedir. Bu noktada önemli olan markanın rakiplerden farklılaşarak müşteri zihninde bir yere konumlandırılmasıdır (Dağ , 2020: 59).

Marka konumlandırma, markanın müşteriye sunduğu vaatlerin ve niteliklerin toplamını belirtmektedir. Bu konumlandırmanın amacı markayı hedeflenen kitlenin zihninde rekabet edebilen üstünlük ve prestij taşıyan bir konuma oturtmaktır. Konumlandırma amacıyla tüketicilerin zihninde markaya yönelik olumlu izlenimlerin yaratılması ve bu izlenimlerin sonucunda müşterinin markayı rakiplerinden farklı bir yere konumlandırması sağlanmalıdır (Tüysüz , 2018: 27). Marka konumlandırmasının yapılmadığı durumlarda müşteriler markayı zihinlerinde doğru noktaya oturtamayabilirler bu durumda markanın diğer unsurları da zarar görebilir. Markayı bir binaya benzetirsek binanın temeli marka konumlandırması olacaktır.

Tüm bu açıklamalar ışığında markayla ilgili kavramlardan olan ve birbirleri ile karıştırılan kavramlar arasındaki temel farklılıkları gösteren tablo aşağıdaki şekildedir (Barış Polat , 2020: 63).

Tablo 2. Marka Kavramları

Marka Kimliği	Marka sahipleri tarafından ortaya çıkarılır, Tüketiciler markayı nasıl algılamak istiyorsa o yönde belirlenir.
Marka Kişiliği	Markaya müşteriler tarafından atfedilen kişilik özellikleridir.
Marka İmajı	Markanın müşteriler tarafından nasıl algılanacağını belirler.
Marka Konumu	Markanın kimliğinin ve değerlerinin tüketicilere aktarılarak markanın pazardaki durumunu ortaya koyar.

Kaynak: (Barış Polat , 2020: 63)

Görüldüğü üzere bu kavramlar birbirleri ile oldukça içli dışlı olmalarının yanı sıra temelde bir takım farklılıklara sahiptirler.

1.2. Marka Türleri

Çalışmanın bu kısmına kadar olan bölümde markanın hangi bileşenlerden oluştuğunu ve hangi soyut kavramları içerdiğini gördük. Bu bölümde ise markanın türleri incelenecektir.

Günümüzde marka denildiğinde akla aynı özelliklere sahip tek bir olgu geliyor olsa da aslında her marka birbiri ile aynı özellikleri taşımaz. Markalar zaman içinde birçok farklı türlere ayrılmıştır. Bu ayrım yapılırken kimi zaman markaya sahip şirketin yapmış olduğu işin tanımı kimi zaman işi yapan kişi kimi zaman da markanın biçimi ön plana çıkmıştır. Markaların türlere ayrılması sayesinde sıfırdan marka yaratacak kişiler, yaptıkları işe uygun marka yapıları oluşturmada zorlanmayacaklardır.

Aşağıda yer alan tabloda literatürde en çok karşılaşılan marka türleri yer almaktadır. Marka türleri 3 temel ayrım üzerine listelenmiştir.

Tablo 3. Marka Türleri

Marka Türleri		
Amacına Göre Marka Türleri	**Şahsa Göre Marka Türleri**	**Biçimine Göre Marka Türleri**
1. Ticaret Markası	*1. Ferdi Marka*	*1. Kelime Markası*
2. Hizmet Markası	*2. Ortak Marka*	*2. Şekil Markası*
	3. Garanti Markası	*3. Kombine Markası*
	4. Holding Markası	*4. Ses Markası*
		5. Koku Markası
		6. Hareket Markası
		7. Harf Markası
		8. Tat Markası

Kaynak: (Alan ve Yeloğlu, 2013 s. 13)

1.2.1. Amaca Göre Marka Türleri

Bir markanın temel kullanım amacı, üzerinde yer aldığı ürünü diğer ürünlerden farklılaştırarak ayırt edilmesini sağlamaktır. Farklılaştırma gerek soyut özellikler gerekse somut özellikler bakımından gerçekleştirilmelidir (Yılmaz 2007: 6). Amaca göre markalar ticaret markası ve hizmet markası olarak ikiye ayrılmaktadır. Bu ayrımdaki temel çıkış noktası markanın ait olduğu işletmenin iş kolu ve iş yapma şeklidir.

1.2.1.1. Ticaret Markası

Ticaret markası için mal markası tabiri de kullanılmaktadır. Buradan hareketle, taşınır (menkul) bir malla ilgili olan ve bu taşınır malların üzerine ya da ambalajına konulan marka işaretleri, ticaret markası olarak adlandırılır (Güven 2019: 11). Bir başka tanıma göre ticaret markası, malların hangi üretim gücü tarafından üretilmiş olduğunu veya hangi üretim gücü tarafından piyasaya sürüldüğünü gösteren işaretlere denilmektedir (Uzun 2020: 23). Markanın endüstride kullanımının ilk örnekleri de ticaret markaları olmuştur. Bu marka türünün temel amacı kişilik veya imaj oluşturmaktan ziyade ürünün üretildiği üretim gücünü ortaya çıkartmaktır.

Ticaret markaları, kendi içinde üretici markası ve dağıtıcı markası olarak ikiye ayrılmaktadır.

Üretici markası, markaya konu ürünün üretimini bizzat gerçekleştiren firma ve işletmelerin markasıdır. Burada üretici firma, ürettiği ürünün nitelikleri konusunda tüketicilere, müşterilere, kamuoyuna ve paydaşlara bir taahhütte bulunmakta ve üretici markası sorumluluğunu yüklenmektedir (Uzun , 2020: 24).

Dağıtıcı, markası literatürde perakendeci markası olarak da adlandırılmaktadır. Kurumsal niteliğe sahip ve perakende gücü yüksek işletmeler (BİM, A101, Şok, Migros, Carrefoursa gibi), tüketiciye sundukları bazı ürünleri kendileri üretmek yerine başka firmalara ürettirmektedir. Ancak üretilen bu ürünlerde üretici işletmenin değil ürettiren (perakendeci) işletmenin markası yer almakta ve piyasaya bu marka altında sunulmaktadır. Bu yöntemi uygulayanlar ise genellikle süpermarket zincirleridir (Uzun, 2020: 24). Bu durumun bir benzeri de tekstil sektöründe büyük markaların küçük atölyelere fason üretim yaptırarak kendi markaları altında satmalarıdır.

1.2.1.2. Hizmet Markası

Hizmet markaları, bir işletme veya firmanın sunduğu hizmetlerin diğer firmaların sunduğu hizmetlerden farklılaştırılmasını / ayırt edilmesini sağlayan marka türüdür (Yılmaz, 2007: 16).

Benzer bir tanımla, ürün / mal yerine hizmet sunan işletmelerin bu hizmetlerini tanıtmak amacıyla kullandıkları markalar, hizmet markası olarak değerlendirilmektedir (Güven, 2019: 12).

Bu kapsamda eğitim, Bankacılık ve sigortacılık, otelcilik, kiralama hizmetleri, danışmanlık ve sağlık sektörü gibi çok çeşitli alanlarda ürün / mal sunmadan faaliyet gösteren ve temel işlevi hizmet sunmak olan işletmelerin markaları hizmet markasıdır (Tosun, 2014: 23).

Hizmet markalarının ticaret markaları gibi ürün / mal üretmiyor oluşu, hizmet üretiminin soyut bir kavram olması gibi sorunlar hizmet markalarının rekabetteki durumunu zorlaştırdığı gibi markalaşmayı da gerekli kılmaktadır. Turkcell, THY ve Türk Telekom gibi markalar hizmet markasına örnek gösterilebilir (Uzun, 2020: 24-25). Hizmet markaları, özellikle teknolojinin gelişmesiyle birlikte çok hızlı artış gösteren yazılım tabanlı şirketlerde kullanılmaya elverişlidir.

1.2.2. Sahibine Göre Marka Türleri

Marka türlerinden bir diğeri de markayı sahipliğine göre ayıran sahibine göre marka türleridir. Sahibine göre marka türünde temel belirleyici adından da anlaşılacağı üzere markaya sahip olan kişi , kişiler veya kurum ve kuruluşlardır. Bu başlık altında ferdi (bireysel marka), garanti markası, ortak marka ve holding markası incelenecektir.

1.2.2.1. Ferdi (Bireysel) Marka

Marka üzerindeki mutlak hakkın bir kişi veya bir gruba ait olduğu ve bu kişilerin bireysel olarak ya da birlikte mülkiyet hükümleri çerçevesinde mutlak hak sahibi oldukları; ayrıca bu haklarını kullanabildikleri marka türü için ferdi marka tanımlaması yapılmıştır. Ferdi markalar, gerçek ya da tüzel kişilerin herhangi bir kurum, kuruluş yahut kişiye bağlı olmaksızın kullanabildikleri markalardır. Bunun yanında ferdi marka sahipleri, marka hakkı ihlal edildiğinde marka hakkının korunmasını da talep edebilirler. Ferdi marka üzerinde el birliği (iştirak halinde mülkiyet) veya paylı hak sahipliği (müşterek mülkiyet) bulunması mümkündür. Ferdi markalar için Ülker, Arçelik ve Selpak örnek gösterilebilir (Uzun, 2020: 25; Güven, 2019: 12). Ülkemizde genelde belli ailelerin yönettiği önemli şirketler bu grubun altında yer almaktadır. Çoğunlukla kurucusunun soyadını alan bu şirketler nesiller boyu tek bir aile veya grup tarafında yönetilirler.

Ferdi markalar hakkındaki bir başka tanıma göre, markadan elde edilen hakların tek bir kişiye mahsus olduğu ve ilgili kişinin bu hakları ancak tek başına kullanabileceği marka türüne ferdi marka denilmektedir. Burada marka sahibinin gerçek kişi ya da tüzel kişi (özel hukuk ya da kamu tüzel kişisi) olabilmesi mümkündür (Yılmaz, 2007: 16).

1.2.2.2. Garanti Markası

Garanti markası, Sinai Mülkiyet Kanunu (SMK)'nun 31'inci maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre,

Madde 31: *(1) Garanti markası, marka sahibinin kontrolü altında birçok işletme tarafından o işletmelerin ortak özelliklerini, üretim usullerini, coğrafi menşelerini ve kalitesini garanti etmeye yarayan işarettir.*

(2) Garanti markasının, marka sahibinin veya marka sahibine iktisaden bağlı olan işletmenin mal veya hizmetlerinde kullanılması yasaktır. (https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6769.pdf, erişim tarihi: 05.12.2020).

Marka sahibinin belirlediği koşulları yerine getirdiği takdirde her işletme, garanti markasını kullanabilecektir. Burada markayı kullanmak isteyen işletme, garanti markasının sahibi ile sözleşme imzalayarak kendi yaptığı işlerin standartlara ne denli uygun olduğunu garanti markasına denetlettirmektedir (Güven, 2019: 12).

Buradan hareketle garanti markası, malın üreticisini değil; o üreticinin ürettiği mal veya hizmetin kalitesini ve niteliklerini tanımlamaktadır. Garanti markasına örnek olarak Türk Standartları Enstitüsü tarafından işletmelere verilen uygunluk belgesi kapsamında kullanılan TSE markası ile Uluslararası Standartlar Örgütü (ISO) tarafından işletmelere verilen ISO 9000 ve ISO 9001 markaları sayılabilir (Yılmaz, 2007: 17).

Özellikle ihracat ile uğraşan şirketlerin ürünlerini sattıkları ülkelere uyumluluğunu sağlayan çeşitli garanti markalarını kullanmaları gerekir. Örnek olarak Avrupa Birliği ülkelerinin mevzuatlarına uygunluğunu ortaya koyan 'CE' işareti gösterilebilir.

1.2.2.3. Ortak Marka

SMK'nın 31'inci maddesinin üçüncü ve dördüncü fıkralarında ortak marka hakkında şu ibarelere yer verilmiştir:

"Ortak marka, üretim veya ticaret ya da hizmet işletmelerinden oluşan bir grup tarafından kullanılan işarettir. Ortak marka, gruptaki işletmelerin mal veya hizmetlerini diğer işletmelerin mal veya hizmetlerinden ayır etmeye yarar. " (www.mevzuat.gov.tr).

Ortak marka, kanundaki madde metninden de anlaşıldığı üzere üretim, hizmet ve ticaret işletmelerinden meydana gelen bir grup gerçek ya da tüzel kişilerin belli bir sözleşme etrafında bir araya gelmek suretiyle oluşturduğu marka türüdür. Bu kapsamda kooperatif ve birliklerin, birer garanti markası olduğunu söylemek mümkündür. Örneğin zeytin / zeytinyağı üreticilerinin oluşturduğu bir kooperatifin üyeleri, ürünlerini satmak ve ürünlerinin pazardaki rekabet şansını artırmak için ortak bir marka kullanabilecektir (Uzun, 2020: 26-27).

Genelde ülkemizde tarım ve hayvancılık gibi faaliyetlerde bulunan çok çeşitli kooperatifler vardır. Bu kooperatiflerde irili ufaklı birçok üretici kendi ürünlerini üreterek kooperatif markası

altında satış yapabilmekte ve bu sayede markaya sahip olmanın avantajlarından faydalanmış olmaktadır.

1.2.2.4. Holding Markası

Holding markası, bir holding bünyesinde yer alan şirketlerin üretmiş olduğu mal ve hizmetleri tanıtmak için kullanılan; mal ve hizmetlerin rakip firmaların mal ve hizmetlerinden ayırt edilmesini sağlayan ortak bir markadır.

Bu kapsamda Sabancı Holding bünyesindeki işletmelerde kullanılan ve mavi zeminli daire içerisinde yazılmış olan "SA" harfleri ile Koç Holding bünyesindeki işletmelerde kullanılan "koçboynuzu" marka işareti, holding markasına gösterilecek örneklerdendir (Yılmaz, 2007: 17).

Koç Holding ve Sabancı Holding markalarının ortak marka olduğu; zira bu holdinglere bağlı olan işletmelerde üretilen mal ve hizmetleri, diğer işletmelerin mal ve hizmetlerinden ayırt etmeye yaradığı şeklinde görüşler öne sürüldüğü gibi holding markalarının ortak markadan farklı olduğunu ileri süren görüşler de mevcuttur.

Bu görüşe göre, holding markasının sahibi, bir grup değil, holdingin bizzat kendisidir ve holding markası sadece holding şirketinin üzerine tescillidir. Bu nedenle bünyesinde birçok marka içeren holding markaları ortak marka olarak sayılamayacaktır (Güven, 2019: 13).

Burada ortak marka ile holding markasını ayıran bir unsur da şudur: madde metninde düzenlendiği üzere ortak marka, birden çok üretim, hizmet veya ticaret işletmesinin bir araya gelerek bir üst marka oluşturması söz konusudur. Holding markasında ise genellikle bunun aksi yönde bir işleyiş söz konusu olmaktadır. Holding şirketi ve markası kurulduktan sonra ticari hayatın işleyişi içinde alt işletme ve markaları kurmaktadır.

1.2.3. Biçimine Göre Marka Türleri

Biçimine göre marka türlerini marka olarak tescil edilebilecek işaretler şeklinde anlamak mümkündür. Dolayısıyla kelimeler, harfler, sesler, kokular, şekiller ve hareketler ile bu unsurlardan birkaçının bir araya gelmesi mümkündür. Ayrıca şahıs ve şehir isimleri ile sloganlar da marka olarak kullanılabilen unsurlardır (Yıldız, 2015: 16)

Kelime markaları, ister anlamlı olsun ister anlamsız olsun sözcük ve sözcük gruplarından oluşmaktadır. Bu kapsamda, kişi ve şehir isimleri başta olmak üzere uydurulmuş, türetilmiş ya da deforme edilmiş sözcükler, sıfatlar, internet adları ve etkinlikler kelime markası kategorisinde sıkça rastlanan marka türleridir. Diğer taraftan kelime markaları da işletmelerin marka seçiminde en çok rağbet ettiği marka biçimleridir (Yılmaz, 2007: 17).

Kelime markaları için "impossible is nothing" sloganı ve "www.yemeksepeti.com" alan adı iyi bir örnektir (Yıldız, 2015: 16). Şekil markaları, sembol, şekil veya desenlerden oluşmaktadır. Bu şekil ya da semboller o markaya özgü olarak tasarlanmıştır ve o markanın ayırt edici özelliğidir. Örneğin Lacoste markasındaki timsah sembolü ya da Apple markasının sembolü olan ısırılmış elma ve Coca cola'nın cam şişesi böyledir (Yılmaz, 2007: 17).

Şekil kapsamına her türlü çizim, resim, simge ve amblemin yanı sıra sözcük - resim - grafik - renk karışım ya da bileşimleri ile düzenleme ya da kompozisyonları girmektedir (Tekinalp, 2004: 345).

Kombine markalar, marka biçimlerinden (şekil, kelime, harf, ses vb.) en az ikisinin bir arada bulunduğu marka türüdür (Yıldız, 2015: 17).

Ses markaları, duyulduğunda ilk olarak o işletmeyi ya da işletmenin ürün veya hizmetini akla getiren sesli işaretlere denilmektedir. Ses markaları, ürünün müşterideki algısı hakkında bir çağrışım meydana getirmektedir.

Günümüzde ses markalarının ticaret (mal) markalarından ziyade hizmet markaları ile birlikte kullanıldığı görülmektedir. Radyo programlarının açılış - kapanış - tanıtım melodilerinin yanı sıra Aygaz'ın kullandığı jingle ve Şampiyonlar Ligi müziği olarak bilinen jenerik, ses markalarına örnek verilebilir (Yılmaz, 2007: 17-18; Yıldız, 2015: 18).

Harf markaları, genel itibariyle uzun firma isimlerinin kısaltılması neticesinde meydana gelen ve çoğunlukla kelimelerin baş harflerinden oluşan marka türleridir. Sayılar da harfler gibi marka olarak kullanılabilirler. Harf ve sayılar ayrı ayrı kullanılabileceği gibi bir arada da kullanılabilir (Yılmaz, 2007: 17-18; Yıldız, 2015: 18).

Harf markalarına örnek olarak FIAT BMW ve LG gösterilebilir. 404 japon yapıştırıcısı sayı markalarına, A101 ise harf ve sayıların birlikte kullanılması ile oluşan markalara örnek olarak gösterilebilir.

1.3. Marka Değeri ve Kapsamı

Marka değeri kavramı hakkında Feldwick'in tanımı şu şekildedir: Marka satıldığında veya bilançoda yer aldığında, ayrı bir varlık olarak temsil ettiği toplam değer, marka değerini ifade etmektedir. Marka değeri, bir yandan tüketicinin markaya olan bağlılığın gücünü ortaya koyan bir ölçüt iken diğer yandan tüketicinin marka hakkındaki çağrışım ve inançlarının bütünüdür (Özdemir ve Öncül 2016: 205-224).

Marka değerine atfedilen iki temel anlam ve yaklaşım bulunmaktadır. Marka değerinin ifade ettiği anlamlardan ilki onun ekonomik anlamdaki finansal temelli değeridir. Diğer yaklaşım ise tüketici temelli marka değeridir. Yani tüketicinin gözündeki marka algısı, marka sadakati ve marka farkındalığı gibi unsurlardır. Feldwick ise marka değeri kavramının üç farklı anlamı olduğunu ifade etmektedir. Buna göre, markanın varlıksal değerlerinin toplamı olarak marka değerleme, tüketicinin markaya olan bağlılığını ifade eden marka sadakati ve marka çağrışımlarının tüketici nezdindeki etkisini ifade eden marka imajı, marka değerinin ifade ettiği anlamlardır (Tayşi, 2013: 42).

1.4. Marka Değerinin Önemi

Marka değerlemesi, "ölçülemeyen şey yönetilemez" düşüncesinin bir ürünü olarak ortaya çıkmıştır. Stratejik işletme yönetiminin bir parçası olan markaların değerini belirlemek şu açılardan önem arz etmektedir:

i. Kısa ve uzun vadede satış ve pazarlama kararlarına yön verebilme,

ii. Satın alma, satma ve birleşme gibi hallerde fiyatı belirleyebilme,

iii. Markayı gerek finansal raporlama gerekse satış ve satın alma maksadıyla finansal açıdan değerlendirme,

iv. Pazarlama kararlarının etkinliğini ölçümleme,

v. Teminat gösterme ve menkul kıymet haline getirme gibi yollarla finansman sağlanması,

vi. İflas ve yeniden yapılandırma,

vii. Vergi planlaması,

viii. Yatırım planı yapma ve stratejik kararlar alırken yol gösterici olma,

ix. Muhasebeleştirme ve yeniden değerleme sağlama,

x. Hukuktan doğan anlaşmazlıkların çözümüne yardımcı olma

xi. Dış raporlama ve muhasebe (Yılmaz ve Güzel 2012: 141-156),

xii. İşletmelerin sahip olduğu hem maddi hem de maddi olmayan varlıkların kıymetlerinin doğru bir şekilde belirlenmesi. (Çelik, 2006: 195-208)

xiii. Marka genişletme kararını değerlendirme,

xiv. Markanın zaman içindeki durumunu takip etme

Marka değerlemesi, şirket bünyesinde stratejik marka yönetimini gerçekleştirmenin ve bu amaçla pazarlama ve muhasebe bölümlerini birbirine yaklaştırmanın en etkili aracıdır (Çelik, 2006: 197).

Tablo 4. Marka Değeri Sırası ve İtibar Endeksi Sırası

	Brand Finance	**Brandz (Millward Brown)**	**Fark**	**İtibar Sırası (Harris Interactive)**
2016	**Milyar $**	**Milyar $**		
Apple	145,918	228,46	56,57%	2
Google	94,184	229,198	143,35%	3
Samsung	83,185	19,49	-76,57%	7
Amazon.com	69,642	98,988	42,14%	1
Microsoft	67,258	121,824	81,13%	20
AT&T	59,904	107,387	79,27%	69
Walmart	53,657	27,275	-49,17%	72
Wells Fargo	44,17	58,54	32,53%	70

Kaynak : (Özdemir ve Öncül, 2016 , s. 209).

Tablo incelendiğinde şirketlerin ölçümlenen marka değerleri ile itibar sıraları arasında anlamlı bir ilişki ve korelasyon mevcut olduğu görülmektedir. Bu durum, marka değeri ölçümünün şirketlerin itibarı ve itibar yönetimi açısından ne denli önem arz ettiğini göstermektedir.

1.5. Marka Değerinin Tespitinde Kullanılan Yöntemler

Marka değerlemesi, gerek iş dünyası gerekse pazarlama bilimi ile ilgilenen uzmanlar tarafından sıklıkla yapılmaktadır. Birçok danışmanlık şirketi bu kapsamda hizmetler vermekte ve aşağıda bahsedilen değerleme yöntemlerini aktif olarak kullanmaktadırlar. Hatta bazı değerleme yöntemleri onları ilk uygulayan şirketlerin isimleri ile anılmaktadır.

Marka değerleme yöntemleri; finansal yöntemler , davranışsal yöntemler ve karma yöntemler olarak üç temel kategoride incelenmektedir. Bu yöntemlerden finansal yöntemler ile karma yöntemler markanın parasal anlamda değerini hesaplamaya çalışan ve sayısal değerlerle ilgilenen yöntemlerdir. Davranışsal yöntemler ise markanın toplum üzerindeki psikolojik etkilerini ortaya çıkarmak istemektedir. Ortaya çıkarılan bu etkiler doğrultusunda markanın ne kadar değerli olduğu tespit edilir.

Aşağıdaki tabloda literatürde ve iş dünyasında en sık kullanılan marka değerleme yöntemleri gösterilmektedir.

Tablo 5. Marka Değerleme Yöntemleri

Marka Değerleme Yöntemleri		
Finansal Yöntemler	**Davranışsal Yöntemler**	**Karma Yöntemler**
1. Maliyete Dayalı Marka Değerleme	1. Aaeker Yöntemi	1. Interbrand Yöntemi
2. Piyasa Değerine Dayalı M.D.	2. Keller Yöntemi	2. A.C Nielsen Yöntemi
3. Sermaye Piyasasına Dayalı M.D.		3. Brand Finance Yöntemi
3.1. Simon ve Sullivan Yöntemi		4. BDDO Yöntemi
4. Gelire Dayalı Marka Değerleme		
4.1 Fiyat Primi Yöntemi		
4.2 İmtiyazdan Kurtulma Yöntemi		
4.3 Crimmis Yöntemi		
4.4 Kern Yöntemi		
4.5 Hirose Yöntemi		

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

1.5.1. Finansal Yöntemler

Marka değerlemesindeki finansal yöntemler, markanın maddi değeri üzerinden ölçüm yapmaktadır. Buna karşın tüketicinin marka değerine ne kadar etki ettiği değerlemede göz önünde bulundurulmamaktadır (Yılmaz ve Güzel, 2012: 144).

Finansal temelli yöntemler, muhasebeleştirme, satın alma ve satın alınma ya da birleşme gibi amaçlarla markanın finansal değerinin belirlenmesini veya tahmin edilmesini sağlamaktadır. Bu belirlemede markanın maliyeti, piyasa değeri ve sermaye piyasalarına dayalı ekonomik değeri tespit edilmeye çalışılmaktadır (Fırat ve Badem, 2008: 201-219).

Marka değerlemede kullanılan finansal yöntemler; maliyete, piyasa değerine ve sermaye piyasalarına dayalı yöntemlerin yanı sıra telif ücretinden arındırma, fiyat primi, markanın artı kazançlarını dikkate alma ve mali oranlara dayalı değerleme yöntemleri olarak sıralanmaktadır (Akgözlü, 2020: 29).

Finansal yöntemlerin en büyük eksikliği markanın soyut ve duygulara hitap eden taraflarını hesaba katamıyor oluşundan kaynaklanır bununla birlikte matematiksel veriler kullanmanın verdiği kesin sonuçlar ve kolay hesaplanabilir oluşu yöntemlerin genel avantajlarındandır.

1.5.1.1. Maliyete Dayalı Tespit

Maliyete dayalı marka değerlemesinin mevcut finansal değerleme yöntemleri içerisinde geleneksel / muhafazakar / tutucu bir yöntem olarak öne çıktığı; bu yönüyle de gelecekten çok geçmişe baktığı değerlendirilmektedir. Yöntem, sahip olduğu bu özellikler nedeniyle özellikle muhasebeciler tarafından kullanılmaktadır. Yöntem kapsamında, markanın alımı, geliştirilmesi ve sürdürülmesi için yapılan maliyetlere ilaveten markaya konu ürün için yapılan piyasa denemeleri, ar-ge çalışmaları, ürün iyileştirmeleri ve sürekli promosyon giderleri de yer almaktadır. Buradan hareketle maliyete dayalı tespit yönteminin yalnızca markayla ilgili masrafları değil, markayı desteklemek maksadıyla yapılan harcamaları da kapsadığını ve markayı destekleme masraflarının da marka değerinin tespitinde önem arz ettiğini ifade etmek mümkündür (Yılmaz ve Güzel, 2012: 145).

Maliyet temelli yöntem kendi içinde tarihi maliyet ve ikame (değiştirme) maliyeti yöntemleri olarak ikiye ayrılmaktadır.

Tarihi maliyet yönteminde marka değeri, işletmenin marka için yaptığın tüm harcamalardan oluşmaktadır. Bu yöntemde, markanın satın alınması için sarf edilen maliyetler ile markanın yaratılmasına dek sarf edilen bütün maliyetler toplamı dikkate alınmaktadır. Bu yöntemin uygulanışında karşılaşılan sorunlar, genellikle varlığı uzun zaman öncesine dayanan markalar açısından ortaya çıkabilmektedir. Zira geçmiş dönemlerde marka için sarf edilen maliyetlerin belirlenmesinin zorluğunun yanı sıra hangi harcamanın bizzat markaya, hangi harcamanın ürün geliştirmeye yapıldığının tespit ve ayrımı da oldukça zordur (Fırat ve Badem, 2008: 212).

İkame maliyet yöntemi, değiştirme maliyeti ve yeniden inşa etme yöntemleri olarak da adlandırılmaktadır. Bu yöntem kapsamında marka değeri, markaya benzer yeni bir marka yaratılması için sarf edecek / katlanılacak toplam maliyete eşit kabul edilmektedir (Fırat ve Badem, 2008: 212).

Yani bahse konu marka bugünün şartlarında yaratılıyor olsa, sarf edilecek maliyetler ne kadar tutacaksa, o maliyet marka değeri olarak kabul edilmektedir. Bu yöntemde yeni bir markanın meydana getirilmesi ve geliştirilmesi için gerekli olan masraflar maliyet hesabına dahil edilmektedir (Çelik, 2006: 198; Yılmaz ve Güzel, 2012: 146).

İkame maliyet yönteminde değerlemesi yapılan markanın gerçeğe uygun şekilde "yenilenmesi" her zaman mümkün olmayabilir. Bu sebeplerle yeniden inşa etme yöntemine Alman hukukunda yalnızca stokların değerlemesi ile işletme birleşmelerindeki duran varlıkların değerlemesinde yer verilmektedir. Fransız hukukunda ise yalnızca konsolide finansal tabloların, maddi duran varlıkların ve stokların değerlemesinde izin verilmektedir (Yılmaz ve Güzel, 2012: 6).

Maliyet temelli değerleme yaklaşımındaki temel sorun, bu yöntemin, daha fazla harcama yapılan ve daha fazla maliyete sahip olan markanın daha değerli olacağı varsayımına sahip olmasıdır. Dolayısıyla markalar için objektif bir değerleme olmaktan uzaktır. Zira daha az bütçeye sahip olmasına rağmen başarılı reklam ve pazarlama stratejileri izleyerek markasını doğru konumlandıran ve marka imajını yükselten bir işletme ile daha fazla bütçe harcamasına rağmen yanlış stratejiler izlediği için markasını doğru konumlandıramayan ve marka imajını geliştiremeyen bir işletme karşılaştırıldığında ve maliyet temelli yöntemle değerlemesi yapıldığında ortaya reel sonuçların çıkması mümkün olmayacaktır. (Çelik, 2006: 198).

Maliyet temelli değerlemeler yukarıda sayılan sebeplerden dolayı ve yalnızca maliyet kalemine odaklandığı için yetersiz görülmektedir. Maliyet, marka değerini etkileyen kalemlerden biri olabilir ancak yalnız başına değeri ortaya çıkarabilmeye yeterli değildir. Bu sebeple maliyete dayalı değerleme sonuçları markanın değerinden çok bu değere dair maliyetler açısından bir

fikir verebilir. İşletmeler bu değerlemeler sonucu markalarını inşa ederken ne kadar maliyete katlandıklarını ortaya çıkarabilirler.

1.5.1.2. Piyasaya dayalı tespit

Piyasaya dayalı tespit yöntemi, bir markanın değerinin benzer niteliklere sahip markaların piyasa değerleri ile karşılaştırılması suretiyle belirlenmesi yöntemidir. Bu yöntemde, markaların alım ve satımının yapılabildiği ve emsal markaların yer aldığı gerçek bir piyasanın bulunduğu varsayımı yapılmaktadır. Bu varsayımlar geçerli olduğu takdirde, marka değerinin belirlenebilmesi kolay ve başarı oranı yüksek olacaktır. Piyasa temelli yaklaşımın negatif yönü ise piyasa koşullarında markaların alım satımının sürekli yapılmaması ve bu nedenle de emsal alınabilecek marka alım - satım işlemi bulmanın zorluğudur. Öte yandan marka alım satımının genellikle firma alım satımları ile birlikte yapılması, tek başına marka alım satımına nadiren rastlanması da emsal marka değerinin belirlenmesini oldukça zorlaştırmaktadır. Keza firma alım satımında marka değerine ne kadar fiyat biçildiği de genellikle açıklanmadığından emsal marka değerinin belirlenmesi imkansız hale gelmektedir (Yılmaz ve Güzel, 2012: 146; Fırat ve Badem, 2008: 212; Çelik, 2006: 198).

Bununla birlikte, firma değeri hesaplandıktan sonra, maddi duran varlıkların firma değerinden düşülmesi, geriye kalan değerin maddi olmayan duran varlıklar arasında dağıtılması yöntemi ile marka değerinin tespit edilebileceğini öne sürenler de bulunmaktadır (Yılmaz ve Güzel, 2012: 146).

Piyasaya dayalı tespit, piyasa değeri yöntemi olarak da tarif edilmektedir. Değeri tespit edilecek marka ile aynı ürün veya hizmeti üreten, dolayısıyla aynı sektörde faaliyet gösteren diğer markaların kıyaslanması neticesinde bir sonuca ulaşılmaktadır (Fırat ve Badem, 2008: 212).

Piyasaya dayalı marka değerlemesi yapılırken karşılaşılan en büyük soruların başında değerlenecek şirket ile kıyaslanacak şirket arasındaki benzerliklerin ne ölçüde olduğudur. Tamamen benzer iş kollarında benzer girdi-çıktılarla ve benzer pazarlarda faaliyet göstermelerine karşın çok farklı dinamiklere sahip markalar mevcuttur. Burada gözden kaçırılabilecek farklılıklardan dolayı hatalı değerlemeler yapılabilir ancak bu model doğru olduğunda oldukça gerçekçi sonuçlar almak mümkündür.

1.5.1.3. Sermayeye dayalı tespit

Sermayeye dayalı değer tespit yöntemi, yalnızca markaya dayandırılabilecek potansiyel (gelecekteki) gelirlerin bugünkü değeri olarak tarif edilmektedir. Bu yöntem, markaya sahip olan firmanın hisse senetlerinin işlem değeri ile piyasa değerinin ve ayrıca firmanın mülkiyetindeki bütün maddi ve maddi olmayan varlıkların gelecekte elde edeceği gelirleri tespit etmeye yaramaktadır. Sermayeye dayalı değer tespit yönteminde marka değerinin firmanın toplam piyasa değerinden soyutlanabilmesi için iki aşamalı regresyon analizleri kullanılmaktadır. Bu kapsamda; ilk olarak firmanın piyasa değeri maddi olan ve maddi olmayan varlıklara bölünmekte olup, ikinci aşamada maddi olmayan varlıklar ayrıştırılmakta ve marka değer tespit edilmektedir. Öte yandan bu yöntemde, firmanın rakiplerinin yaptığı reklam harcamaları, hem firmanın hem de rakiplerinin sahip olduğu patentler ve bu konuda yapılan harcamalar ile piyasanın genel verileri dikkate alınmaktadır (Erken Çelik, 2006: 198; Fırat ve Badem, 2008: 213).

Sermayeye dayalı değer tespit yönteminin özelliği dolayısıyla yalnızca hisse senetleri etkin olan sermaye piyasalarında işlem görmekte olan firmalara ait marka değerlerinin tespiti yapılabilecektir. Hisse senetleri etkin olmayan sermaye piyasalarında spekülatif ve manipülatif gelişmeler marka değerinin doğru bir biçimde hesaplanmasının önündeki engeller olarak görünmektedir. Bu anlamda fiyatlarda meydana gelebilecek manipülatif değişimler ile markaların manipülatif değişimlere açık ve savunmasız firmalara ait olması gibi hususlar, marka değerlemesinin yanlış sonuçlar vermesine yol açacaktır. Keza bünyesinde birçok markayı barındıran firmalar açısından da uygun bir değerleme yöntemi olmadığı öne sürülmektedir (Erken Çelik, 2006: 198; Fırat ve Badem, 2008: 213).

Sermayeye dayalı tespit yapabilmek için etkin piyasa koşullarında şirketlerin hisse fiyatları gerekmektedir bu sebeple halka açık olmayan şirketlerin marka değerlemelerinde bu yöntem kullanılamamaktadır. Bununla birlikte manipülatif hareketlerin sıklıkla yaşandığı günümüzde etkin bir piyasanın varlığından söz etmek oldukça güçtür.

1.5.1.3.1. Simon ve Sullivan Yöntemi

Simon ve Sullivan yöntemi Chicago Üniversitesi profesörlerinden Carol J. Simon ve Mary W. Sullivan tarafından ortaya atılmış bir yöntemdir. Yönteme göre şirketlerin borsada işlem gören

hisse senetlerinin taşımış olduğu değer şirketlerin marka değerlerini de kapsamaktadır (Kuzay 2012: 46).

Sermaye piyasalarının etkin olduğu ve şirketlerin piyasa değerlerinin şirketlerin sahip oldukları tüm maddi ve maddi olmayan varlıkların gelecek yıllarda kasasına koyacağı kazançları yansıtacağı öngörülmektedir. Markanın değeri, marka sayesinde gelecekte kazanılacak getirilerin şimdiki değere indirgenerek hesaplanacağı öne sürülür (Simon & Sullivan, 1993: 28-30).

Yöntemin tam etkin bir piyasada, yalnızca hisse senetleri borsada işlem gören şirketler için uygun olması ve halka açık şirket sayısının sınırlı olmasından dolayı Türkiye'de uygulama alanı oldukça kısıtlıdır. Bir başka konu ise birden fazla markaya sahip olan şirketler için tek bir markaya odaklanması sebebiyle uygun değildir (Başçı, 2009: 61).

Yöntemin en büyük problemlerinin başında, borsadaki manipülatif hareketler karşısında aşırı savunmasız olması gelir. Günümüzde BIST'te işlem gören bazı şirketlerin aşırı yüksek fiyatlardan işlem gördüğü düşünülürse yöntemin her şirket için sağlıklı sonuçlar vermeyeceği ortadadır.

1.5.1.4. Gelire dayalı tespit

Gelir temelli marka değerleme yaklaşımı ile işletmenin marka dolayısıyla elde ettiği kazanımlardan yola çıkılarak marka değeri belirlenmeye çalışılmaktadır. Bu yöntem, iki aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada belirli bir markayı kullanmanın neticesinde elde edilen nakit akımları ya da gelirler tespit edilmektedir. Bu aşamada fiyat primi ya da marka katkısı yöntemleri kullanılmaktadır. İkinci aşamada ise ya markanın aynen kullanımı ya da marka genişlemeleri nazara alınmakta ve gelecekteki potansiyel kârlılık tahmin edilmektedir. Bu aşamada ise indirgenmiş nakit akımları ya da kazançlar çarpanı yaklaşımları kullanılmaktadır (Bursalı, 2009: 29-40).

Gelir temelli marka değerleme yaklaşımı, markanın kullanılması ile gelecekte elde edilmesi umulan gelirlerin bugünkü değerine odaklanmaktadır. Bu yaklaşımda ayrıca markanın, firma kârını artırmadaki rolü yani firma kârını ne kadar artırabileceği; başka bir deyişle markanın gelecekteki potansiyeli belirlenmeye çalışılmaktadır (Bursalı, 2009: 31; Yılmaz ve Güzel, 2012: 147).

Literatürde gelire odaklanarak marka değerlemesi yapmaya imkan sağlayan birçok yöntem mevcuttur. Bunun sebeplerinden biri de marka konusunu da içine alan pazarlama faaliyetlerinin asıl amacının şirkete gelir getirmek olduğudur. Dolayısıyla markayı değerlerken konuya gelir kaleminden yaklaşmak daha mantıklı sonuçlar doğurabilir. Şirketler ve konunun uzmanları şirketin yalnızca o markaya sahip olmasından dolayı elde ettiği gelirleri hesaplayarak değerleme yapmaya çalışmışlardır.

1.5.1.4.1. Fiyat Primi Yöntemi

Gelir temelli yaklaşımda kullanılan çeşitli yöntemler bulunmakla birlikte en fazla kabul göreni ve kullanılanı fiyat primi yöntemidir. Fiyat primi yöntemine göre; tanınmış bir markaya ait ürün, markasız yahut tanınmamış bir markaya ait ürün ile kıyaslandığında tanınmış markaya ait ürünün lehine olacak şekilde bir fiyat farkının olacağı kabul edilmektedir (Bursalı, 2009: 31; Yılmaz ve Güzel, 2012: 147).

Fiyat primi yönteminde, benzer nitelikteki ürünler arasında var olan fiyat farkı oransal olarak hesaplanmakta ve gelecek yıllara dair tahmini yapılan satışlarla çarpıldıktan sonra elde edilen tutarlar bugünkü değere indirgenmekte; böylece marka değeri hesaplanmaktadır. Fiyat primi yaklaşımında birbiriyle kıyaslanacak ürünlerin eş değer kategoride olması, önemli bir gerekliliktir. Bu yöntemin uygulanışında, markalı ürünler ile markasız ürünler arasındaki fiyat farkının kalıcı bir eğilim göstermesi beklenmektedir. Ayrıca bu yöntemde, iskonto ve eşantiyonlar ile satışların vadeli olup olmadığı dikkate alınması gereken diğer unsurlardır (Bursalı, 2009: 31).

Bu yöntemi uygulayabilmek için markalı ve markasız ürünlerin detaylı fiyat bilgilerine sahip olmakla birlikte aynı kategoride yer aldıklarından emin olmak gerekir. Tüm gerekli şartlar yerine getirildiğinde ürünün sırf markasından dolayı tercih edilmesi ve bu tercihin ne ölçüye kadar devam edeceği değerin belirleyicisidir.

1.5.1.4.2. İmtiyazdan Kurtulma Yöntemi (Relief from Royalty Method)

Bu metod ile herhangi bir markaya sahip olmayan bir işletmenin , Üretimini yaptığı bir ürün veya hizmette kullanmak üzere, telif haklarını ödeyerek marka kiralaması yapması esasına dayanmaktadır. (www.verginet.net)

Kiralama bedeli, satış rakamları üzerinden belli oran hesaplanarak geleceğe dönük tahmin edilen satış rakamlarına uygulanmaktadır. Bu ödenen bedele Royalti bedeli denir. Royalti bedeli geçmiş yıllar için değil, gelecek yıllar için ödenecektir. Markayı kiralayan işletme, markayı ne zamana kadar kullanmayı planlıyorsa o yıllara ait olan isim hakkı ücretini ödeyecektir. İsim hakkı ücreti iskonto edilerek hak bedelinin toplam bugünkü değeri ortaya çıkarılır. Bu değer markanın o anki değeri olacaktır (Demir, 2016: 40).

Bu yöntemin temel sorunu kiralanacak markaya uygun ödeme oranının belirlenmesindeki zorluktur. Bu oran belirlenirken markanın içinde bulunduğu sektörün royalti oranlarını içeren bir veritabanı kullanılmaktadır. Ancak bütün sektörlerde böyle bir veri mevcut olmadığı için yöntem bazı sektörlerle kısıtlı kalmaktadır. Bir başka önemli sorun ise firmanın birden fazla markası olduğu durumlarda yöntem ikinci markayı dikkate alamayarak bütün faydalarını birinci markaya yükleyecektir. Bu durumda yöntemin tek markalı firmalar için uygun olduğu görülmektedir. Ayrıca gelecek yıllara ait satış tahminlerindeki belirsizlik ya da markanın gelecekte karşılaşacağı riskler hesaba katılmadan yapılan değerleme hatalı sonuçlar doğurabilir (Başcı, 2009: 70).

Kiralanacak markanın kiralama bedeli aslında o markanın değeri hakkında çok önemli ipuçları vermektedir. Örnek olarak bir mülkün kiralanması sırasında istenen bedel o mülkün değeri ile alakalı bir durumdur. Bu yönteme göre de kiralanacak markanın kira bedelinden yola çıkılarak markanın tümüne değer biçilebilir.

1.5.1.4.3. Crimmis Metodu

James C. Crimmins tarafından ortaya konulan bu metod ile müşteri tercihlerinden yola çıkarak markanın üretmiş olduğu değer belirlenmeye çalışılmıştır. Bu metoda göre marka değeri üç ayrı başlıkta incelenmektedir. Bunlar; (Crimmins, 1992: 16-17).

1. Markanın ürettiği değer miktarı

2. Markanın ürettiği değer genişliği

3. Markanın ürettiği değer içeriği

Markanın ürettiği değerin miktarı hesaplanırken markalı ürünün fiyatında değişiklik yapılarak markalı ve markasız ürün arasında tüketicinin duyarsız kalamadığı fiyat belirlenir. Bu fiyat düzeyinde markalı ve markasız ürün fiyatları arasındaki fark ile marka değeri ortaya çıkarılır.

Markanın ürettiği değerin genişliği hesaplanırken pazarda markanın farklı ürünlerde kullanılması sonucunda ortaya çıkan değer gözlemlenir. İşletme farklı ürün üreten lider firma markası ile kıyaslanır. Markanın ürettiği değerin içeriği hesaplanırken markanın değer yaratmasını sağlayan markaya olan güven ve kalite gibi özellikler göz önüne alınır (Tayşi, 2013: 64).

Bu yönteme yöneltilen eleştirilerin başında gelen konu, tüketici bazlı bir yöntem olması sebebiyle tüketicinin tercihlerinin açıklatılmasının yanlış sonuçlar doğurabilme ihtimalidir. Bu durumda tüketicinin söylemleri ile yaptıkları arasında farklılıklar bulunabileceği ve bu farklılıkların da sıklıkla karşılaşılan bir hadise olduğu belirtilmektedir (Başçı, 2009: 72).

Tüketici temelli bir yaklaşım olması sebebiyle metod bazı yanlış veya gerçeklerden ziyade durumun gerektirdiği yönde fikir beyan eden tüketiciler tarafından bir nevi sabote edilebilir durumdadır. Bu yanlış beyanatların altında çeşitli psikolojik , ekonomik veya toplumsal nedenler olabilir. Ancak tüketiciler tarafından gerçek tercihlerin aktarıldığı durumda başarılı sonuçlar elde edilebilir.

1.5.1.4.4. Kern Yöntemi

Kern kazanç kapasiteli yöntemi olarak da literatürde kendine yer bulan bu yöntem markanın gelecekte yapacağı ek kazançlarla ilgilidir. Bu kazançlar doğrudan markadan doğmaktadır. Yöntemde markanın gelecekte elde edeceği potansiyel hasılatlar belirlenen uygun iskonto oranı ile bugüne indirgenmesi yoluyla bulunur (Bozkaya, 2019: 34).

Bu yönteme göre marka değeri aşağıda verilen denklem ile hesaplanabilmektedir (Başcı, 2009: 73).

$$BV = \sqrt[3]{R^2}.L.\frac{q^n - 1}{q^n.(q-1)}$$

BV : Marka Değeri

R : Ortalama beklenen yıllık gelirler

L : Piyasadaki normal lisans ücret oranı

n : Markanın fayda sağlayacağı yıl

$\frac{q^n-1}{q^n.(q-1)}$: Kapitalizasyon faktörü, q=1 + sektör faiz oranı / 100

Bu yöntemde marka değeri, belirli bir ürün ya da markadan elde edilecek gelirler ile oluşturulur. Ancak gelecekte ortaya çıkabilecek olumlu ya da olumsuz gelişmelerin tahminleri, lisans bedeli ve marka için belirlenen kullanım ömrünün keyfi belirlenmesi gibi sorunlar yöntemin temel problemleridir (Demir, 2016: 44).

Yöntem oldukça az sayıda parametre ile hesaplanması bakımından yetersiz görülebilir. Kullanılan parametreler elbette marka değerinin ortaya çıkarılmasında önemlidir ancak genel anlamda değeri açıklayabilecek kadar yeterli olduğu konusu şüphelidir. Bununla birlikte markanın fayda sağlayacağı yılın tahmin edilme zorluğu yöntem için bir dezavantajdır

1.5.1.4.5. Hirose Yöntemi

Japonya Ekonomi ve Ticaret bakanlığının desteklediği bir organizasyonda Dr. Yoshikuni Hirose liderliğinde hazırlanan bir marka değerleme yöntemidir. Yönteme göre şirketlerin yıllık faaliyetleri sonucunda oluşan finansal verileri kullanılarak tarafsız bir hesaplama oluşturulabilmektedir (Palta, 2017: 43).

Yönteme göre marka değeri aşağıda sıralanan temel bileşenlerden elde edilen sonuçlarla hesaplanabilmektedir (Başçı, 2009: 74).

- MD = f(PD, SD, GD, rf)
- MD : Marka Değeri
- PD : Prestij Değişkeni
- SD : Sadakat Değişkeni
- GD : Genişleme Değişkeni
- rf : Risksiz Faiz Oranı

Marka değeri (MD), yukarıda yer alan PD, SD, GD ve rf değişkenlerine bağlı olarak aşağıda yer alan formüldeki gibi hesaplanabilmektedir.

$$MD = \frac{PD\ x\ SD\ x\ GD}{r_f}$$

Yöntemdeki temel faktörler, sektörde yüksek fiyatla satış yapabilme avantajının kullanıldığı prestij değişkeni, markanın yaptığı satışların uzun bir müddet kalıcı olarak devam ettirebilme ve tüketici bağlılığının ölçüldüğü sadakat değişkeni, ve son olarak markanın küresel piyasalarda genişleme potansiyelinin ölçüldüğü genişleme değişkenidir (Bozkaya, 2019: 37).

- Prestij Değişkeninin (PD) Hesaplanması:

Prestij değişkeni, işletmenin marka kaynaklı fiyat avantajını göstermektedir. Burada markadan kaynaklanan fiyat farkı üstünlüğü nakit akımları dikkate alınarak hesaplanmaktadır (Başçı, 2009: 74).

$$PD = \frac{1}{5}\sum_{i=-4}^{0}\left[\left(\frac{S_i}{SMM_i} - \frac{S_i^*}{SMM_i^*}\right) x \frac{PG_i}{GYG_i}\right] x\ SMM_0$$

S_i : İşletmenin *i* dönemki satışları

S_i^* : Kıyaslanacak işletmenin *i* dönemki satışları

SMM_i : İşletmenin *i* dönemki satışların maliyeti

SMM_i^* : Kıyaslanacak işletmenin *i* dönemki satışların maliyeti

PG_i : İşletmenin *i* dönemki pazarlama giderleri

GYG_i : İşletmenin *i* dönemki genel yönetim giderleri

SMM_0 : İşletmenin cari dönem satışların maliyeti (Yılmaz, 2007: 29)

- Sadakat Değişkeninin (SD) Hesaplanması:

Sadakat değişkeni, markanın elde etmiş olduğu sadık müşterilerine bağlı olarak uzun bir ticari yaşam boyunca istikrarlı bir şekilde satış yapabilme kabiliyetinin bir unsurudur. Bu değişken, markanın elinde tuttuğu sabit müşterilerin getirilerine yönelik hesaplanan bir değişkendir (Bozkaya, 2019: 36).

$$SD = \frac{\mu_c - \sigma_c}{\mu_c}$$

μ_c : Satılan malın maliyetinin ortalaması (5 yıllık)

σ_c : Satılan malın maliyetinin standart sapması

- Genişleme Değişkeninin (GD) Hesaplanması:

Genişleme değişkeni, markanın bilinirliği üzerine odaklanır. Markanın içinde bulunduğu pazarı dışında benzer veya farklı sektörlerde ve farklı coğrafyalardaki etkinliğini ölçmeye çalışmaktadır (Tayşi, 2013: 67).

Genişleme değişkeni şu şekilde hesaplanmaktadır. (Başçı, 2009: 76)

$$GD = \frac{1}{2}\left[\frac{1}{2}\sum_{i=-1}^{0}\left(\frac{IHR_i - IHR_{i-1}}{IHR_{i-1}} + 1\right) + \frac{1}{2}\sum_{i=-1}^{0}\left(\frac{XS_i - XS_{i-1}}{XS_{i-1}} + 1\right)\right]$$

IHR = İhracat rakamları.
XS = Firmanın ana faaliyet konusu dışındaki gelirleri.

Hirose yöntemi , diğer yöntemlerle karşılaştırıldığında kullanılan verilerin kolay bir şekilde bulunabilmesi ve hesaplanabilmesiyle birlikte markanın sahip olduğu değeri tutar cinsinden ortaya çıkarılabilmesi sayesinde birçok ülkede ve araştırmada tercih edilmektedir (Demir 2016: 48). Tüm bu nedenlerden dolayı Türkiye ölçeğinde de hesaplanabilmesi uygundur (Başçı, 2009: 76).

Hirose yönteminde, satışlar , satılan malın maliyeti , pazarlama giderleri , genel yönetim giderleri , ihracat giderleri ve firmanın ana faaliyet dışındaki gelirleri gibi çok farklı alanlara dokunan toplam altı kalem hesaba katılmaktadır. Gelir temelli yaklaşımlar arasında bu kadar geniş alanda marka değerlemesi yapması sebebiyle Hirose yöntemi önce çıkmaktadır. Yöntemin bir başka avantajı da ihtiyaç duyulan tüm verilerin borsaya açık şirketler tarafından yayınlanan bilançolardan elde edilebilmesidir.

1.5.2. Davranışa Dayalı Yöntemler

Davranışa dayalı yöntemler, müşteri temelli marka değerleme yöntemleri olarak da bilinmektedir. Bu yaklaşımdaki en bilinen yöntemler Aaker ve Keller isimli yazarların adlarıyla anılan yöntemlerdir.

Davranışa temelli yöntemler, anket vb. veri toplama yöntemlerini esas almakta; tüketicinin (müşteri) bir markayı seçmesinde etken olan duygu, düşünce ve güdüyü belirlemekte ve

buradan hareketle marka değerini tespit etmeye çalışmaktadır. Bu yaklaşımda finansman ve muhasebeye dair veriler ele alınmamakta; tüketici ve tüketicinin markaya dair duygu ve düşünceleri mercek altına alınmaktadır (Kasapoğlu, 2009: 45).

Markanın soyut ve duygulara hitap eden tarafları düşünüldüğünde yalnızca sayısal verilerle bu değeri ortaya çıkarmanın güçlüğü anlaşılmaktadır. Davranışa dayalı yöntemlerin amacı bu güçlüğü ve yetersizliği ortadan kaldırarak sayısal verilerden ziyade tüketicilerin düşüncelerini ön planda tutan çalışmalar yapmaktır.

1.5.2.1. Aaker Yöntemi

Aaker'ın tanımladığı marka değeri kavramı, "markanın ismi ve sembolü ile bağı olan ve şirketin ürettiği ürün ya da hizmetler yoluyla şirkete ve müşterilere değer katan varlıklar topluluğu..." şeklindedir (Güven, 2019: 40; Kasapoğlu, 2009: 46).

Aaker, marka değerine konu olan varlık kategorileri şu şekilde açıklamıştır:

i. Marka Bağlılığı,

ii. Algılanan Kalite,

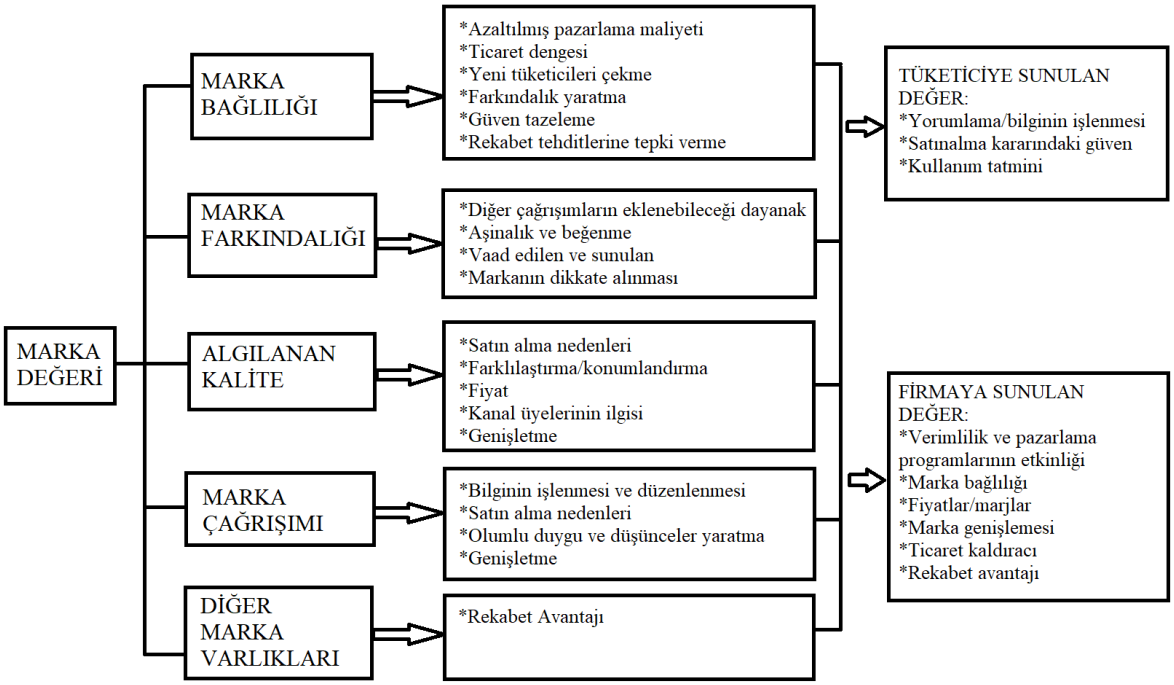
iii. Marka Farkındalığı,

iv. Marka Çağrışımı (ilişkilendirilmesi),

v. Diğer Marka Varlıkları.

Marka bağlılığı faktörü, marka alım-satımında öne çıkmaktadır. Markaya olan yüksek müşteri bağlılığı, o markanın satış ve kârlılık meblağını öngörülebilir hale getirdiği gibi pazarlama ve tanıtım maliyetlerini de azaltmaktadır. Çünkü mevcut müşterileri elde tutmak her zaman yeni müşteri kazanmaktan daha az maliyetlidir. Aaker'ın algılanan kalite faktörü, markanın sunduğu ürün ve hizmetlerin müşteriler nezdinde nasıl algılandığına odaklanmaktadır. Müşterinin (tüketici) markanın ürünlerine yönelik algısı olumlu ise marka için daha fazla para harcaması beklenebilir bir durumdur. Yine marka, müşteride "kaliteli" imajı ve algısı oluşturabilmişse pazardaki rekabet avantajını artırabilecektir. Marka farkındalığı faktöründe markanın tüketici tarafından tanınması, hatırlanması gibi özellikler öne çıkmaktadır. Bu tanıma ve hatırlama hali müşterinin satın alma kararına doğrudan etki etmekte ve müşterinin marka bağlılığına katkıda bulunmaktadır (Güven, 2019: 41).

Şekil 4. Aaker'ın marka değeri modeli



Kaynak: Güven, 2019: 41

Modele göre marka değerini oluşturan etmenler incelendiğinde bağlılık , farkındalık , kalite , çağrışımlar ve markanın diğer varlıkları olduğu görülmektedir. Buradan hareketle marka değeri ancak o markayı deneyimleyen müşterilerin davranışlarından yola çıkarak anlaşılabilir. Müşteriler marka değerinin asıl belirleyicileri konumunda olmaktadırlar.

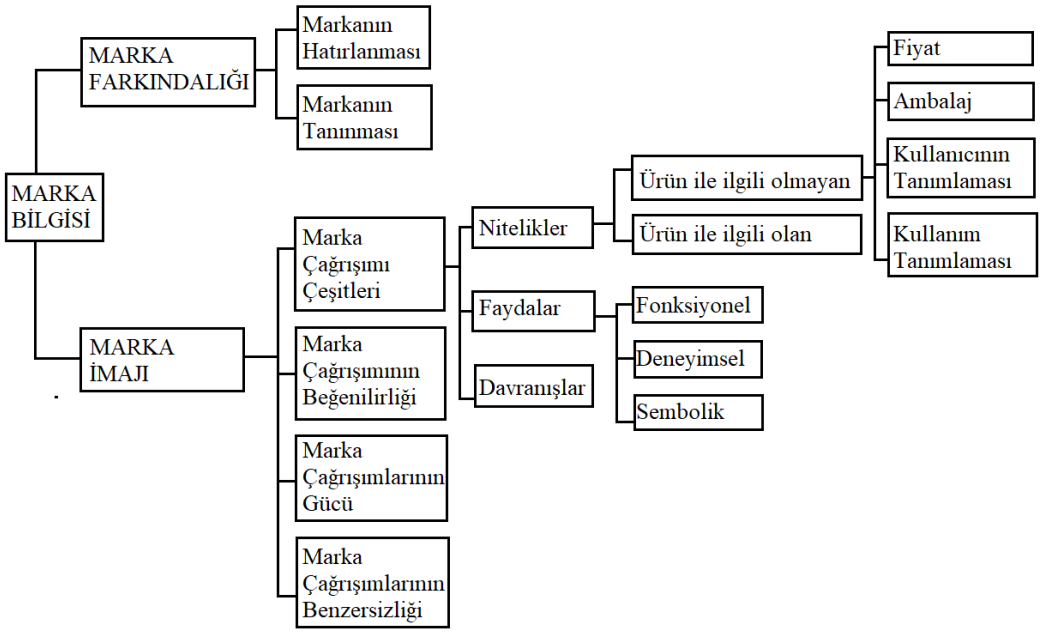
1.5.2.2. Keller Yöntemi

Keller'ın yaklaşımında, aynı özellikleri taşıyan markalı ve markasız iki ürünün karşılaştırılması neticesinde marka bilgisine ulaşılmaktadır. Keller, marka bilgisini, müşterinin markaya bakış açısı olarak ifade etmektedir. Markaya bakış açısını ise marka değerinin kaynağı olarak görmektedir. Keller'a göre marka gücü, tüketicilerin markaya ilişkin geçmiş tecrübeleri ile marka hakkındaki bilgilerinin o markayı diğer markalardan ayırmayı sağlamasıdır (Güven,2019: 42).

Keller'ın tanımladığı marka bilgisi, marka imajı ile marka tanınırlığından (farkındalık) oluşmaktadır. Marka farkındalığı, müşterinin markayı tanıma ve hatırlama yeteneğidir. Buradaki farkındalık, müşterinin markayı diğer markalardan ayırabilmesini; müşteri bir ürüne ihtiyaç duyduğunda, aynı ürünü sunan diğer markalar arasında o markanın ilk akla gelen

olabilmesini ifade etmektedir. Öyle ki, müşteri başka herhangi bir tanımlayıcı argüman ve çağrışım olmaksızın o markayı satın alma davranışına yönelecektir. Marka imajı ise marka çağrışımları neticesinde müşterinin zihninde oluşan algı olarak tanımlanmaktadır. Marka imajı, somut bir ilişki değil; müşteri ile marka arasındaki soyut ve psikolojik bir bağdır. Açıklanan özellikleri dolayısıyla Keller yaklaşımı, esas olarak aynı özelliklere sahip markalı ve markasız ürünlerle karşılaşan tüketicinin bu durum karşısında takındığı satın alma davranışını ölçmeye odaklanmaktadır (Güven,2019: 42; Kasapoğlu, 2009: 46).

Şekil 5. Keller'ın Marka Değeri Modeli



Kaynak: Kasapoğlu,2009: 46

Davranışa dayalı değerleme modellerinin temelinde yer alan müşteri davranışları Keller'in yönteminde de ön plana çıkan noktadır. Müşteriler aynı ürünün bir markasız ve bir de markalı seçeneği ile karşılaştıklarında ne tür tepkiler verecektir ? Onları markalı ürünü almaya iten farkındalık ve bu farkındalığın destekçisi olan marka imajı, esasen markanın değerini ortaya çıkaran unsurlardır.

1.5.3. Karma Yöntemler

Marka değerlemede karma yöntemler, "Birleşik metotlar" olarak da adlandırılmaktadır. Bu yöntemde amaç, finansal ve davranış temelli marka değerleme yöntemlerinin güçlü yönlerini kullanılması ve zayıf yönlerinin ortadan kaldırılmasıdır. Finansal yöntemler, marka değerini

parasal / maddi olarak ele almakta ve ortaya koymaktadır. Dolayısıyla müşteriyi, markayı satın almaya iten etkenler ve davranış şekilleri göz ardı edilmektedir. Tüketici davranışını esas alan davranış temelli yöntemler ise müşterinin bir markayı tercih etmesindeki etkenleri etraflıca ele almakta ve fakat marka değerinin parasal bir değer olarak hesaplanmasını göz ardı etmektedir. Karma yöntemler ise bu noktada devreye girmekte ve her iki yöntemin güçlü yanlarını kullanmaktadır (Filiz, 2010: 24-25). Piyasada en çok bilinen ve uygulanan karma değerleme yöntemleri Interbrand , A. C. Nielsen , Brand Finance ve BDDO isimli şirketler tarafından uygulanan ve ismini de bu şirketlerden alan yöntemlerdir.

1.5.3.1. Interbrand Marka Değerleme Metodu

Interbrand isimli marka değerleme şirketi tarafından geliştirilen bu yöntem, karma modeller arasındaki en bilinen değerleme metodudur ve beş adımda marka değerlemesi yapılmasını öngörmektedir. (Bazı yazarlar Interbrand modelinde üç adımda, bazı yazarlar ise dört adımda marka değerlemesi yapıldığını öne sürmektedir Bkz. Kasapoğlu, s. 47; Uzun, s. 66).

Birinci adımda marka değerini etkileyecek faktörler tanımlanmaktadır. Bu faktörler, marka değerini azaltma veya artırmada doğrudan etkiye sahiptir (Güven, 2019: 45).

İkinci adıma geçildiğinde birinci adımdaki faktörler, önem derecelerine göre puanlanmaktadır. Üçüncü adımdaki marka gücü, ilk adımda belirlenen faktörlerin ikinci adımdaki puanlama yöntemiyle ve marka üzerinden puanlandırılması suretiyle yapılmakta ve marka puanı hesaplanmaktadır. Dördüncü aşamada markadan elde edildiği varsayılan kazanç hesaplanmaktadır. Son aşamada marka kazanç tahmini (varsayılan kazanç) ile marka gücü puanı çarpılmakta ve netice olarak marka değeri elde edilmektedir (Güven,2019: 44; Kasapoğlu,2009: 46-47; Uzun,2020: 66-67).

1.5.3.2. A. C. Nielsen Marka Bilançosu Modeli

A.C. Nielsen danışmanlık şirketi tarafından geliştirilen bu yöntem, altı ana başlık ve 19 kıstasa dayanarak marka bilançosu hazırlamaktadır. Bilanço hazırlamada kullanılan altı ana başlık şunlardır:

i. Pazar potansiyeli,

ii. Pazar payı,

iii. Şirketin marka ile ilgili çabaları (işletme faaliyetleri),

iv. Toptancıların ve perakendecilerin markaya ilişkin değerlendirmeleri (ticaret dalının değer takdiri),

v. Markanın uluslararası erişimi (geçerlilik alanı),

vi. Müşterilerin markayı nasıl değerlendirdikleri (tüketicinin değer takdiri) (Güven, 2009: 46; Kasapoğlu, 2009: 51).

Nielsen'in bilanço metodunda öncelikle ilgili markanın ve aynı sektördeki rakip markaların gücü belirlenmekte; sonrasında tüm pazarın (sektörlerin) gelecekteki kâr potansiyeli tahmin edilmektedir (Kasapoğlu, 2009: 52).

Tahmin edilen bu kâr potansiyeli markalara güçleri oranında taksim edilmektedir. Bilanço metodu, subjektif değerleme unsurlarına fazlaca yer verdiği gerekçesiyle eleştirilmekte; güvenilir bir yöntem olmadığı öne sürülmektedir (Güven, 2019: 46).

1.5.3.3. Brand Finance Metodu

Brand Finance Danışmanlık Şirketi'nce geliştirilmiş bu yöntem, markalı ürünlerden gelecekte elde edilebilecek gelirleri tahmin etmektedir. Sonrasında ise elde edilen gelirlere markanın katkısı tespit edilir. Bahse konu katkının günümüzdeki değere indirgenebilmesi için uygulanacak olan iskonto oranı diğer önde gelen karma yöntemlerde olduğu gibi puanlama sistemiyle ortaya konmaktadır. Brand Finance Metodu, beş aşamadan oluşmaktadır (Uzun, 2020: 68; Güven, 2019: 47-48).

i. Segmentasyon: Bu aşamda Coğrafi dağılım ile tüketici ve markanın sahip olduğu ürünlere göre bölümleme yapılmaktadır.

ii. Finansal Tahminler: Bu aşamda pazara dayalı finansal tahminler yürütülmekte, sektörel eğilimler tespit edilmeye çalışılmaktadır.

iii. Brand Value Added (BVA) Analizi: Bu aşamda gelecekteki potansiyel kazançların ne kadarının markaya bağlı olduğunu belirlemektedir.

iv. Brand Beta Analizi: Bu aşamada, Finansal Varlıkları Fiyatlama Modelinin uyarlaması kullanılarak marka riski ortaya çıkarılmaktadır.

v. Değerleme ve Duyarlılık Analizi: Bu aşamada gayrı maddi varlıkların marka kazancındaki payı belirlenmekte ve marka değeri hesaplanmaktadır (Uzun, 2020: 68; Güven, 2019: 47-48).

Brand Finance yönteminde marka değerinin tespiti için belirlenen 10 kıstas bulunmaktadır. Söz konusu kıstasların her biri 1 ila 10 puan aralığında değerlendirilmekte ve 100 tam puan üzerinden bir puana ulaşılmaktadır. Bu puan ne kadar yüksekse marka riskinin o kadar düşük olduğu kabul edilmektedir. Sonuç olarak, marka değerlemesine oldukça detaylı çalışmalarla ulaşılabiliyor olması, yöntemin kullanılmasını zorlaştırdığı gibi tercih edilebilirliğini de olumsuz etkilemektedir (Güven, 2019: 48).

1.5.3.4. BDDO Modeli

Alman danışmanlık firması Brand Equity Evaluation System Ranking-BEES (BBDO) Consulting GmbH tarafından ortaya çıkarılan bu modele göre marka değerlemesi yapabilmek için öncelikle marka değerini meydana getiren etmenler tespit edilmelidir (Gödren, 2010: 55).

Hesaplamada dikkate alınan etmenler şöyledir:

i. Markanın satışları ve satış potansiyelinin göstergesi olarak ciro da yaşanan gelişmeler.

ii. Net faaliyet marjı: Son 3 yılın vergi öncesi net faaliyet gelirinin satışlara oranı. Marka değerinin korunmasının göstergesidir.

iii. Markanın bulunduğu pazarın gelişimine dair uzmanlar tarafından oluşturulan öngörüler.

iv. Yabancı ülkelerdeki yayılımın hesaplanması adına yabancı ülkelere yapılan satışların payı.

v. Vergi öncesi kar içindeki reklama ayrılan pay.

vi. Markanın gücünü tespit edebilme adına sektördeki en güçlü oyuncu ile karşılaştırma yapılması.

vii. Vergi öncesi kazançlar (Gödren, 2010: 55).

Tüm bu etmenler belirlenerek “Marka Kalite Faktörü” hesaplanır. Bu faktör hesaplanırken yukarıda belirlenen etmenler belirli ağırlıklarda birleştirilerek genel bir değer ortaya çıkarılır.

Söz konusu değerin son 3 yılın vergi öncesi kazançlarıyla çarpılması ile elde edilen sonuç marka değeri olarak kabul edilir (Bursalı, 2007: 70).

Karma yöntemler başlığı altında yazılan bu yöntemlerin kapsamları ve değerlemeye dahil ettikleri değişkenlerin sayısı bakımından oldukça geniş kapsamlı araştırmalar olduğu söylenebilir. Elde edilen verileri onlarca kritere göre düzenleyerek çok çeşitli analizler yapmak suretiyle marka değerini hesaplamaktadırlar. Bu denli büyük çapta araştırmaları yapacak teknik ve maddi güce sahip olan bu şirketler dünyanın önde gelen pek çok şirketine danışmanlık hizmeti vermektedirler.

2. ŞİRKET DEĞERLEMESİ KAVRAMI VE YAKLAŞIMLARI

2.1. Değer ve Değerleme Kavramları

Değer kavramı, satın alınacak ürün ya da hizmetler için alıcılar ve satıcılar arasında oluşturulan, ürün ya da hizmetin fiyatı ile ilgili olan iktisadi temelli bir kavramdır. Başka bir deyişle belli bir zaman diliminde belli bir ürünün elde edilmesi için ödenmesi olası bir fiyatın/meblağın tahminidir. Değer kavramı için iktisatta, bir ürünün değişim değerini ifade ettiği ve bir üründen bir birim elde etmek için gerekli olan mal yada para pirimi olduğu tanımlanmıştır (Küçükaraba, 2012: 4).

Yüzyıllar boyu değer kavramı, kimi zaman buğdayla, bazı dönemlerde gümüşle, bazı dönemlerde ise altınla ifade edilmiştir. Ancak; günümüzde değer para ile ifade edilmektedir (Yazıcı, 1997: 5).

Yukarıda da değeri tanımlamak için fiyat kavramından yararlanılmış olsa da değer ile fiyat arasında farklılık mevcuttur. Öyle ki fiyat, bir ürün ya da hizmetin elde edilebilmesi için ödenen para miktarıdır. Fiyat her zaman ve her koşulda ürünün gerçek değerini ifade etmeyebilir. Piyasadaki arz talep koşulları, ekonomik ve politik şartlar, enflasyon ya da karaborsa şartları gibi durumlar, fiyatların, ürünlerin gerçek değerinin oldukça altında veya oldukça üstünde seyretmesine yol açabilir (Küçükaraba, 2012: 4). Dolayısıyla değerin objektif ve subjektif olarak iki farklı iki yüzü vardır. Subjektif değer, şahıslara ve isteklere dayalı ortaya konurken , objektif değer ise, mal ve hizmetlerin maliyet ve faydalarıyla orantılı olarak belirlenen değerdir (Güler, 2010. 4).

Tüketim sektörlerinde ürün ve hizmetlerin alınıp satılması gibi iş dünyasında da şirketler ve işletmeler alınıp satılabilmekte; dolayısıyla el değiştirebilmektedir. Ancak alışverişte bir firmanın satış değerini belirlemek elbette ki bir ürünün satış değerini belirlemek kadar kolay olmayacaktır. Diğer taraftan bu satış değeri, alıcının ödemeye, satıcının ise satmaya gönüllü olacağı bir meblağ olursa firma değerini ifade edecektir. Burada piyasa hakkında tam bir bilgiye sahip alıcı ve satıcıların herhangi bir zorlamaya maruz kalmaksızın özgür iradeyle alım satım yapabilecekleri meblağ akla gelmektedir ve buna makul piyasa değeri adı verilmektedir (Özkara, 2018: 6).

Şirket değerinin belirlenmesinde birtakım objektif ve subjektif parametreler kullanılmaktadır. Objektif parametreler kategorisine, firmanın sahip olduğu hazır değerler (nakitler ve nakde eşdeğer varlıklar) örnek gösterilebilir. Subjektif değerlere ise pazar payı, patentler ve marka değeri gibi parametreler örnek gösterilebilir (Özkara, 2018: 6).

Şirket değerlemesinin işletme ekonomisi yönünden, muhasebe yönünden, vergi kanunları yönünden ve Türk Ticaret Kanunu (TTK) - Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) yönünden olmak üzere farklı tanımları yapılmaktadır. İşletme ekonomisi açısından şirket değerlemesi, sayı olarak gösterilen varlıkların parasal birim olarak ifade edilmesi demektir. Muhasebe açısından şirket değerlemesi ise bir firmanın sahip olduğu aktif ve pasifler ile diğer ekonomik değere sahip varlıkların belli bir tarihteki değerinin para cinsinden ifade edilmesi demektir. Vergi kanunları açısından şirket değerlemesi, iktisadi varlıkların vergi kanunlarında öngörülen zamanlarda sahip oldukları değerin / iktisadi kıymetlerinin takdir ve tespiti olarak ifade edilmiştir (Cingöz, 2014: 51-52).

Türk Ticaret Kanunu açısından bir firma değerlemesi tarifi yapmak gerektiğinde, kanunun 515'inci maddesinde düzenlenen,

"... şirketin malvarlığını, borç ve yükümlülüklerini, özkaynaklarını ve faaliyet sonuçlarını tam, anlaşılabilir, karşılaştırılabilir, ihtiyaçlara ve işletmenin niteliğine uygun bir şekilde; şeffaf ve güvenilir olarak; gerçeği dürüst, aynen ve aslına sadık surette yansıtacak şekilde çıkarılır."

hükmü ile şirket değerlemesinin ilkelerinin neler olduğunu ve kanunun şirket değerleme yöntemlerinden neler beklediğini anlamak mümkün olacaktır (Cingöz, 2014: 54).

İktisadi bir varlığın değerinin belirlenmesi sürecinde çeşitli değerleme faaliyetleri yer almaktadır. Değerleme kavramı bir şirketin arsa ve bina, makine ve teçhizat ya da mal stoku

türündeki aktiflerinin; esas olarak iktisadi değere sahip varlıkların parasal değerinin tahmin ve takdiri olarak tarif edilebilir (Karakoca , 2011: 7).

Değerleme, bir varlığın (firma, marka) değerini belirlemeye yönelik yapılan ve ekonomik - matematiksel analizler içeren işlem ve uygulamalar sürecidir (Tayşi, 2013: 36).

Şirket değerlemesi kavramını açıklayan başka bir tanım şöyledir: "Bir finansal varlığın değeri, söz konusu varlığın gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının belirli bir iskonto oranıyla bugüne indirgenmesiyle bulunan değerdir." Şirket değerlemesinin, risk, kârlılık ve işletme değeri çerçevesinde incelenmesi gereklidir. Bir işletmenin değerinin hesaplanmasında o işletmenin gelecekteki potansiyel gelir akışı ve risk durumu son derece önemlidir (Küçükaraba, 2012: 12).

2.2. Değerlemenin Rolü Ve Önemi

Şirket değerlemesi, ilgili firma açısından gerçekçi bir fiyat politikası belirlenmesinde pay sahibi olduğu gibi şirketin halihazırdaki değerinin tespitinde ve mevcut değerin nasıl artırılacağı sorusuna cevap bulmada etkin bir rol oynamaktadır. Şirket değerlemesi, yatırımcılar açısından da oldukça önemlidir. Zira yatırımcı, gerçeğe uygun şekilde değerlemesi yapılmış firma ve markalara yönelecektir. Yatırımcı, değerlemesi yapılmış bir firma ile pazardaki diğer firmaları karşılaştırma imkanı bulacaktır (Oğuz, 2017: 12).

Bu husus özellikle de menkul kıymetler borsaları ile serbest alım satım piyasalarında geçerlidir. Bir şirketten hisse senedi almak isteyen yatırımcı, tabii olarak şirket değerini bilmek isteyecektir. Çünkü şirket değerini bilmeden hisse senetlerinin değerini bilmek mümkün olmayacaktır. Unutulmamalıdır ki yatırımcılar, hisse senedi veya başka araçlarla yatırım yaparken şirketlerin değerinde meydana gelecek artışlardan faydalanmayı ve kâr payı elde etmeyi amaçlarlar. Bu açıdan bakıldığında şirketin gelecekteki değerinin, bugünkü değerinin ve şirket değerinde meydana gelebilecek artış veya eksilmelerin tespit edilmesi adına şirket değerlemesinin son derece önemli olduğu görülmektedir (Cingöz, 2014: 50).

Şirket değerlemesi, firmaların gelecekte elde etmeyi umdukları potansiyel gelirler ile potansiyel riskleri tespit etmelerini ve buna uygun hareket tarzı belirlemelerini sağlamaktadır. Şirket değerlemesi sayesinde firmalar geleceğe yönelik tespitler yapmanın yanında mevcut durum analizi de yapabilmektedir. Bu yönüyle değerleme, firmanın gelecekte elde edebileceği potansiyel gelirleri artırmak ve faaliyet politikasını bu doğrultuda şekillendirmek için önemli bir fırsattır (Oğuz, 2017: 12).

İktisadi açıdan işletmelerin temel amacı, "firma değerini maksimize etmek" üzerine kurgulanmıştır. İşletmelerin aldıkları kararlar ise işletmedeki nakit hareketliliğini etkilemekte ve şirket değerinin saptanmasındaki temel dayanağı oluşturmaktadır. Zira şirket yönetiminin aldığı kararlar ve yürütülen faaliyetler şirket değerini artırıp azaltabilecek etki ve öneme sahiptir. Şirket değerlemesinin güvenilir ve olması gerektiği usullerde yapılması, sermaye piyasalarının etkinliğinin ve güvenilirliğinin artmasını sağlayacağı gibi gelişip büyümesine de zemin hazırlayacaktır (Cingöz, 2014: 50).

Tüm bu sebeplerden dolayı şirketler sıklıkla kendi değerlerini ve kimi zaman kıyaslamak amacıyla rakiplerinin değerlerini bilmek isterler. Hatta yalnızca haber değeri taşıdığı için iş dünyası ile ilgili kimi dergi ve gazeteler değerlemeler yaparak okuyucuları ile paylaşırlar.

2.3. Şirket Değerlemesinin Nedenleri

Şirket değerlemesinin gerek firmaları gerekse piyasa ve sektörleri ilgilendiren yönü bulunmaktadır. Bu bakımdan firma değerlemesi önemli olduğu gibi firma değerlemesini gerekli kılan nedenler de oldukça önemlidir (Orman, 2016: 4).

Tablo 6. Şirket Değerlemesinin Nedenleri

Şirket Değerlemesinin Nedenleri	
Temel Nedenler	**Diğer Nedenler**
Firma birleşmeleri ve satın almalar	*Mali yapının düzenlenmesi*
Halka arzlar	*Yeni yatırımların finansmanı*
Hisse senedi analizleri	*Stratejik karar alım süreçleri*
Portföy yönetimi	*İflas*
Özelleştirmeler	*İpotek*
	Veraset ve emlak vergisi
	Boşanma ve miras davaları

Kaynak: Orman 2016, s. 4

Çalışmanın bu kısmında yukarıda belirtilen şirket değerlemesinin nedenleri tek tek açıklanarak ayrıntılı incelemeler yapılacaktır.

2.3.1. Firma Birleşmeleri ve Satın Almalar

Firma (şirket/işletme) birleşmeleri, iki ya da daha çok firmanın büyüme amacıyla faaliyetlerini hukuki ve iktisadi yönden tek bir organizasyon haline getirmeleri yahut da çeşitli alanlarda işbirliğine gitmeleridir. Günümüz koşullarında küreselleşen ticaret ve rekabet şirketlerin ayakta kalmak için birleşme veya ortaklık kurma türünden faaliyetlerde bulunmalarını gerekli kılmaktadır. Bu bağlamda şirketler varlıklarını koruyabilmek ve küresel rekabete ayak uydurabilmek için sermaye, maliyet, iletişim, teknoloji, pazarlara ulaşım imkanı gibi unsurlarını birbirleri ile paylaşarak büyümeye çalışmaktadır (Sevinç, 2008: 10; Aydın, 2012: 87-110; Sağmanlı , 1996: 9).

Şirket birleşmelerinin diğer bir yanı, bir şirketin başka bir şirketi kısmen veya tamamen satın alması şeklinde gerçekleşmektedir. Şirketleri birleşmeye iten neden, birleşme sonrasında sahip olunacak değerin birleşme öncesinde sahip olunan firma değerleri toplamından çok daha yüksek olacağı düşüncesidir. Birleşme ve satın almaların sinerji etkisi yaratması beklenir (Küçükaraba, 2012: 18; Karakoca, 2011: 9).

Satın almada satın alınacak hedef firmanın değerlemesi, birleşmelerde ise her iki firmanın değerlemesi oldukça önemlidir. Zira firma değerlemeleri, el değiştirme fiyatının belirleyici unsuru olacaktır (Yavuz Aydın, 2012: 95; Karakoca, 2011: 9; Orman, 2016: 6) .

Firma birleşmeleri ve satın almalardaki en büyük operasyonel süreçlerden biri de el değiştirecek şirketlerin değerinin belirlenmesidir. Değerlemelerde yapılacak hatalar finansal anlamda geri dönülmez sorunlara yol açabileceği için oldukça dikkat edilmelidir. Hem yatırımcıların hem de yöneticilerin kafasında soru işareti kalmamalı değerleme sonucu belirlenen tutar adil ve doğru olmalıdır.

2.3.2. Halka Arzlar

Halka arz kavramı, SPK'nın beşinci maddesinde, sermaye piyasası araçlarının satın alınması adına çeşitli yollarla halka çağrıda bulunularak bir anonim ortaklığa dahil olmaya ya da kurucu ortağı olmaya davet edilmesi; hisse senetlerinin borsa ve çeşitli piyasalarda sürekli işlem görmesi; halka açık anonim şirketlerin sermaye artırımı dolayısıyla paylarının ve hisse senetlerinin satılması, şeklinde tanımlanmıştır (Sevinç, 2008: 11; Oğuz, 2017: 15; Küçükaraba,

2012: 21; Orman, 2016: 7). Şirketlerin halka açılmak isteme nedenlerini genel olarak şöyle sıralayabiliriz (Bıçak, 2016: 16).

•İhtiyaç duyulan fonların sağlanması

•Vergi avantajlarından faydalanmak

•Piyasada sahip olduğu konumu güçlendirmek

•Toplum tarafından tanınmak

Şirketlerin halka arz sürecinde hisse senetlerinin birim fiyatının tespiti için öncelikle şirket değerlemesinin yapılmış olması bir gerekliliktir. Yine bu süreçte halka arzı yapılan şirket ile hisse senedi satın alacak olan yatırımcıların çıkarlarının çatışmaması adına şirket değerlemesinin doğru şekilde yapılması da son derece önemlidir. Öncelikle şirket değerlemesinin sonra da hisse senedi değerlemesinin doğru şekilde yapılmış olması, şirket hisselerinin, halka arz sürecinde piyasa tarafından iyi bir yatırım aracı olarak görülmesini sağlayacaktır (Karakoca, 2011: 9; Orman, 2016: 7; Oğuz, 2017: 15; Sevinç, 2008: 11).

Şirketlerin halka arzları sırasında halka arz'a aracılık eden finansal kuruluşların en büyük görevlerinden biri de adil ve yatırımcı için makul olan şirket değerini belirlemektir. Belirlenen şirket değeri doğrultusunda hisse değeri ortaya çıkar. Hatalı değerlemeler arz edilen şirket hisselerinin borsada gerekli talebi bulamamasına neden olabilir.

2.3.3. Hisse Senedi Analizleri

SPK mevzuatında hisse senetleri için şirketlerin (ortaklık) ihraç ettiği, anonim şirket paylarını temsil eden kıymetli evrak niteliğindeki senetler tanımı yapılmıştır (Sevinç, 2008: 12; Küçükaraba, 2012: 21).

Hisse senetleri, yatırımcılar için ortaklık sağlarken şirketler için getiri sağlamaktadır. Yüksek kârlılığa sahip şirketler, yatırımcılar için kârlı bir yatırım demektir ve yatırımcılar, düşük riskli hisse senetlerini tercih etmektedir. Bu noktada şirket değerlemesi önemlidir, çünkü firmanın maddi değerine ve potansiyel risklere ulaşmak bu sayede mümkün olacaktır. Yatırımcıların bir firmanın gerçek değerini ve potansiyel risklerini bilmesi, geleceğe yönelik kazanç tahminlerinde bulunabilmelerini sağlayacaktır. Yatırımcı açısından bakıldığında, gerçek değeri

piyasa değerinden yüksek olan şirketlere yatırım yapmak iyi bir yatırım hamlesi olacaktır (Sevinç, 2008: 12; Küçükaraba, 2012: 22; Oğuz, 2017: 16; Orman, 2016: 6-7).

Borsa yatırımcıları sıklıkla şirket değerlemeleri yapmaktadırlar. Bunun en büyük sebeplerinden biri yatırım yapacakları şirket hissesinin adil değerini belirleyebilmektir. Şirketin değerini doğru bir şekilde hesaplayabilmek yatırım yapılacak hissenin ucuz ya da pahalı olduğunu anlamaya olanak sağlar. Kimi zaman şirketler borsada gerçek değerinin çok daha altında işlem görebilirler. Doğru şirket değerlemeleri yaparak ucuz kalan bu hisseler fark edilerek kazançlı yatırımlar yapmak mümkündür.

2.3.4. Portföy Yönetimi

Portföy yönetimi kavramı, yatırımcıların elinde bulunan fonların, mevcuttaki menkul kıymetler arasında maksimum kârlılık ve minimum riski sağlayacak biçimde dağıtılması demektir. Yatırımcıların sahip olduğu menkul kıymetlerin nasıl seçileceği ve bu menkul kıymetlerin her birinden ne kadarının portföye dahil edileceği hususundaki yöntem ve teknikler portföy yönetiminin kapsamını oluşturmaktadır. Portföy yönetiminde, portföye alınacak hisse senetlerinin belirlenmesinde değerlemenin rolü oldukça önemlidir. Değerlemenin buradaki önemi, uzun vadeli ve kısa vadeli yatırımcılara göre değişmektedir. Örneğin, temel analistlere göre, değerleme sonucunda tespit edilen şirket değeri ile şirketin risk profili, beklenen büyüme oranı ve nakit akımları arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır (Küçükaraba, 2012: 23; Orman, 2016: 6-7; Oğuz, 2017: 16-17).

Portföy yönetimi bakımından şirket değerlemesi, yatırımcının bakış açısına göre değişkenlik göstermektedir. Pasif oyuncu niteliğindeki bir yatırımcı için şirket değerlemesinin işlevi düşük iken aktif yatırımcılar açısından şirket değerlemesinin önemi göz ardı edilemeyecek kadar büyüktür. Değerleme sonucunda tespit edilen şirket değeri, piyasadaki değerle karşılaştırılmakta; düşük değerlenmiş olan hisse senetleri portföye dahil edilmektedir. Şirket değeri, gerçekçi yöntemlerle tespit edilmişse, hisse senetlerinin ya aşırı değerlendiğinin ya da düşük değerlendiğinin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir (Yavuz Aydın, 2012: 94).

Günümüzde bazı bireysel yatırımcılar yatırımlarını kendileri yapmak yerine bu işi profesyonel olarak yapan portföy yönetim şirketlerine yaptırmaktadırlar. Bu şirketlerin topladıkları kaynakları doğru yatırım araçlarına yatırarak kazanç sağlamaları beklenir. Portföy yönetim

şirketleri seçilecek doğru yatırımı bulabilmek adına çeşitli değerleme yöntemleri kullanmaktadırlar.

2.3.5. Özelleştirmeler

Özelleştirme, kamuya ait kuruluşların (KİT) özel kişi veya kuruluşlara satılması işlemine denilmektedir. Bir başka tanımla, kamu iktisadi teşekküllerinin mülkiyet ve yönetiminin özel sektöre devredilmesidir. Özelleştirme işlemi öncesinde özel sektöre satılacak olan kamu şirketleri için değer tespiti yapılarak kapsamlı değerleme raporları çıkarılmaktadır. Genellikle pazar ekonomisine geçmek isteyen ülkelerde karşımıza çıkan özelleştirme kurumu şirketlerin etkinliğini artırmayı amaçlamaktadır. Ancak özelleştirilecek kuruluşların şirket değerlemesinin doğru şekilde yapılması oldukça önemlidir (Sağmanlı, 1996: 11; Oğuz, 2017: 17; Orman, 2016: 8).

Özelleştirme işlemine konu kamu işletmesinin firma değerinin doğru tespit edilmeyip değerinin çok daha altında bir meblağda değerleme yapıldığı takdirde kamunun zarara uğraması kaçınılmaz olacaktır. Dolayısıyla kamunun özelleştirme süreçleri, şirket değerlemesini de kapsamaktadır. Günümüzde 4046 sayılı yasa ile özelleştirilecek olan kuruluşların şirket değerlemesi, Değer Tespit Komisyonlarınca yerine getirilmektedir (Küçükaraba, 2012: 24-25).

Geçmişte değerlemesi yapılarak devlet tarafından özelleştirilen kurumlara örnek olarak Türk Telekom , Paşabahçe Cam Sanayi ve Ereğli Demir Çelik verilebilir. Bu kurumlar oldukça büyük ve stratejik olmaları sebebiyle değerlemelerinin çok dikkatli bir şekilde yapılması gerekir.

2.3.6. Şirket Değerlemesinin Diğer Nedenleri

Şirket değerlemesinin diğer nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Küçükaraba, 2012: 17).

i. Mali yapının düzenlenmesi: Mali yapısı bozulma eğilimi gösteren firmalar, mali yapılarını düzeltmek amacıyla şirket varlıklarının (örneğin maddi duran varlıklar) bir kısmını satmak isteyebilir. Bu satış işlemi öncesinde satışa konu varlıkların değerinin tespit edilmesi önemlidir.

ii. Yeni yatırımların finansmanı: Şirketler, yeni yatırımlarına kaynak bulmak amacıyla bir kısım varlıklarını elden çıkarmak isteyebilir. Bu noktada, el değiştirecek varlıkların değerinin tespit edilmesi önem arz eder.

iii. İflas: Şirketler iflas ettiği takdirde bütün varlıkları tasfiye edilecek ve şirketin tasfiye değeri bulunacaktır

iv. İpotek: İpotek işleminin gerçek değere uygun bir biçimde yapılabilmesi için ipotek yapılacak şirket ya da varlığın değerlemesinin yapılması gereklidir.

v. Boşanma ve miras davalarında; boşanmış çiftlerden yahut miras bırakandan geriye kalan varlıkların eşler yahut murisler arasında paylaştırılması için bahse konu varlıklara değer tespiti yapılmalıdır.

vi. Emlak ve veraset vergilerinde: ödenecek emlak ve veraset vergilerinin belirlenebilmesi için şirket değerinin biliniyor olması gereklidir (Küçükaraba, 2012: 18).

Sağmanlı (1996) ve Özkara (2018) şirket değerlemesinin en sık rastlanan sebepleri arasında şu işlemlere yer vermiştir:

i. El değiştirme (şirket birleşmeleri, şirket alım-satımları, ayrılan ortağın hissesinin ödenmesi),

ii. Yeniden yapılandırma (sermaye artırımı durumlarında hisse senedi ihraç priminin hesaplanması, şirketler arası birleşme, halka açılma sırasındaki ilk arz fiyatının belirlenmesi),

iii. Yabancı kaynak temin edilmesi (kredi alımı, kredi tutarının artırılması, vade uzatılması),

iv. Miras ve veraset işlemleri (ölüm halinde mirasçılara düşen hisselerin belirlenmesi),

v. Özelleştirmeler,

vi. Devletleştirmeler,

vii. Tasfiyeler,

viii. Tahvil haklarının değerlemesi,

ix. Rüçhan hakkının değerlemesi.

2.4. Değerlemeyi Etkileyen Faktörler

Şirket değerlemesi yaparken değerlemenin birbirinden farklı birçok değişkenden etkilendiği bilinmektedir. Dünyada yaşanan değişimler, ülke genelinin ya da belirli sektörlerin etkilendiği durumlar ya da yalnızca şirketi etkileyen faktörler değerlemeyi de etkilemektedir. Kimi zaman mevcut piyasa koşullaı bazı işletmeleri olduğundan daha değerli kılabilirken kimi zaman değersizleştirebilir. Bu sebeple değerleme yapmadan önce değerlemeyi etkileyen faktörlerin bilinmesi daha sağlıklı sonuçlar almayı mümkün kılar.

Bir şirketin değerinin belirlenmesinde, o şirketin içinde bulunduğu ülkenin ekonomik koşulları oldukça etkili bir faktördür. Şirket değerlemesi yapılmadan önce ülkenin mevcuttaki genel ekonomik durumu ile gelecekte karşılaşılması beklenen ekonomik konjonktür iyi irdelenmelidir. Bir ülkede, ekonominin geliştiği ve gelecek yıllarda ekonominin olumlu bir seyir izleyeceğine yönelik güçlü bir inanış ve öngörü varsa vatandaşların harcama eğilimi de artacaktır. Harcama eğiliminin artması, değerlemesi yapılacak şirketin de satışlarını ve kârını artıracaktır. Dolayısıyla şirketin değeri de yükselecektir (Küçükaraba, 2012: 26).

Şirket değerine olumlu veya olumsuz etkide bulunan, ekonomiyle ilgili faktörler şunlardır:

i. Milli Gelir

ii. Para Arzı

iii. Enflasyon Oranı

iv. Faiz Oranları

v. İstihdam Düzeyi (Küçükaraba, 2012: 26).

Sayılanlar dışında; uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının raporları ile Avrupa Birliği (AB) ve Birleşmiş Milletler (BM) gibi uluslararası otorite organizasyonların gözlem ve değerlendirme raporları, makro ekonomik seviyede şirket değerini etkileyen faktörlerdir

Şirket değerlemesinde önemli olan başka bir hususta değerlemesi yapılacak şirketin içinde bulunduğu sektörün durumudur. Sektöre giriş koşullarının zorluğu veya kolaylığı, Sektördeki hammadde maliyetleri, Ürün ve hizmet fiyatlarının tespiti ve gelecekte yaşanacak dalgalanmalar, Sektörün büyüklüğü ve değişim hızı gibi faktörler değerleme yaparken dikkate alınması gereken noktalardır (Güler, 2010: 6).

Her geçen gün hızla gelişen ve değişen teknoloji, şirketlerin ayak uydurmasını gerekli kılan yeni durumlar ortaya çıkarmaktadır. Bu yeni durumlara ayak uyduramayan şirketlerin ve sektörlerin karşılaşabileceği zorlukların da değerlemeye dahil edilmesi gereklidir.

Şirket değerlemesi yaparken firmaya özgü bazı durumlarında hesaba katılması önem arz etmektedir. Firmanın anonim, limited veya şahıs şirketi olmasına göre değişen yasal ve vergisel yükümlülükleri vardır. Bununla birlikte şirketin kuruluşu ile ortaya çıkan farklılıklar şirketin alabileceği teşvikleri de değiştirecektir. Bir başka konu ise şirket ile alakalı alınan önemli kararlar ve belirlenen politikalardır. Bu politikaların şirketin değerine etkisi büyük olmaktadır. Şirketin sermayesini nerelerde kullanacağını, nerelere ne kadar yatırım yapacağını belirlemesi oldukça önemlidir. Tesislerin tam kapasite ile çalışması, üretimin kesintisiz sürdürülmesi, kaynakların doğru bir şekilde kullanılması faaliyetlerin verimli ve karlı olarak yürütülmesi ve tüm bunları kapsayan işletme sermayesi yönetimi becerisi değerlemeyi etkileyen şirket içi unsurlardandır (Bağlama, 2017: 21).

Yukarıda bahsedilen şirket değerlemesini etkileyen faktörleri özetleyecek olursak şöyle sıralayabiliriz (Akdağ, 2015: 14-15);

•Şirketin faal olduğu ekonomik alanın genel durumu,

•Şirketin faal olduğu ekonomiye giriş şartları,

•Şirketin faal olduğu ekonominin büyüklüğü ve büyüme hızı,

•Ürün ve hizmet ücretlerinin belirlenmesi ve satılabilirliği,

•Şirketin kullandığı makine ve demirbaşların niteliği,

•ARGE faaliyetleri,

•Şirketin kuruluşu , geçmişi , teknolojik gücü ve şerefiyesi,

•Şirketin sermaye yapısı

•Şirketin geçmiş gelirleri ve potansiyel gelirleri

•Şirketin temettü politikası

•Şirketin ihtiyaç duyduğu yatırım miktarı

•Mali yapı

•Şirketin planladığı yatırım projeleri

2.5. Değerleme Yaklaşımları

Değerleme yaklaşımlarının temelinde piyasaların etkinliği hususu yatmaktadır. Çünkü, etkin bir piyasadaki piyasa fiyatı şirket değerinin tahmininde en etkili araçtır. Değerleme yaklaşımları da bu değeri doğrulama işlevi görmektedir. Piyasada bulunan varlıkların hangisinin eksik veya fazla değerli olduklarına dair yatırım kararlarının alınmasında; piyasaların etkin olmadığı, değerleme hesaplamalarında hatalar yapıldığı düşüncesi ile bu etkin olamayış ve hesaplama hatalarının ne zaman ve ne şekilde düzeltileceği varsayımıdır (Güler, 2010: 20).

Şirket değerlemesi literatürde ve uygulamalarda, kolay yöntemlerden başlayarak karmaşık yöntemlere varana kadar çeşitli değerleme modelleri bulunmakta ve uygulanmaktadır. Bu modellerin (yöntem) birbirinden farklı özellikleri olmakla birlikte bazılarının ortak özellikleri bulunmakta ve bir arada sınıflandırılmaktadır. İşte bu sınıflandırma, değerleme yaklaşımlarını ortaya çıkarmaktadır. Literatürde yapılan araştırmalar sonrası değerleme yaklaşımlarının üç temel sınıfa ayrıldığı görülmüştür. Bunlar;

i. Varlık temelli değerleme yaklaşımı

ii. Gelir temelli değerleme yaklaşımı

iii. Piyasa temelli (göreceli) değerleme yaklaşımı

Varlık temelli değerleme yaklaşımını savunanlara göre; varlık ya da kaynakların defter değerini baz alan muhasebe bazlı şirket değeri tahminleri, geleceğe yönelik şüpheli varsayımlara dayandırılan diğer değerleme modellerine kıyasla daha uygun sonuçlar vermektedir. Gelir temelli değerleme yaklaşımına göre; bir şirket ancak gelir oluşturabildiği sürece değer yaratabilecektir. Buradan hareketle bir şirketin güncel değerine ulaşmak için o şirketin gelecekteki potansiyel nakit akımlarının şimdiki değeri ele alınmalıdır. Piyasa temelli (göreceli) değerleme yaklaşımına göre; bir varlığın ya da şirketin değeri, onunla karşılaştırılabilir olan diğer varlık ya da şirketlerin kazançlarına, defter değerine, nakit akımlarına yahut da satışlarına bakılarak tahmin edilebilir (Erdem, 2015: 29).

Değerleme yaklaşımı, yukarıda ifade edildiği üzere bir ya da daha çok değerleme yönteminin kullanılmasıyla uygulanan bir değer belirleme yöntemidir. Değerleme yöntemi ise yaklaşımlar içindeki değer belirleme metotlarından biridir (Güler, 2010: 20). Teoride uygulanan değerleme yöntemlerinin pratiğe uyarlanması çoğu zaman kolay olmamaktadır. Zira birçok yöntem geleceğe yönelik varsayımlar içermektedir. Bu varsayımlar gerçeğe yakın olduğu ölçüde şirket değerlemesi doğru yapılmış olacaktır (Öztürk, 2009: 77).

Tablo 7. Şirket Değerleme Yaklaşımları

Şirket Değerleme Yaklaşımları			
Varlık Bazlı Değerleme	**Gelir Bazlı Değerleme**	**Piyasa Bazlı Değerleme**	**Alternatif Değerleme**
1. Defter Değeri Yöntemi	*1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi*	*1. Kazanç Çarpanları*	*1. Ekonomik Katma Değer Yöntemi*
2. Net Aktif Değeri	*2. İndirgenmiş Kar Payları Yöntemi*	*2. Fiyat/Kazanç Oranı*	*2. Yatırımın Nakit Akım Karlılığı*
3. Tasfiye Değeri	*3. Öz Kaynaklara Olan Serbest Nakit Akışları Yöntemi*	*3. P/E Oranı ve Beklenen Büyüme*	
	4. Firmaya Olan Serbest Nakit Akışları Yöntemi	*4. Defter Değeri Çarpanları*	
		5. Piyasa Değeri / Defter Değeri	
		6. Fiyat / Satışlar Oranı	
		7. Şirket Değeri /Satışlar	

Kaynak: Öztürk, 2009: 77

2.5.1. Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımları

Varlık bazlı değerleme yapılırken (aktif bazlı yaklaşım) muhasebe kayıtları esas alınır. Bu yaklaşımda maliyet tutarları baz alındığından ayrıca kayıt altına alınmış değer olarak da anılır. Bu değerleme metoduna göre değerlemesi yapılacak şirketin tamamının değeri, şirketin elinde bulundurduğu maddi ve maddi olmayan duran varlıkları ve şerefiyesi gibi varlıklarının değerlemesi neticesinde ortaya çıkan değere eşit olmaktadır (Karakoca, 2011: 12-13).

Burada şirket değeri, aktiflerin değeri esas alınarak belirlenir. Buna göre sahip olunan varlıklar ve yükümlülükler şirketin değerini oluşturur. Şirketin maddi ve maddi olmayan duran varlıkları ve borçları bu yöntem ile temsil edilir. Aktif bazlı değerleme metotları defter değerini, tasfiye değerini ve net aktif değerini incelemektedir (Öztürk, 2009: 78-79).

Bu yaklaşım muhasebe kayıtlarına dayalı olduğundan, doğal olarak muhasebe kayıtlarında yer almayan sektörün içinde bulunduğu hal, şirketin gelecekteki değişimi, şirketin yaptığı anlaşmalar ve gelecek dönemdeki nakit akışları gibi verileri dikkate alması mümkün olmayacaktır. Ayrıca burada, kullanılmayan aktifler de maddi ve maddi olmayan aktiflerin

yanında dikkate alınmaktadır. Dolayısıyla şirketin değerinin bilançodan belli olduğu inanışı mevcuttur.

Varlık bazlı yaklaşımda kayıtlı maliyetlerden faydalanıldığı için gerekli bilgilere erişim ve hesaplama kolaylığı söz konusudur. Ancak kayıtlardaki varlıkların değerinin zaman içinde değişebileceği hususunun burada göz önünde bulundurulmaması ise bu yaklaşımın olumsuz yönüdür. Ayrıca dönemde firmanın muhasebe sistemlerinde meydana gelen farklılıklar dolayısıyla kayıtlarda değişimler yaşanabilmekte ve varlık bazlı değerleme metodu uygulanırken bu değişimler önemsenmediğinden dönemler arasında kıyaslama yapılabilme imkanı yoktur (Chambers 2005: 178).

Varlık bazlı değerleme yaklaşımı;

i. Defter Değeri Yöntemi

ii. Net Aktif Değeri Yöntemi

iii. Tasfiye Değeri Yöntemi

olarak üç bölümde incelenecektir (Akdağ, 2015: 68)

2.5.1.1. Defter değeri yöntemi

Defter değeri, şirketin bilançolarında yer alan toplam özkaynak tutarını ifade etmektedir. Oran olarak defter değeri, özkaynak kaleminin hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu elde edilir (Küçükaraba, 2012: 5). Bir şirket için defter değeri derken, şirketin öz kaynakları kastedilmektedir. Yani defter değeri yönteminde, firmanın değeri bilançoda yer alan öz sermaye kaleminin değerine eşittir.

Yukarıda belirtildiği üzere, defter değeri muhasebe kayıtlarına göre hesaplanır. Bu durumda bilançonun aktiflerinin toplamından bilançodaki yabancı kaynaklar düşülmesi vesilesiyle defter değeri bulunur. Yabancı kaynak bulunmuyor ise artık aktif toplam direk defter değerinin kendisini verecektir. Burada üzerinde durulması gereken çok önemli bir husus da, tarihi değerlerle kayıt altında bulunan varlıklardan, yaşlanma ve aşınma paylarının da düşülmesi zorunlu olup; sonuca bakıldığında tarihi değerlerle kayıt altına alınmış bilanço varlıklarından, amortisman giderlerinin düşülmüş olması gerekmektedir (Cingöz, 2014: 76).

Bunların tamamlanması akabinde artık aktif toplamdan yabancı kaynakların düşülmesiyle defter değerine ulaşılacaktır. Dikkat edilecek olursa burada bir netleştirme yapılmış yani net defter değerine ulaşılmıştır. Başka bir deyişle özkaynak tutarı ve şirket değeri sonucuna, aktif toplamdan yabancı kaynak düşülerek varılmaktadır. Dolayısıyla bu durumdan ötürü, defter değeri ile net aktif değeri kavramları literatürde aynıymış gibi kullanılabilmektedir. Defter değeri, asağıdaki formül ile hesaplanmaktadır (Bolak , 1991: 78):

Defter Değeri = Toplam Varlıklar - Toplam Borçlar

Defter değeri ile şirket değeri belirlenebildiği gibi hisse senedi değeri de belirlenebilir. Yani bu yolla her bir hisse senedinin değeri ortaya çıkmış olacaktır. Bunun için ise, defter değerinin hisse senedi sayısına bölünmesi gerekir. Bu şekilde hesaplanan hisse başına defter değeri, hisse senetlerinin kayıtlı değerlerinden genelde farklılık gösterir. Bilanço tarihi itibariyle öz sermayeyi meydana getiren kalemler; ödenmiş sermaye, ihtiyatlar, henüz dağıtımı gerçekleşmemiş karlar, yeniden değerleme değer artış fonu ve karşılıklar olarak sıralanabilir (Bolak , 1991: 78).

Bir şirketin piyasa değeri ile defter değeri arasında farklar olmasında teknolojik düzeyler, ekonomik şartlar, çeşitli organizasyonlar gibi faktörlerin etkisi bulunmaktadır. Örneğin deflasyonist bir ekonomide defter değeri piyasa değerinden yüksek olabilmektedir. Veya teknoloji seviyesi açısından ele alacak olursak, yüksek bir teknolojiyi elinde bulunduran bir şirketin piyasa değeri defter değerinden çok daha yüksekte olacaktır. Oysa tam tersi durumda yani eski teknolojiye sahip bir şirket açısından defter değeri piyasa değerinin altında kalacak ve böyle bir şirkete alıcı bulmak da çok zorlaşacaktır. İşte bu anlamda defter değeri teknolojik açıdan eskimeyi yansıtamayacağından piyasa değerinin üzerinde bir görüntü verecektir. Enflasyon ile birlikte teknolojik yıpranma ve demode hale gelme ters yönlü çalışan dış etmenler olup enflasyon varlıkların nominal değerlerini yükseltirken, teknolojik yıpranma varlıkların nominal değerini diplere çekecektir (Cingöz, 2014: 77).

Halihazırdaki şirket/piyasa şartlarını ve paranın zamana göre değerini hesaba katamamasından dolayı defter değeri yöntemi firma değerini belirleme konusunda iyi bir yöntem değildir. Ancak bu yöntemin her şirket için muhasebe kriterleri doğrultusunda ortalama aynı şekilde hesaplanabilir olması diğer yöntemler açısından bir başlangıç oluşturmaktadır. Bu da şirket yöneticileri tarafından performansın belirlenmesinde kıstas alınabilmektedir. Piyasa değeri ile defter değeri kıyaslandığında firmanın sahip olduğu piyasa değerinin defter değerinden daha büyük oluşu firmanın yönetici kadrosunun katma değer yaratabildiğini ortaya çıkartmakta; yani

defter değeri ile piyasa değeri kıyaslanması sayesinde firma yöneticilerinin katma değer yaratma kabiliyetleri ölçülebilmektedir (Karakoca, 2011: 14)

Şirket kayıtları her daim gerçeği yansıtmayabilir. Mesela, ekonomik olarak süresi dolmuş bir varlık aslında bir değer taşıyor olabilir. Bu durum da gösteriyor ki, borç ve varlık kayıtları her zaman cari değerleri göstermeyebilir. Defter değeri yöntemi yukarıda belirtildiği üzere, tek başına yetersiz bir yöntem ise de, diğer yöntemlerle birlikte kullanılabilmesi açısından bir başlangıç olma özelliği bulunmaktadır.

Başlangıç olması yanında defter değeri yönteminin önemli olduğu hususları şu şekilde sıralayabiliriz:

i. Kuruluşunu yeni gerçekleştirmiş firmalar,

ii. Firmanın piyasada işlem gören hisse senetlerine ait defter değerinin, cari pazar değerinden büyük ölçüde yüksek olması hali,

iii. Gelirlerde yaşanabilecek dengesizlikler hali,

iv. Gelecekte meydana gelebilecek belirsizliklerin fazla olmasından dolayı gelecekte elde edilecek kazançlara dayanan değerleme metotlarının yeterli uygunlukta olmayışı,

v. Banka vb. kuruluşların varlıklarının büyük bir kısmının parasal değerlerden oluşması hali,

vi. Şirket birleşmeleri ve blok satın alma hallerinde (Aydın, 1990: 48).

Defter değeri yönteminin kullanımı, özellikle enflasyonun yüksek olduğu ve mal fiyatlarındaki değişimlerin oldukça sık yaşandığı ülkelerde uygun olmayabilir. Bunun sebebi defter değeri hesaplamasında yer alan varlıkların, piyasa fiyatları hızla değişirken, bu değişimin bilançolara yansıtılamamasıdır. Defter değeri ancak belirli bir dönem içindeki muhasebe verilerini baz alır. Yaşanan artışların veya azalışların hızlı bir şekilde bilançolara yansıtılıp güncel ve doğru defter değeri hesaplamaları yapabilmek için fiyatların değişim hızına eşit olarak şirketinde varlıklarını yeniden değerlemesi gereklidir. Ancak bu kadar sık değerlemeler yapılmamaktadır.

2.5.1.2. Net aktif değeri

Net aktif değeri yönteminin kullanılabilmesi için öncelikle, şirket varlıklarının cari değeri ile borçlarının cari değerlerinin ayrı ayrı hesap edilmesi gerekir. Bu hesap akabinde, cari varlık

değerinden cari borç tutarı düşülerek net aktif değere ulaşılmaktadır. Bu yöntem aşağıdaki formül ile hesaplanır;

Net Aktif Değeri = Varlıkların Piyasa Değerleri Toplamı – Borçların Piyasa Değerleri Toplamı (Sevinç, 2008: 55).

Her ne kadar literatürde, net aktif değeri ile defter değeri yöntemi benzetilerek hesaplar yapıldığına rastlansa da, aslında uygulama ve hesaplama açısından aralarında farklılıklar bulunmaktadır. Bununla birlikte, net aktif değer yöntemine düzeltilmiş defter değeri de denilmektedir. Net aktif değeri yöntemi, firmanın bilançoda yer alan defter değerlerinin piyasa değerleri ile düzeltilerek değerlenmesi olup bir başka deyişle, firmanın elinde bulundurduğu varlıkların piyasa değerinden borçlarının piyasa değerinin düşülmesiyle ortaya çıkan değerdir (Alkan ve Demireli 2007: 27-39).

Bu yönteme göre şirket aktiflerinin piyasaya göre tekrardan değerlendirilmesine ihtiyaç duyulur ve bu varlıkların değerlemesi işleminde gerçekleştirilen yöntemler "Eşdeğer yatırım değeri yöntemi, Ekspertiz değeri ve Katsayılar yöntemi" olup bunlar aşağıdaki şekilde uygulanmaktadır;

i. Eşdeğer yatırım değeri yöntemi; Bu yöntemde değer tahmini birim değerler aracılığıyla oluşturulmaktadır. Burada mevcut yatırım göz önünde bulundurularak aynı kapasiteyi sağlayacak yatırım değeri elde edilir. Bu hesaplama yapılırken teknolojik gelişmelerde mutlaka göz önünde bulundurulmalıdır. Fakat sektörel çapta önemli bir gelişme olmadıkça yine aynı sonuçlar ortaya çıkacaktır. Örneğin herhangi bir işletmede günlük işleme kapasitesinden yola çıkıp, yıllık üretimle toplam yıllık kapasite hesaplanabilir. Böylece hesaplanmış olan kapasite için ihtiyaç duyulan yatırım miktarı belirlenebilir (Cingöz, 2014: 81).

ii. Ekspertiz değeri; Bu yöntemde uzmanlarca değerlemesi yapılacak olan varlığın değerleme tarihi esas alınarak cari değerinin tahmin edilmesidir (Karakoca, 2011: 14).

iii. Katsayılar yöntemi; Bu yöntem mali tabloların, belirli dönemleri içeren yeniden değerleme oranı ve katsayısı belirlenerek bu katsayılarla tekrar düzeltilmesidir (Karakoca, 2011: 14).

Bu yöntemin uygulanmasında dikkat edilmesi gereken hususlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

a) Bilançoda yer alan aktif ve pasiflerin doğru ve usule uygun olarak işlendiği,

b) Karşılık hesaplamaları sırasında bir hatanın olup olmadığı,

c) Kredilerin, kıdem tazminatı karşılıklarının, sigorta primlerinin ve ipotekli malların varlığı ortaya çıkarılmalıdır,

d) Varlık değerlemesi yapan uzmanın, makineler, arsalar ve stokların değeri hakkında yeterli ölçüde bilgiye vakıf olmaması halinde, bilirkişilerden destek almalıdır (Oğuz, 2017: 23; Cingöz, 2014: 82).

Varlığın cari değeri, bu yönteme göre elde edilecek değerden yüksek olmalıdır; tersi bir durumda ortaya yanlış bir sonuç çıkmış olur. Ayrıca uzun süreçlerde gidere çevrilebilecek olan şirket ismi, patent vs. gibi maddi olmayan varlıkların değerinin tespiti güç olmakla birlikte bunlar gelirlerde ve firma değerinde artışa sebep olabilecek unsurlardır. Bu yöntemde ortaya çıkan başka bir sorun ise, ülke parasının değer kaybı yaşadığı durumlardır. Çünkü bu durumlarda her ne kadar parasal varlıklar cari değerini koruyor olsalar da parasal olmayan varlıklar kaydedilen değerleri ne ise onunla kalmaktadırlar.

Bu sorunu çözmek için kullanılan yeniden değerleme yolu da sorunu tam anlamıyla çözememektedir. Bazı varlıkların yeniden değerlemeye eklenememesi veya bazı sektörlerde meydana gelen fiyat yükselişleri genel fiyat endeksinden daha fazla veya az olabilmekte; böylece, bilançolarda benzer düzeye sahip değerlerin ortaya çıkmasına imkan vermemektedir (Cingöz, 2014: 83).

Bilanço kalemlerinin aynı düzeye çekilmesi bu sebepten gerekli olup ayrıca firmaların kıst amortisman uygulamasını bilançolarına muhakkak yansıtmaları da gerekmektedir.

Stoklar ve alacak kalemleri, değerleme işlemlerinde büyük önemi olan iki hususdur. Çünkü stokların paraya çevrilmesi ve alacakların tahsil edilmesi, faaliyeti bitmiş bir firmada oldukça zordur. Net aktif değeri yöntemini olumlu bulanlar, şirketi satın alacak olan şahıs ya da organizasyonların firmanın geçmiş yıllardaki performansını gösteremeyebileceğini düşünürler (Chambers, 2009: 213).

Bu yöntemin belirtilen olumlu yönleri dışında bazı olumsuz yönleri de bulunmaktadır. Yöntemin kolay ve tarafsız olması gibi olumlu yönleri bulunmaktadır. Ancak bu yöntem kullanılarak hesap yapılırken bazı varlıkların değer tespitinde birtakım güçlüklerle karşılaşılabilmektedir. Özellikle piyasada bulunmayan bir varlığın değer tespitine objektif olarak ulaşılamayacağından artık bu hususdaki değerleme sübjektif nitelikler taşıyacaktır. Bu ve benzer durumlarda artık değerleme çalışmalarında çoğunlukla bilirkişi görüşü alınarak değer tespiti yapılmaktadır (Yazıcı, 1997: 50).

Bununla birlikte net aktif değer yöntemi, indirgenmiş nakit akımları yönteminin değerleme işleminde şirketin şerefiye değerini de dolaylı olarak hesaba katması sebebiyle iyi sonuç vermediği hallerde de kullanılabilmektedir (Karakoca, 2011:14).

Yine burada dikkat edilmesi gereken başka bir husus da, çalışan ve kârlılığa sahip olan tesislerde net aktif değeri yöntemini uygulamak, firmanın değerini olması gerekenden daha az olarak hesaplamaya neden olabilmektedir (Cingöz, 2014: 84)

Net aktif değeri yöntemi aşağıdaki durumlarda kullanılmaktadır:

i. İşletme, zor durumda ve zarar etmekteyse,

ii. İşletme, yükümlülüklerini yerine getirebilecek kadar nakit akışı sağlayamıyorsa,

iii. İşletme, faaliyetlerine ara vermiş veya hızını yavaşlatmışsa,

iv. İşletmenin sahip olduğu varlıklar çok değerli ise,

v. İşletme, know-how, patent gibi maddi olmayan duran varlık kalemlerine sahipse (Yazıcı, 1994: 54).

2.5.1.3. Tasfiye değeri

Bir şirketin tasfiyesi halinde varlıkları satılarak oluşturulan fonlar ile borçlar ödendikten sonra geriye kalan değere tasfiye değeri denir (Özkara, 2018: 9). Bundan borçları düşülerek hesaplanması neticesinde gerçek anlamıyla bu değere ulaşılabilinecektir. Şirket tasfiye değeri aşağıdaki formül ile hesaplanır;

Tasfiye Değeri = Şirketin Varlıklarına Takdir Edilen Değer – Borçlar (Sevinç, 2008: 55; Orman, 2016: 11).

Teoriye göre, tasfiye sayesinde ortaya çıkan değer ile ilgili varlıkların gelecekte ortaya koyacağı nakit akımlarının günümüze indirgenmiş değerleri toplamının birbirine denk olması gerekir. Ancak hayatın olağan akışında ilgili varlığın tasfiye değeri gelecekte ortaya koyacağı nakit akımlarının günümüze indirgenmiş değerleri toplamından daha az bir meblağı göstermektedir (Karakoca, 2011: 15; www.nek.istanbul.edu.tr.).

İskontolu satışlar bu duruma sebep sayılmaktadır. Yani satışın acil hallerde yapılmasından dolayı alıcılara indirim yapılması sebebiyle değer daha küçük çıkmaktadır.

Şirket varlıklarının alış satışının yapıldığı ikincil bir piyasanın varlığı fiyat oluşturulmasında belirleyici olabileceğinden böylece tasfiye halindeki şirketin varlıklarının değeri piyasa değerinin altına düşmeyecektir. Bu şekilde ikincil bir piyasanın olmaması durumunda ise şirketin güç durumlar yaşaması ihtimali bulunmaktadır. Şirketin hisse senetleri baz alınarak yapılan bir hesaplamada, hisse senetlerinin değeri tasfiye sonucu elde edilecek değerden düşük ise artık şirketin tasfiyeye sokularak nakde dönüştürülmesi yapılacak en mantıklı davranış olacaktır. Doğal kaynaklar, tasfiye değeri yönteminin en iyi uygulandığı alanlardır biridir. Bu yöntemin en önemli sakıncası ise şirketin şerefiye değerinin hesaplamaya dahil edilmemesidir. Ayrıca genel olarak ömrünü tamamlamış şirketler için bu yöntem daha çok kullanılıyor ise de, bunun yanında normal şartlarda da farklı bir bakış açısı yakalamak isteyen şirketler bu yöntemden faydalanabilmektedirler (Oğuz, 2017: 8).

Son olarak defter değeri ile tasfiye değeri arasındaki farkları burada kısaca sıralayacak olursak;

i. Maddi duran varlıkların yeniden değerlenmesi veya daha küçük bir oran kullanılması neticesinde defter değeri göreli olarak daha küçük olacaktır,

ii. Genel görüşe göre işletme sermayesi kalemlerinden olan stoklar, cari değerlerini yansıtmaktadır. Ancak gerçek hayatta bazen kayıtlı değerlerin cari değerleri yansıtmadığı görülebilmekte ve bu durumda tasfiye değeri kayıtlı değerden büyük olmaktadır,

iii. Aktifleştirilen giderlerin tasfiye sırasında bir değer taşımamasından dolayı kayıt altında olan değer, tasfiye değerinin üstünde çıkmaktadır. Çünkü varlığın finanse edilmesi dolayısıyla finansman gideri gibi maliyet artışları, alıcı tarafından daima çok bir anlam ifade etmemektedir,

iv. Maddi olmayan duran varlıkların tasfiye sırasında herhangi bir değer taşımamasıdır (Cingöz, 2017: 79-80; Oğuz, 2017: 8; www.degerlemesirket.com).

2.5.2. Gelir Temelli Değerleme Yaklaşımları

Gelir temelli değerleme yöntemi, şirketin geleceğe ilişkin faydalarını ele alır yani şirketi bir yatırım olarak görür. Gelir temelli değerleme yöntemlerine göre bir şirketin değeri, ilgili şirketin varlıklarının gelecek yıllarda elde edeceği kazançların, şirketin hedeflenen ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile günümüze iskonto edilmesi neticesinde ortaya çıkarılan nakit akımlarının değerine eşittir (Karakoca, 2011: 20).

Gelir tablosu veya nakit akım tablosu bu yöntemde veri olarak kullanılmaktadır. Her ne kadar bu değerlemede temel yöntem v.b. indirgenmiş nakit akımları yöntemi ise de bunun yanında üç yöntemi daha bulunmaktadır.

Gelir temelli değerleme yaklaşımı;

i. İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme Yöntemi

ii. İndirgenmiş Kar Payları Yöntemi

iii. Özkaynaklara Olan Serbest Nakit Akışları Yöntemi

iv. Firmaya Olan Serbest Nakit Akışları Yöntemi

olarak dört bölümde incelenecektir.

2.5.2.1. İndirgenmiş nakit akımlarına göre değerleme

Uygulamada en çok kullanılan firma değerlemesidir. Kârlılık, muhasebe temelli bir kelime olup şirketlerin başarısının bir göstergesi olarak yöneticiler ve yatırımcılar tarafından dikkate alınan önemli bir unsurdur. Şirketlerin karlılığı değerlendirilirken gelir tablosu kalemleri arasında karşılaştırmalar yapılır. Ancak yatırımların geleceğe ilişkin başarısı hususunda kârlılığı dikkate almak her zaman doğru sonuçları vermeyebilir. Kârlılık kavramsal olarak, belirli bir süreçteki gelir ve giderlerin uyumlu olmasına bağlıdır. Yani kurulmuş bir denge misali, gelirlerin ilgili kişilerden tahsili ile giderlerin ödenmesidir. Bununla birlikte herhangi bir nakit giriş veya çıkışı bulunmayan amortismanlar da kârlılık hesaplamalarında göz önünde bulundurulmaktadır. Ayrıca, firmanın alacaklarına uyguladığı vadenin her ne kadar kârlılık üzerinde bir etkisi yok ise de, vade süresince nakit girişinin olmaması ilgili kurumun nakitsel durumunu değiştirecektir (Oğuz, 2017: 30).

Sadece karlılık değil indirgenmiş nakit akımları yönteminde, yatırımla ilgili her türlü nakit giriş ve çıkışlar hesaba katılmaktadır. İndirgenmiş nakit akımı yöntemi ile firma değerlemesi yapılırken nakit çıkışına sebebiyet vermeyen amortismanlar ve diğer muhasebe uygulamaları ile alakalı düzeltmeler yapılır ve daha gerçeğe yakın sonuçlar hedeflenir (Karakoca, 2017: 21).

Örneğin firmalar vergi avantajı elde etmek adına muhasebe politikalarında değişiklikler yapabilmektedirler. Bu da kar miktarının gerçeği göstermeyecek şekilde hesaplanmasına sebep

olabilir. İşte bu durumda amortismanlarda olduğu gibi muhasebe uygulamalarında da düzeltmeler yapılması gerekmektedir.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, ilk olarak 1930 yılında Irwin Fisher tarafından oluşturulmuştur. İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre, şirket varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmekte ve bu sebeple, şirket değeri nakit akımlarının tahminlemesi yapılarak ortaya çıkarılmaya çalışılmaktadır (Bilir ve Kulalı, 2014: 39-55).

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi ile şirketin gelecek yıllarda sahip olacağı nakit akışları belirli bir indirgeme oranı ile günümüze indirgenerek firma değerine ulaşılması sağlanır. Belirtilen bu işlemin sağlıklı bir şekilde yapılabilmesi için iki temel unsurun birlikte varlığı gerekmektedir. Bu iki unsurdan ilki şirketin gelecek senelerde kazanacağı nakit akışları, ikincisi ise doğru indirgeme oranıdır. Bu iki değişkenden ilki, şirketin yaratıcılık kabiliyeti, kurumsal olma düzeyi, geleceğe yönelik plan ve programları vb., gibi faktörlere göre, ikincisi ise şirketin sermaye yapısı ve şirketin risk düzeyi ile ilişkili olarak ortaya konmalıdır (Bilir ve Kulalı, 2014: 41).

Buna göre indirgeme oranı açısından, firmanın risk seviyesi düşükse oran düşük bir seviyede olacak iken risk seviyesinin yükselmesi durumunda da tam tersi olarak oran da yüksek olacaktır. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi iki aşamadan oluşmaktadır. Yöntemdeki ilk aşama aşağıdaki unsurların tahmin edilmesidir:

i. Yatırımın cari nakit akımı

ii. Cari sermaye maliyeti veya yatırımın sermayesi

iii. Kazançlarda hedeflenen büyüme oranı

İkinci aşamada ise aşağıdaki konularda karar verilmektedir:

i. Hangi nakit akımlarının iskonto edilmesi gerektiği

ii. Hangi iskonto oranının öngörülmesi gerektiği

iii. Büyüme tahmininde hangi yaklaşımın takip edilmesi gerektiğidir (Sevinç, 2008: 57).

Bu yöntem değerleme yöntemleri içerisinde, hem uzmanlar hem de yatırımcılar tarafından en fazla kullanılan yöntemdir. Geleceğe dair nakit akımlarının üzerinde durması, bu nakit akımlarının risklilik oranı ile şirketin risk seviyesini dikkate alarak nakit akımlarının cari

değerine ulaşmaya çalışması, indirgenmiş nakit akımları analizi yönteminin sık kullanılmasının ana nedenlerini oluşturmaktadır (Karakoca, 2011: 21-22),

Bununla birlikte bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Yöntemin avantaj ve dezavantajları aşağıdaki şekilde sıralanabilir;

1) Yöntemin Avantajları

• Firmanın gerçek değerini hesaplamaya yarayan bilimsel temellere dayanan bir yöntemdir,

• Firmanın gelecekte meydana gelecek performansının firma değerine en uygun haliyle aktarıldığı bir yöntemdir,

• Nakit oluşturma kabiliyeti üzerinde durur,

• Farklı koşulların analizine olanak sağlayan elastik bir değerleme yöntemidir,

• Ekonomik çalkantılar ve yatırım politikaları gibi çeşitli değişkenlerin firma değeri üzerindeki etkilerini yansıtır,

• Birleşme ve satın almalar sırasında mevcut durumun değerlendirilmesine imkan sağlar.

2) Yöntemin Dezavantajları

• Değerlemede kullanılan finansal tahminlemeler beklentilerden daha iyimser veya kötümser olabilir,

• Yöntemin asıl değişkenlerinden olan gelecekte meydana gelecek nakit akımları, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti gibi unsurlar beklentilere oldukça hassasiyet göstermektedir. Bunun neticesinde de firma değerinin hesaplanmasında gerçek sonuçlara ulaşılması zorlaşmaktadır,

• Öznel varsayımlara dayanmaktadır,

• Gelecekte yaşanabilecek belirsizlikler firma değerinde önemli etkiye sahiptir,

• Yöntemin sadece nakit akımları, sermaye maliyeti ve belirli konular üzerinde durması, bazı stratejik faktörleri göz ardı etmesi durumudur (Chambers, 2009: 236).

İndirgenmiş nakit akışları analizi yöntemini kullanırken birçok anahtar değişkenden faydalanılmaktadır. Firma değerlemesi yapılırken indirgenmiş nakit akışları analizinin kullanılması halinde ilk olarak şirketin gelecekte üretmesi tahmin edilen nakit akımları, nakit akımlarının tahmin süresi ve bu süreden sonraki dönemdeki büyüme oranları, şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin ortaya çıkarılması gerekmektedir (Karakoca, 2011: 22).

Akabinde firma değerine ulaşılabilmesi için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak şirketin nakit akımlarının günümüze indirgenmesi işlemi yapılmaktadır.

İndirgenmiş nakit akışları yönteminin uygulanma sırasının; Geçmiş verilerin ve performansların analiz edilmesi, gelecekte yaşanacak nakit akımlarının tahmin edilmesi, sermaye maliyetinin ortaya çıkarılması, devam eden değerin bulunması ve çıkan sonuçların hesaplanması şeklinde belirtilmesi de mümkündür (Kırlı, 2005: 159).

Firma değer hesaplaması sürecinde bu yöntem uygulanırken iki esas noktayı; Nakit akımlarının tahmin edilmesi ve iskonto oranının belirlenmesi oluşturmaktadır.

İndirgenmiş nakit akımlarını temel alan değerleme yöntemleri; satış hacmi ve büyümesi, faaliyetlerden kaynaklanan para çıkışları, işletme sermayesi ve sabit yatırım tutarı ve sermaye maliyeti gibi farklı etmenlerin yıllar itibariyle tahmin edilmesini gerektirmektedir (Özkara, 2019: 14).

Bunların yanı sıra yapılacak tahminlerin belirgin bir şekilde ortaya konulması, gerçeği yansıtan ve birbirleriyle çelişkisiz olması gerekir. Çünkü yapılacak bir hata firma değerinde ciddi değişikliklere sebep olacaktır. Bu nedenle uzmanların bu konudaki nitelikleri ve konuya yaklaşımları büyük önem arz etmektedir.

Nakit akımlarının tahmin edilmesi; İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre varlığın değeri, gelecek dönemde oluşması beklenen nakit akımlarının şimdiki değeri toplamına eşit olma varsayımıdır. Şirketlerin devamlılığı kuralı gereğince, değerleme iki aşama olup bunlardan ilki belirli bir dönem için firmanın nakit akımlarının belirlenmesi, ikincisi ise bu dönem sonunda firmanın sonsuza kadar giden nakit akımlarının belirlenmesidir. Devam eden değer, tahmin döneminin akabinde büyüme oranları ile tahmin edilen firmanın nakit akımlarının değeridir. Şirket değerine ise, belirlenen dönemdeki nakit akışları ile limit değerin bugüne indirgenmesi neticesinde ulaşılır (Kırlı, 2005: 158).

Takip edilmesi gereken birtakım aşamaların ardından nakit akımları belirlenebilmektedir.

Bu aşamaları, geçmiş dönem verilerinin analiz edilmesi, sektöre ait tahminlerinin geliştirilmesi, firma analizinin gerçekleştirilmesi, firmanın vergi ödemelerinin belirlenmesi ve nakit akışlarının belirlenmesi (Karakoca, 2011: 24). şeklinde sıralayabiliriz.

Bu aşamaları kısaca açıklayacak olursak öncelikle, firmaların geçmiş sezon finansal performansının, geleceğe yönelik olarak nakit akımlarının tahmin edilmesinden önce incelenmesi gerekir. Ortaya konulan sermayeden gelen kazanç, nakit akımları, büyüme miktarı

gibi önemli hususların, iyi bir firma değerlemesi yapmak isteyen uzmanca ayrıntılı şekilde irdelenmesi elzemdir. Bir firmanın ileriki dönemler açısından gelir ve giderlerini oluştururken sektör tahminlerine yani analizlerine gereksinim duyulmaktadır. Firmanın büyüme oranları hakkında tahminleme gerçekleştirilirken, faaliyet gösterdiği sektörün büyüme oranları, sektörün makroekonomik etmenlere karşı gösterdiği reaksiyon derecesi, sektördeki gelirlerin değişkenliği gibi etmenler etkili olmakta; uygun bir değerleme gerçekleştirebilmek için firmanın dahil olduğu sektörün de iyi anlaşılması ve geleceğe yönelik tahminlerinin iyi hesaplanması gerekmektedir (Kırlı, 2005: 159; Karakoca, 2011: 25).

Bu hesaplamalardan sonra firmanın ileriki döneme ilişkin gelirleri belirlenebilmekte; böylece geleceğe yönelik sermaye ve yatırım harcamaları da oluşturulabilmektedir.

Ülkemizde firmalar üç aylık dönemlerde, hesaplanan kar miktarları üzerinden yüzde yirmi oranında kurumlar vergisi ödemek zorundadırlar. Firmadan, ödenen bu vergi ile birlikte bir nakit çıkışı olmaktadır. Bu şekilde vergide izlenen politikalar firmanın finansman politikasına tesir etmektedir. Dolayısıyla firmanın kurumlar vergisi için ödeyeceği karşılığı, şirket değerlemesi sırasında gelir ve giderlerinin belirlenmesinden sonra ayırması gerekmektedir.

Vergi ödemelerinin belirlenmesinden sonra artık son olarak net nakit akımlarının belirlenmesi yapılmaktadır. Şirketin gelecekte üretmesi planlanan vergi öncesi nakit akışlarının vergi oranları üzerinden düzeltilmesi sayesinde şirketin net nakit akışları elde edilebilecek ve bu aşamadan sonra projeksiyon dönemi ve projeksiyon dönem sonrasındaki nakit akışlarının şirket için belirlenmiş uygun bir iskonto oranı ile günümüze indirgenmesi ile şirket değeri ortaya çıkarılmaktadır (Karakoca, 2011: 25; www.nek.istanbul.edu.tr).

Şirketin bulunduğu sektörün durumuna göre nakit akışlarının belirlenme ya da tahmin edilme süresi değişkenlik göstermekle birlikte bu süre genel olarak 5 ila 10 yıldır. Sektör veya firmaya dair veriler durağan ise, yanılma oranı düşük olacağından artık nakit akışlarının tahmin süresi de azalabilir. Ancak tam tersi durumda yani belirsizliğin olduğu bir sektördeki firma için bu süre daha uzun olacaktır (Kırlı, 2005: 160).

Devam eden değerin belirlenmesi; Şirketin sonsuza giden nakit akımları, yukarıda açıklanan tahmin işleminin yapılmasının ardından belirli bir büyüme düzeyi göz önünde bulundurularak hesaplanmaktadır. Bir firmanın çalışmasını süreye bağlı olmaksızın devam ettirmesi, işletmenin sürekliliği ilkesi gereğidir. Bundan hareketle, firmanın gelecek dönemde ortaya koyacağı nakit akımları da sonsuza giden bir süreci kapsamalıdır ve belirli bir dönem için hesaplanan nakit

akımı tahminlerinden sonra, sonsuza kadar giden nakit akımlarının büyüme oranları önem kazanmaktadır (Kırlı, 2005: 160).

Devam eden değer, firmanın tahmin süreci akabinde oluşturacağı nakit akımlarının değerine denilmektedir. Devam eden değer kavramının bir diğer adı da terminal değerdir. Firmanın değerlemesi gerçekleştirildikten sonra devam eden değer ya da diğer adıyla terminal değer, bazı metodlar uygulanarak (sürekli ve sabit büyüme modeli gibi) bulunmaktadır (Kırlı, 2005: 158).

İskonto oranının belirlenmesi; Bu yöntemdeki en son aşama iskonto oranının belirlenmesidir. Şirketin sermaye maliyeti, ileriki dönemde nakit akımlarının tahmin edilmesi ve devam eden değere dair varsayımların oluşturulmasından sonraki aşamada hesaplanmalıdır. Nasıl ki geliri belli bir değere dönüştürmek maksadıyla indirgerken indirgeme oranı kullanılıyor ise, nakit akışını indirgerken de bir iskonto oranının kullanılması gerektiği açıktır. Değerlemesi yapılacak firmanın ilerideki nakit akımlarının sermaye maliyeti oranı ile indirgenerek, nakit akımlarının günümüzdeki değerine ulaşmak gerekmektedir. Buna göre uygun olan oranın tahminlemesi yapılırken değerlemeyi hesaplayan uzmanın, faiz oranlarının seviyesini, yatırımcıların benzer özellikteki yatırımlardan umduğu getiri oranlarını ve beklenen kazanç akışlarında var olan risk faktörünü hesaba katması gerekmektedir (www.spk.gov.tr).

İskonto oranı belirlenirken bazı kriterlerden faydalanılmaktadır. Bunlar sektörün nitelikleri, faaliyet sahası, geliri, halihazırdaki durumu, şirketin dönemsel bazda değişimlerden etkilenme derecesi, rakip şirketlerin karlılık oranları, yeni yatırımlardan beklenen asgari verimlilik oranı, alternatif verimlilik oranı ve şirketin sermaye maliyetidir. İndirgenmiş nakit akımları yönteminde firmanın geçmiş verileri ve performansı analiz edilerek, geleceğe yönelik nakit akımları tahmin edileceğinden dolayı, nakit akımlarının indirgenmesinde kullanılacak indirgeme oranı, firmanın nakit akımlarının riskliliğini ortaya koyacak şekilde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak belirlenmelidir (Cingöz, 2014: 26; www.değerlemesirket.com)

Borcun maliyeti ile özsermayenin maliyeti, değerlenecek firma için sermaye maliyetinin hesaplanmasında göz önünde bulundurulmalıdır. Firmanın sermaye maliyetinin uygun bir şekilde hesaplanabilmesi için öz sermaye maliyeti ile borcun maliyetinin, firmanın borç/toplam pasif yapısındaki dağılımlarına göre ağırlıklandırılması gerekmekte olup firmanın borç/toplam pasif yapısına göre ağırlıklandırılarak ortaya konmuş olan sermaye maliyetine de "ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti" denir (Karakoca, 2011: 30-31).

Firma değerinin hesabında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti iskonto oranı olarak kullanılıyorken, öz sermayenin değerine ulaşılması gerektiğinde öz sermaye maliyeti iskonto

oranı olarak kullanılmaktadır. Öz sermaye maliyeti ve borcun maliyeti kavramları ayrı ayrı açıklandığında ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesabı daha rahatlıkla yapılabilecek ve anlaşılabilecektir (Kırlı, 2005: 161).

Öz sermaye maliyeti hesabında genel olarak, finansal varlık fiyatlama modeli kullanılmaktadır. Bu modelde sermaye maliyetinin unsurları, paranın zaman değeri ve risk primidir. Buna göre öz sermayenin maliyeti, sermayenin risksiz bir yatırımda kullanılsa idi elde edilecek getiri oranına göre değerlendirilmektedir. Borcun maliyeti kavramına bakacak olursak; firmanın borçlarına karşılık ödediği faiz oranı, borç maliyetini göstermekte olup vergiden önce ve vergiden sonra olarak iki çeşidi bulunmaktadır. Borçların karşılığında ödenen faiz ödemelerinin, gelir kaleminden düşülebilmesi sonucunda vergiden tasarruf saylayacağı için vergi sonrası borç maliyeti, firma değerlemesinde daha fazla kullanım alanı bulmaktadır (Işık, 2010: 39).

Borç maliyetinin hesaplanması bazı unsurlara göre değişiklik gösterebilmektedir. Şirketler farklı şekillerde borçlanma yapabildiklerinden, özellikle şirketin borç yapısı bu unsurlardan en önemlisidir. Banka veya finansal kuruluşlardan alınan borçlar ya da tahvil ihraç etme gibi yollarla şirketler kendilerine finansman oluşturabilmektedirler. Özellikle uzun vadeli finansman kaynaklarından biri olan tahvil borçlanması, karşılığı ödenen faizlerin şirketin gelirler kalemlerinden düşülebildiği için kıymetli bir finansman kaynağıdır (Karakoca, 2011: 34).

Diğer borçlanma kaynağı da banka veya finansman kredileri olup bunlardan banka kredileri sermaye bileşenleri içinde maliyet belirlemesi en kolay olan çeşididir.

Bütün bilgiyi içine alan en iyi ölçü olması açısından indirgenmiş nakit akımları, en iyi değerleme yöntemidir. Bu yönteme göre elde edilen firma değeri ile firmanın piyasa değeri arasında kuvvetli bir bağlantı vardır. Diğer metodlara göre hesaplanan firma değeri kısa vadeli olabilir, ancak nakit akımlarına göre hesaplanan firma değeri kısa vadeli olamaz (Cingöz, 2014: 129).

Dolayısıyla indirgenmiş nakit akımları yöntemi firmalara, paranın zamansal kıymetini göz önüne alması ve firma değerini etkileyen bütün unsurları hesaba katması sebebiyle en etkili değer göstergelerinden birini sağlamaktadır.

Yukarıda açıklananlar doğrultusunda, indirgenmiş nakit akımlarına göre değerleme yapacak olan uzman, ileriye dönük nakit akımlarının belirlenmesi, devam eden değerin hesaplanması ve

uygun bir iskonto oranıyla gelecekteki nakit akımlarının şimdiye indirgenmesini sağlayarak artık firma değerini bulabilecektir.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi şirketlerin halka arz edilmesi sırasında aracı kurumların en çok başvurduğu yöntemlerden biridir. Aracı kurumlar şirketin halka açılması sırasında doğru ve adil bir değerleme yapabilmek adına bu yönteme güvenmektedirler. Yöntemde dikkat çeken bir ayrıntı da piyasadaki mevcut risksiz faiz oranının şirket değerine önemli ölçüde etki etmesidir.

2.5.2.2. İndirgenmiş kar payları yöntemi

Gelir temelli değerleme yaklaşımlarından ilki indirgenmiş nakit akımlarına göre değerleme olup ikincisi ise indirgenmiş kar payları yöntemidir. İndirgenmiş nakit akımlarına göre değerlemede firmanın tahmini değeri, firmanın serbest nakit akımlarının yıllar itibari ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile günümüze indirgenmiş değerleri toplamıdır. İndirgenmiş kar payları yönteminde ise, nakit akımlar yerine şirketin ortaklarına dağıtmış olduğu kar payları kullanılmaktadır. Bu şekilde elde edilen değer, bir hisse senedi fiyatına eşittir. Bu aşamadan sonra şirket değerine ulaşmak için yapılması gereken şey, bir hisse senedi fiyatı ile şirketin sahip olduğu toplam hisse senedi fiyatının çarpılmasıdır. Bu yöntemin doğru sonuçlar verdiği haller, özellikle yıllar itibari ile istikrarlı kar payı ödeyen, olgunlaşmış firmaların değer tahminleridir.

İndirgenmiş kar payları yöntemine yönelik eleştiriler ise şunlardır;

i. Çeşitli nedenlerden dolayı zamanla kar paylarında değişiklikler yaşanabilir bu sebeple gelecek dönemlere ait kar paylarını öngörebilmek güçleşir,

ii. Sadece kar payının hesaba katılması, firmanın birikmiş karlarının ihmal edilmesi olarak yorumlanabilir,

iii. Esasen firma kasasında saklanan kârlar etkili kullanılmaları halinde, firmanın gelecekteki kâr payı dağıtım olanaklarını genişletir,

iv. Alıkonulmuş kârların dağıtımı ertelenmiş kâr payı olarak kabul edilebilir,

v. Yöntemin hisse senedi fiyat yükselişlerinden kaynaklanan kazancı yok sayması bir noksanlık olarak değerlendirilir,

vi. Sermaye piyasalarında yatırımcılar ne zaman isterlerse alım satım yapabilirler. Bu sebeple değerleme, kâr paylarındaki değişmenin yanında sermaye kazançlarını da kapsayan bütüncül bir süreç olmalıdır (Cingöz, 2014: 107).

Şirketin hisse senedi fiyatı, şirketin büyüme oranı olarak hangi değer alınırsa alınsın sonuçta gelecekteki kar paylarının şimdiki değerine eşit çıkacaktır. İndirgenmiş kar payları yöntemi, halka açık olmayan şirketlerin temettü dağıtım politikasının olmayışından dolayı, halka açık şirketlerinde muhasebesel kazanç üzerinden temettü dağıtması sebebiyle fazla tercih edilen bir yöntem değildir (Chambers, 2009: 215).

Muhasebe karı elde edememesi nedeniyle şirket, nakit kar elde etse de bunu paylaştırmayabilir. İndirgenmiş kar payları yöntemi de bu sebeple doğru sonuçlar vermekten uzak kalabilmektedir.

2.5.2.3. Özkaynaklara olan serbest nakit akışları yöntemi

Şirketlerin finansal yapılarına bakıldığında, finansman sağlayan iki grubun bulunduğu görülmektedir. Finansman sağlayan bu iki grubun ilki şirkete özkaynak sağlayan pay sahipleri, ikicisi ise kredi sağlayıcılardır. Kural olarak pay sahiplerinin amacı şirketten kar payı almak; kredi sağlayıcıların amacı ise faiz geliri almaktır. Belirtilen bu iki grubun durumuna göre firma değerlemede, nakit akımlarına dayanarak firma değeri ve özkaynak değerine ulaşılmaya çalışılmaktadır. Farklı beklentilerle hareket eden bu iki taraf açısından, pay sahipleri kadar şirkete kredi sağlayan kurumlar da göz önünde bulundurulmalıdır. Şirkete özkaynak sağlayan pay sahipleri ve şirkete kredi sağlayan kurumlara ifade ettiği firma değerinin toplamı olduğundan, şirket değeri, şirketin net kredi borcu ve öz sermaye değerinin toplamı olarak söylenebilir (Cingöz, 2014: 154).

Buradan hareketle, şirketin net borcu ve sağlanan özkaynağın değerinin toplamı ile şirket değerine ulaşılmaya çaba gösterilmektedir. Burada net borç kısmının şirket değerinin bir parçası olması kafaları karıştırabilir ancak unutulmamalıdır ki şirketlerin aldıkları borçlar onların kasalarında veya yatırımlarında kendini göstererek bir değer oluşturur. Bu değer de şirketin değerinde artışa sebebiyet verir.

Özkaynağa serbest nakit akımları, şirketin faaliyet gelirlerinden, faaliyet ve faiz giderleri, anapara ödemeleri ve gerekli yatırım harcamaları (sabit ve işletme sermayesi) sonrasında geriye kalan tutar olarak kabul edilmektedir. (www.degerlemesirket.com)

Vergi, faiz ve anapara ödemeleri nakit akım hesabında düşülerek özkaynağa nakit akımları hesabına ulaşılmaktadır. Yatırım harcamaları nakit çıkışını gösterdiğinden ilk önce, her türlü yatırım harcamaları net kardan çıkarılır. Ardından nakit çıkış olmadığı için amortisman giderleri ve itfa payları geri eklenir. Firmanın büyüme özelliklerinin genellikle bir işlevi olan net yatırım harcamalarına, yatırım harcamaları ve amortismanlar arasındaki fark ile ulaşılır (Erdem, 2015: 49).

İşletme sermayesindeki azalış nakit girişi, artış ise nakit çıkışı olarak düşünülmektedir. Buna göre, işletme sermayesinde yaşanan artış şirketin nakit akışını azaltırken, işletme sermayesinde yaşanan azalış ise özkaynak yatırımcılarına verilebilecek nakit akımını artıracaktır (Erdem, 2015: 49).

Bu çerçevede net nakit akımındaki etkiler konu edildiğinden hemen ödenebilir likit özellik taşımamaları sebebiyle nakit olmayan işletme sermayesindeki değişiklikler değerlendirilmektedir. Çünkü her an ödenebilme ve likit olma hali, nakit nitelikli işletme sermayesi ögeleridir (Erdem, 2015: 49).

Yukarıdaki işlemler akabinde, öz kaynaklara olan serbest nakit akışları yönteminde şirketin borç düzeyi de göz önünde bulundurulur. Her ne kadar borç ödemeleri nakit çıkışı zorunlu kılsa da, anapara borç ödemelerinin tamamının veya bir bölümünün yeni borçla finanse edilmesi halinde nakit girişi olarak düşünülür.

Teorik olarak özkaynaklara olan serbest nakit akışları yöntemi, pay sahiplerine ödenebilecek toplam nakit akımı belirtse de, uygulamada her zaman bunun tamamının dağıtımı yapılmamaktadır. Bu durum ise şirket değerinin belirlenmesinde temettünün esas alınmasını büyük oranda sakıncalı hale getirmekte olup bu nedenle şirket değeri belirlenmesinde, temettü yerine özkaynağa serbest nakit akımlarının kullanılması daha doğru sonuçlar sunabilmektedir (Cingöz, 2014: 156-157).

2.5.2.4. Firmaya olan serbest nakit akışları yöntemi

Bir şirketin sahibi, hissedarlar yani öz sermaye sahiplerinin yanı sıra o şirkete kredi sağlayan kreditörler olup firmaya serbest nakit akımları, hissedarlar, kreditörler ve imtiyazlı hisse senedi sahiplerine yani şirket üyelerinde tüm hak sahiplerine olan nakit akımlarının toplamını ifade eder (Masun, 2017: 216).

Bu yönteme göre firma değeri hesaplaması yapılırken, firma değeri bir bütün olarak ele alınmakta ve hem şirkete özkaynak koyan hem de şirkete yabancı kaynak sağlayan finansörlere bir değer vermektedir. Firmaya olan serbest nakit akışları yöntemi; faaliyet giderleri, vergiler ile gerek duyulan işletme sermayesi ve sabit yatırım giderleri, işletme faaliyet gelirlerinden çıkarıldıktan sonra geriye kalan kısımdır (Cingöz, 2014: 161).

Yönteme göre hesaplama yapılırken, öncelikle işletmenin ihtiyaç duyacağı sabit yatırım ve işletme sermayesi yatırım giderleri, amortismandan düşülerek bulunan şirketin vergi ve faiz öncesi gelirlerinden çıkarılmaktadır. Akabinde ise firmaya olan serbest nakit akışına ulaşabilmek için de son olarak, bulunan bu değere şirketin amortisman giderleri eklenmelidir (Cingöz, 2014: 161).

Firmaya olan serbest nakit akışları yöntemi, çoğunlukla halka açık üretim yapan firmaların değerlemesi sırasında kullanılan bir yöntem olup halka açık olmayan firmalar için kullanılmak istendiğinde firmanın halka açık benzerinin verilerinden yararlanarak karşılaştırılmalı bir yöntem ile hesaplanmaya çalışılır (Aydın, 2012: 104).

Firmaya olan serbest nakit akışları hesabında şirketin borç/özkaynak yapısının değişmeyeceği kabul edilir. Çünkü bu hesapta borç ödemeleri dikkate alınmamaktadır. Ayrıca bu yöntemden şirketin borç düzeyi etkilenmez; çünkü faiz giderleri düşülmemiş serbest nakit akımları kullanılmaktadır. Bu yöntem kullanılarak yapılan hesaplamalarda şirket değerine ulaşılmaya çalışılır. Şirket değerlemesi sırasında, firmaya serbest nakit akımları ortalama sermaye maliyeti ile iskonto edildikten sonra, bulunan bu değerden şirketin borçları çıkarılır ardından hazır değerlerin eklenmesiyle şirketin öz sermaye değerine ulaşılır yani şirketin borçları şirket değerinden düşülmesi vesilesiyle şirket öz sermaye değerine erişilebilmektedir (Cingöz, 2014: 162-163).

Firmaya olan serbest nakit akımı yönteminde nakit akımları finansman giderlerinden önce hesaplandığı için yüksek borçlulukla hareket eden şirketlerin değerlerini ortaya çıkarmak için daha uygun bir yöntem olacaktır. Aksi halde borçluluğun ve böylece finansman giderlerinin az ya da belirsiz olduğu şartlarda özkaynağa olan serbest nakit akımları yöntemi kullanılabilir. Bu konuda bir seçim yapabilmek için şirketin kendi dinamikleri ve politikaları incelenmelidir.

2.5.3. Piyasa Bazlı (Göreceli) Değerleme Yaklaşımları

Piyasa bazlı değerleme yaklaşımı, bir varlığın değerinin belirlenme sürecinde benzer varlıkların piyasadaki fiyatları göz önüne bulundurularak piyasaya göre değerinin belirlenmesidir. Buna göre, bir şirketin değeri piyasada işlem gören benzer şirketlerle karşılaştırılmak suretiyle belirlenmeye çalışılmaktadır. Bu yaklaşım referans olarak doğrudan piyasayı aldığı için, finans literatüründe göreceli piyasa yaklaşımı, değerleme yaklaşımı, piyasaya odaklı değerleme piyasa çarpanlarıyla değerleme gibi farklı isimlerle ifade edilmektedir (Şahin, 2017: 85).

Yukarıda da izah edildiği üzere bu yaklaşım, bir varlığın veya şirketin değerinin, bu varlık ile benzer başka varlıklarla karşılaştırılarak fiyatının elde edilmesi düşüncesine dayanmaktadır. Bu konuda başvurulacak en önemli karşılaştırma kriteri menkul kıymetler borsasında işlem gören şirketlerin değerleme fiyatlarıdır. Zira, piyasada işlem gören piyasa aktörlerinin herhangi bir varlığa biçtikleri değer, o varlığın değerini oluşturmaktadır. Değerlemeye konu olan varlığın benzerleri için bir piyasa fiyatı varsa, bu fiyat yol gösterici ve iyi bir gösterge olacaktır. Şirketlerin veya varlıkların kıyaslanabilir olması için şirket veya varlık yaşı, kurulu kapasite, yer ve konum, kâr ve kârdaki yükseliş hızları, coğrafi dağılımları, faaliyette bulunulan piyasalar, temettü ödeme kapasitesi, rekabet güçleri ve satılabilirlik yönlerinden benzer olmaları gerekir (Cingöz,2014:37).

Değerleme işlemi yapılırken aynı zamanda, piyasa bazlı yaklaşım finansal kriterler ve fiyat çarpanlarını da dikkate alınmaktadır (Karakoca, 2011: 15).

Piyasa bazlı değer yaklaşımı ile yapılan değerleme yöntemleri, piyasada uygulanan diğer yöntemlere nazaran oldukça basit bir şekilde yapılmaktadır. Ancak bu yöntemde, aynı faaliyet alanında benzer şirketlerin olmaması durumunda özellikle değerlemesi yapılacak şirket ile benzer faaliyet yapısında olan şirketlerin ortaya çıkarılması daha da güç hale gelmektedir. Bu nedenle bu yaklaşımda daha çok benzer faaliyetlerde bulunan şirket örnekleri olan şirketler tercih edilmektedir (Karakoca, 2011: 17).

Piyasa bazlı yaklaşım daha çok, gayrimenkul, franchise, genel amaçlı makineler, teçhizat, taşıtlar, bilgisayar yazılım ve donanımları için uygun bir model olarak kullanılsa da, maddi olmayan varlıklar, özel amaçlı makina-ekipman ve değişik gerekçelerle kullanımı sınırlandırılmış varlıkların değerlemesinde tercih edilen bir yöntem değildir. Ayrıca bu yaklaşımda, fiziksel, ekonomik ve işlevsel yıpranmaların tamamı göz önünde bulundurulmaktadır (Cingöz, 2014: 37).

Piyasa bazlı değerlemelerde temel unsur değerlenecek şirket ile kıyaslanacak şirket arasındaki benzerlik derecesidir. Bu dengenin sağlanamaması yanlış sonuçlar verebilir bu sebeple benzer iş kolundaki birden fazla şirketin baz alınması daha güvenilir sonuçlar doğurabilir.

Piyasa bazlı yaklaşımda iki farklı temel yöntem kullanılmaktadır. Bu yöntemler; Karşılaştırılabilir Firma Değeri ve Karşılaştırılabilir Pazar Değeri metotlarıdır.

• Karşılaştırılabilir Firma Değeri Yöntemi

Karşılaştırılabilir firma değeri yönteminde, değerlemesi yapılacak olan firma ile benzer faaliyetlerde bulunan firmalar gruplandırılarak, bu şirketlerin verileri kullanılarak piyasa çarpanları hesaplanır. Bu piyasa çarpanlarının değer tespiti yapılan firmanın finansal performansına bağlı olarak düzeltilmesiyle şirket değeri hesaplanmaktadır (Karakoca, 2011: 16)

• Karşılaştırılabilir Pazar Değeri Yöntemi

Bu yöntemde, değerlemesi yapılacak olan şirketin değeri, karşılaştırılabilir şirketlerin el değiştirme işlemlerine konu olan piyasa işlem bedeli göz önünde bulundurularak belirlenmektedir. Ancak bu yönteme göre değerlemenin yapılabilmesi için öncelikle değerlemesi yapılacak olan şirket ile benzer faaliyetlerde bulunan şirketlerin belirlenmesi gerekmektedir. Belirlenen şirketlerin piyasa değerlerinin çarpanla ifade edilebilir duruma getirilmesi ve bu çarpanların değerlemeye tabii tutulan şirketin finansal durumuna göre düzeltilmesi ile değerleme gerçekleştirilmektedir (Karakoca, 2011: 16).

Bu yöntemin en büyük avantajlarından biri dayandığı temelin doğrudan piyasa olmasıdır. Arz-talep ve diğer tüm koşulları içinde barındırdığına inanılan piyasa fiyatlamaları gerçeğe yakın sonuçlar vermektedir. Bu sonuçları baz alarak yatırımcıda karşılık bulan değerlemeler yapmak mümkün olabilir. Değerlemelerin sonucu yine piyasada var olan benzer örneklerle karşılaştırılıp kıyaslanabilir ve buna göre reaksiyon alınabilir

2.5.3.1. Kazanç çarpanları

Piyasa bazlı değerleme yönteminde en çok kullanılan ölçü, kazanç çarpanlarıdır. Ancak çarpanlar öznelliğe yatkın oranlardır. Onları etkileyen en önemli faktörleri, beklenen şirketin riskliliği, beklenen nakit akımı ve büyüme oranı olarak sıralamak mümkündür. Diğer değişkenlerin sabit kalması şartıyla, düşük riskli, temettü dağıtım oranı ile beklenen büyüme

oranı yüksek olan şirketlerin kazanç oranları göreceli olarak daha yüksek değerlere sahip olmaktadır (Erdem, 2015: 68).

Kazanç çarpanları yönteminin özellikle Borsa'da işlem yapan yatırımcıların sıklıkla başvurduğu bir değerleme yöntemi olduğu görülmektedir. Bunun sebeplerinden biri de, karmaşık hesaplar sonucu elde edilmiş sonuçlardan ziyade daha basit ve anlaşılır olması olabilir.

2.5.3.2. Fiyat / kazanç oranı

Fiyat kazanç oranı çarpanlar arasında en yaygın şekilde kullanılan çarpan türüdür. Bu çarpan, şirketin net karı ile hisse senetlerinin toplam değeri arasında ilişki kurma mantığına dayanmaktadır. Buna göre, hisse senedi başına ödenen bedelin bir hisse senedinden elde edilen kazancın kaç katı olduğunu göstermektedir. Örnek vermek gerekirse, bu oran şirketin 1 TL'lik hisse senedi başına düşen net kârı karşılığında, yatırımcıların kaç TL ödemeye hazır olduklarını gösteren bir katsayıdır. Yatırımcılar tarafından büyüme potansiyeli yüksek ve gelecekte kar beklentisi fazla olan şirketlerin fiyat kazanç oranı yüksek olmaktadır (Şahin, 2017: 88).

Fiyat/Kazanç oranı (F/K), yatırımcının, şirketin elde edeceği dönem sonu net kârından, hisse başına düşen tutarına ne kadar bir fiyat ödemeyi ya da bu tutarın kaç katını ödeyebileceğini göstermektedir. Başka bir deyişle, var olan şartların devam edeceği öngörülerek yatırımcının ödemiş olduğu bedeli veya fiyatı kaç yılda geri alabileceğini göstermektedir. F/K oranı, piyasa bazlı, karşılaştırmalı veya katsayılar değerleme yöntemi olarak da adlandırılmaktadır. F/K hesaplamasında iki farklı yöntem uygulanmaktadır. Birincisi, hisse senedinin pazar değeri, hisse senedi başına düşen kâra bölünerek bulunmaktadır. İkinci yöntemde ise; şirketin piyasa değeri, şirketin vergi sonrası toplam net kârına bölünerek bulunmaktadır. Hesaplamalarda kullanılan şirketin piyasa değeri, işleme konu olan hisse senedinin piyasa değerinin toplam hisse senedi sayısı ile çarpılması sonucu ortaya çıkan değerdir. Hisse senedi piyasa değeri ise, piyasadaki arz ve talep doğrultusunda değişmektedir. Şirketin vergi sonrası toplam kârının hisse senedi sayısına bölünmesi sonucunda hisse başına net kâr ortaya çıkmaktadır (Alkan ve Demireli, 2007: 32; Cingöz, 2014: 63).

Fiyat / kazanç oranın hesaplanması, basit bir matematik gerektirmesine rağmen, hesaplamada kullanılan veriler hesaplama yönünden sıkıntılar yaratabilmektedir. Bir hisse senedinin fiyat - kazanç oranının hesaplanmasında, genellikle ilgili hisse senedinin haftalık ya da aylık ortalama

fiyatı baz alınmaktadır. Bu doğrultuda, hesaplamalarda geçmişe yönelik verilere kolaylıkla ulaşılmasına rağmen, geleceğe yönelik verilerin esas alınması modelin uygulanabilirliğini güçleştirmektedir (Karakoca, 2011: 18).

Bu yöntem, yatırımcılar tarafından daha çok pratik bir yaklaşım olarak kullanılmakta ve bu nedenle sık tercih edilen bir yöntemdir. Yatırımcılar tarafından diğer değerleme yöntemlerine önem verildiği gibi bu yönteme de önem verilmektedirler (Cingöz, 2014: 72).

Fiyat/Kazanç oranları özellikle bankalarda ve aracı kurumlarda çalışan analist ve yatırımcılar tarafından şirketlerin potansiyel karlılıklarını karşılaştırmak için ülkemizde yaygın olarak tercih edilmektedir. Ayrıca F/K oranın zarar eden şirketlerde uygulanması olanaksız olmasına rağmen uygulamada sıklıkla kullanılmaktadır (Şahin, 2017: 89)

Bu kapsamda, Fiyat / Kazanç oranı yönteminin avantajlarını, etkin sermaye piyasası varsayımından dolayı, piyasa değerinin şirketin gerçek değerini ortaya koyması, fiyat/kazanç oranı yönteminin henüz borsaya açılmamış işletmelerde de uygulanmasının uygun olması, şeklinde belirtmek mümkündür (Özkara, 2019: 11).

Borsa'da işlem yapan yatırımcıların yatırım yapılabilir uygun hisse arayışlarında sıklıkla F/K oranına başvurdukları görülmektedir. Bununla birlikte sermaye piyasalarında faaliyet gösteren aracı kurumların internet sayfaları ve raporlarında şirket değerlemesi yapılırken sıklıkla bu orana başvurulduğu bilinmektedir.

2.5.3.3. P / E oranları ve beklenen büyüme (PEG)

P/E oranı, esas olarak bir şirketin hisse senetlerinin toplam değeri ile net karı arasında ilişki kuran bir çarpandır. Bu oran şirketin hisse senedi başına düşen net kârına karşılık, yatırımcıların ne kadar ücret ödemeye istekli olduğunu göstermektedir. Bir başka deyişle, P/E oranı, hisse senedinin piyasa fiyatının, hisse senedi kazancının kaç misli olduğunu göstermektedir. Bu oran, bir şirketin piyasada oluşan fiyatının aynı faaliyetlerde bulunan diğer şirketlere göre nasıl bir pozisyonda olduğu hakkında fikir sahibi olmak için başvurulan bir yöntemdir (Erdem, 2015: 69).

İki şirketin P/E oranları karşılaştırılmak suretiyle bu iki şirket arasındaki temel veri farklılıkları açıklanabilmektedir. Bu temel veriler büyüme ve risktir. Şirketlerin büyüme verileri karşılaştırıldığında, büyüme oranlarının birbirinden farklı olması, şirketlerin P/E oranı

farklılığını açık bir şekilde ortaya koymaktadır. Bu noktada iki şirket arasındaki büyüme hızı farklılığını hesaplayabilmek için P/E oranını bu duruma göre düzeltmek gerekmektedir. Bu uyarlamada sonucunda PEG oranı elde edilmektedir. Elde edilen bu oran, P/E oranının büyümeye oranını ölçmek amacıyla kullanılmaktadır. P/E oranının büyümeye oranı göreceli değerlemenin bir ölçütü olarak kullanılmaktadır ve daha düşük bir değerin, bir şirketin düşük değerlendiğine işaret ettiğini göstermektedir. Bu veriler analistler tarafından, -özellikle de hızlı bir şekilde büyüyen şirketleri izleyen analistler tarafından- şirketler arasındaki büyüme farklılıklarını kontrol etmek için kullanılmaktadır (Erdem, 2015: 70).

Tahmin edilebilen büyüme oranlarındaki değişimlerin etkisi faiz oranlarındaki değişimlere nazaran farklılık arz etmektedir. Fiyat kazanç oranı beklenen büyüme oranlarındaki değişikliklere faiz oranlarının düşük olduğu durumlarda faiz oranlarının yüksek olduğu durumlara göre daha duyarlıdır. Bu durumun sebebi olarak büyümenin gelecekte üreteceği nakit akımları ve bu nakit akımlarının bugünkü değerlerinin yüksek faiz oranlarının olduğu durumlarda çok daha küçük olması gösterilebilir (Şahin, 2017: 90).

Bu değerleme modeli esasen fiyat / kazanç oranına oldukça benzerdir aralarındaki fark ise PEG oranının içinde büyüme oranının da yer almasıdır. Bu yöntem F/K dan farklı olarak büyüme oranlarını da hesaba katar. Hissedarlar şirketlerinin gelecekteki büyüme oranlarının da hesaba katılarak nasıl bir değere ulaştığını görmek için PEG oranına bakarlar.

2.5.3.4. Defter değeri çarpanları

Defter değeri, muhasebenin temel esaslarından hareket edilerek bulunmakta ve varlıklar için tarihi kapsamda ne kadar bedel ödendiğinden yola çıkarak ve akabinde bütün amortisman gibi muhasebesel uyarlamalardan ciddi şekilde etkilenmektedir. Analistler ve yatırımcılar, hisse senedinin değerlemesinde bir hisse bedeli için ödenen fiyat ile öz sermayenin defter değeri arasında bir ilişki kurmaktadır. Bu oran şirketlerin değerlemesinde, şirket değeri olarak kullanılarak ve sadece öz sermaye yerine tüm varlıkların defter değeri kullanılmak suretiyle ortaya çıkarılabilmektedir. Defter değerinin, varlıkların gerçek değerlerini ölçmede gerçekleri yansıtmadığına inanlar, alternatif bir yol olarak varlıkların maliyetlerinin yerine koyma maliyetlerini kullanma yolunu kullanmaktadır (Şahin, 2017: 91).

Piyasalar arz ve talep durumuna göre, bir şirketin değerini hesaplarken şirkete dair kayıt tutanlar aynı şirket bakımından tahmine dayalı çok farklı değeri kayıtlar üzerinden hesaplayarak

kullanmaktadırlar. Ortaya çıkan defter fiyatı değeri oranı yine büyüme potansiyeline ve yatırımların kalitesine bağlı olarak faaliyet alanlarına göre farklı olabilmektedir (Erdem, 2015: 73).

2.5.3.5. Piyasa değeri / defter değeri

Firmaların piyasa değeri (PD) ile defter değeri (DD) arasındaki ilişkiler finansal yönetimin en karışık konuları arasında yer almaktadır. Şirketin beklenen kar payı dağıtım oranı, risklilik seviyesi ve kazançlardaki büyüme oranı firmanın piyasa değeri / defter değeri oranı önemli ölçüde etkilemektedir. Bu oranı etkileyen en önemli faktör ise şüphesiz firmanın öz sermayesinin getirisidir. Öz sermayenin getirisi ne kadar yüksek olursa, firmanın piyasa değeri / defter değeri oranı öz sermayenin getirisinin yüksek olmasına göre artacaktır (Alkan ve Demireli, 2007: 33; Erdem, 2015: 74).

PD/DD oranının kullanılmasının amacı, sermaye piyasası gelişmiş olan ülkelerde piyasada alınıp satılmayan bir hisse senedinin olması gereken fiyatının tespitini yapmaktır (Erdem, 2015: 74)

Bu oran şirketlerin pazar değeri ile defter değeri arasındaki ilişkiyi sağlamasının yanı sıra bir şirketin piyasa değerinin sahip olduğu özvarlıklarının kaç katı olduğunu göstermektedir. Bir şirketin özvarlığı, şirketin aktiflerinden yani varlıklarından borçlarının çıkarılması sonucu ortaya çıkan değeri belirtir. Başka bir deyişle şirketin tüm borçlar çıkarıldıktan sonra şirket sahiplerine kalacak olan ortalama değeri ifade etmektedir. Bu oranın hesaplanabilmesi için ilk olarak şirketlerin pazar değeri bulunması ve daha sonra şirketin defter değeri tespit edilmelidir. Son olarak da şirketin tespit edilen pazar değeri şirketin defter değerine bölünmelidir (Alkan ve Demireli, 2007: 33; Cingöz, 2014: 69).

Piyasa değeri/defter değeri oranı, analistler tarafından uzun zamandan beri bankacılık faaliyetlerinde göreceli değerin bir ölçüsü olarak kullanılmıştır. Çoğu bankanın varlıkları bono ve ticari krediler gibi gerçek değerleri ile defter değerleri birbirine eşit olan varlıklardan oluşmaktadır. Bu nedenle bir bankanın defter değeri çoğunlukla gerçek değerin bir göstergesi olarak karşımıza çıkmaktadır (Karakoca, 2011: 19; www.nek.istanbul.edu.tr).

Piyasa değeri / defter değeri oranını kullanılmasının yatırımcılar yönünden avantajları bulunduğu kadar dezavantajları da bulunmaktadır. Getirdiği avantajlara değinmek gerekirse;

i. Defter değeri, maliyet hesapları dikkate alınarak hazırlandığı için istikrarlı bir yapıdadır. Bu sebeple piyasa değeri / defter değerinin kullanılması, piyasa değerinin sezgisel değerleme özelliğini, istikrarlı yapısıyla dengelemesine yardımcı olmaktadır (Sevinç, 2008: 56).

ii. Piyasa değeri / defter değeri oranı birbirine benzeyen muhasebe standartları ve politikalarını kullanan firmaların değerlerinin kıyaslanmasında başvurulan en önemli karşılaştırma araçlarından birisidir.

iii. Fiyat - kazanç oranının uygulanamadığı kazanç sağlayamayan firmaların değerlemesi piyasa değeri / defter değeri bu oran sayesinde yapılabilmektedir (Karakoca, 2011: 18).

Piyasa değeri/defter değeri oranının dezavantajlarını da aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

i. Şirketlerin firma defter değeri hem firmanın kazancından hem de muhasebe politikalarından etkilenmektedir. Bu nedenle şirketlerin muhasebe politikaları ve standartları birbirinden farklılık gösteriyorsa, piyasa değeri / defter değeri oranı bu firmaların karşılaştırılması için sağlıklı sonuçlar vermeyecektir. Benzer biçimde, ülkeler arasında da muhasebe politikaları farklı ise piyasa değeri / defter değeri oranlarının karşılaştırılması firmalar hakkında kesin veriler elde edilemeyecektir. Bu oran varlıkları bakımından durağan olmayan hizmet şirketleri açısından sağlıklı sonuçlar vermemektedir (Oğuz, 2017: 27).

ii. Firmalar uzun süre negatif kazançlarla karşılaşırsa, öz sermayenin defter değeri de negatif olacaktır. Bu durum şirketin negatif piyasa değeri / defter değeri oranına sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Negatif piyasa değeri / defter değeri oranına sahip olan firmaların bu oran kapsamında değerlemesi de olanaklı değildir.

Defter değeri piyasa değerinden farklı olarak durağan bir durumu yansıtmaktadır. İndirgenmiş nakit akımları metoduna göre bir varlık ile alakalı öngörülere içgüdüsel olarak güvenilmemesi halinde karşılaştırılamayan hallerde bu yöntem uygulanır (Şahin, 2017: 93).

Benzer muhasebe standartlarına sahip olmayan firmaların karşılaştırılması açısından bu oran uygulamada güçlük yaratmaktadır. Bu oranın varlık yatırımı az olan hizmet sektörü ile internet şirketlerinin değerleme tespitlerinde kullanılması anlamlı değildir (Özkara, 2019: 12).

PD/DD oranı özellikle yatırımcılar için çok kısa sürede oldukça önemli bilgiler sunabilme potansiyeli taşır. Genelde piyasa oyuncuları bir şirketin ucuz mu yoksa pahalı mı olduğunu öğrenip bu duruma göre yatırım yapmaya karar vermektedir. PD/DD oranı bu süreçte en fazla yol gösterici olan değerlemelerden biri olarak ön plana çıkar. Bu sebeple finansal aracılık hizmetleri veren kurumların tavsiye raporlarında sıklıkla bu orana yer verilmektedir.

2.5.3.6. Fiyat / satışlar oranı

Fiyat / satış oranı, şirketin bugünkü piyasada değerinin, aynı şirketin son bir yıllık süreçte hisse başına gerçekleştirdiği satış miktarına bölünmesi sonucu bulunan bir orandır. F/S oranı P/E oranı aracılığıyla direkt olarak satışların net kâr marjına bağlıdır. Bu oran şirketin kazançları için piyasanın ne kadar ödeme yapmaya ikna olduğunu ölçer (Şahin, 2017: 94).

Bu yöntem sayesinde şirketin kendi oranı bulunabilmesi yanı sıra, şirketin değer tespiti, hesaplanan ortalama piyasa veya sektör oranı desteği ile hesaplanabilmektedir (Cingöz, 2014: 72).

Bir şirketin hisse fiyatının, hisse başına denk gelen satış miktarına bölünmesi sonucu elde edilen P/S oranı, aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin kıyaslanmalarında kullanılmaktadır. P/S oranının temel aldığı fikir, bir sektördeki brüt kar marjlarının ve işletme etkinliğinin çoğunlukla benzer olduğu şeklindedir. Bu sebeple büyüklük ölçüsü olarak satış miktarının kullanılması, göreceli bir şekilde karında büyüklüğünün ölçülmesi manasına gelir. Yine şirketlerin birbirlerinden farklı muhasebe sistemleri dolayısıyla meydana gelebilecek farklılıklarda ortadan kalkmaktadır (Erdem, 2015: 77).

Bu oranın kullanılması, şirket zararlarının meydana gelmesi, amortisman ve stoklar gibi kalemler için farklı muhasebe uygulamalarının bulunması durumunda daha uygun olacaktır. Ayrıca hizmet ve özellikle maddi varlıkları toplam varlıklar içinde daha düşük olan işletmelerde, amortisman tutarlarının küçük paya sahip olmalarından dolayı bu yöntem daha çok tercih edilmektedir (Cingöz, 2014: 74).

2.5.3.7. Şirket değeri / satışlar oranı

Şirket değeri / Satışlar Oranı, şirketin toplam değerinin satışlara bölünmesiyle elde edilmesi nedeniyle şirket üzerindeki tüm hak sahiplerini dikkate alır. Bu yolla P/S oranı çarpanının tutarsızlığı ortadan kaldırılmaktadır. Birçok şirketin şirket değeri / satışlar oranı, fiyat / satışlar oranından büyüktür (Şahin, 2017: 95).

Bu oranın en önemli işlevi, P/E oranı ve P/BV oranı çarpanlarının kullanılamadığı zarar eden ve öz sermayesi negatif olan şirketler için anlamlı değerler üretebiliyor olmasıdır. Yine satış rakamının muhasebe yönünden etkilenmeyen bir kalem olması da bu çarpanın avantajlarından biridir (Erdem, 2015: 78).

Piyasa Değeri / Satışlar oranı; değerlemeyi, piyasadaki şirketlerin cari piyasa değerleri sayesinde yaptıkları satışları baz alarak yapmaktadır. Çoğunlukla bu oranın hesaplanmasında şirketin toplam piyasa değerinden hareket edilmişse yıllık satış miktarı, şirketin mevcut hisse fiyatından hareket edilmişse hisse başına satış geliri kullanılmaktadır. Bu oran şirketlerin satış miktarlarına karşılık olarak piyasadan ne ölçüde talep toplayabildiğini ortaya çıkarması bakımından kıymetli bir kıyaslama yoludur. Ancak yöntemin satışlar kalemini baz alarak diğer gelir tablosu kalemlerini hesaba katmadan değerlemeyi gerçekleştirmesi, yöntemin etkinliğini negatif etkilemektedir. Fiyat / kazanç oranının ve piyasa değeri / defter değeri oranının negatif ve anlamsız olması halinde fiyat / satışlar oranının uygulanması daha uygun olacaktır. Aynı zamanda, kazançların ve defter değerlerinin amortismanlar , stoklar ve beklenmedik giderlerle ilgili olarak uygulanan muhasebe sistemlerinden büyük ölçüde etkilenmelerinden ötürü satışları baz alan bu oranın kullanılması daha uygundur. Fiyat / satış oranının bir başka avantajı ise, fiyat / kazanç oranı gibi istikrarsız olmaması ve bu nedenle değerlemede uygulanması yatırımcılar tarafından daha makul görülmektedir (Karakoca, 2011: 20; www.nek.istanbul.edu.tr).

2.5.4 Alternatif Değerleme Yaklaşımları

Yukarıda değinilmiş olan klasik şirket değerleme yöntemlerinin yanı sıra her geçen gün gelişen sermaye piyasaları , yüksek taleplerle karşılaşan halka arzlar , Artan şirket birleşmeleri ve satın almalar yeni şirket değerleme yöntemlerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Şirket değerini doğru tespit etmek adına ortaya çıkan modern yaklaşımlardan en bilinenleri ekonomik katma değer yöntemi ile yatırımın nakit akım karlılığı yöntemidir.

2.5.4.1 Ekonomik Katma Değer Yöntemi

Stern&Stewart Co şirketinin kurucuları G.Bennet Stwart ve Joel Stern tarafından yayımlanan Ekonomik katma değer yöntemi (Economic Value Added-EVA) yöntemi şirketlerin performanslarını değerlendiren bir yöntem olarak ortaya çıkmaktadır (Bıçak, 2016: 55).

Ekonomik katma değer yöntemi bir işletmede bütçeleme, stratejik planlama, ödüllendirme ve insan kaynakları süreçleri gibi farklı konularda kullanılabilmektedir. Bu değerleme yöntemi işletmenin belli periyotlarda kazandığı veya kaybettiği değerin ölçüsüdür. Bahsedilen bu değere artık kar adı verilmektedir (Ede, 2016: 49).

Artık kar, en kolay ifade ile toplam net kardan, yatırılan toplam sermaye maliyetinin çıkarılması sonucu ortaya çıkarılmaktadır. Ekonomik katma değer yönteminin temelini bu artık kar kavramı oluşturmaktadır. Artık kar, vergi sonrası faaliyet karı ile toplam sermaye maliyeti arasındaki fark olduğundan, çıkan sonucun pozitif olması işletmenin değerine değer katarken farkın negatif olması ise işletmenin değerinin azalmasına neden olmaktadır (Akdağ, 2015: 81).

Ekonomik katma değeri modelinin faydaları şu şekilde sıralanabilmektedir (Bıçak, 20016: 56).

•Artık kar'ın fazla olması durumunda işletme ortakları daha fazla kar sağlayabilmektedir.

•Bu yöntem sayesinde işletmenin yöneticileri olaylara işletme sahipleri açısından bakabilirler.

•Yöneticileri ve çalışanları iyi bir şekilde motive ederek ortak bir hedef doğrultuşunsa çalışmalarını sağlayan bir iç kontrol mekanizması oluşturur.

•En alt düzeyden en üst yöneticilere kadar modelin anlatılması ve benimsetilmesi kolaydır.

•Model işletmedeki finans yönetiminin altyapısını oluşturmaktadır.

Ekonomik katma değeri yöntemi daha çok işletme sermayesinin etkin kullanımı konusuna odaklandığı için imalat sanayi ve geleneksel endüstriler için oldukça faydalı yaklaşımlar ortaya koyar. Modelin uygulanmasının zor olduğu sektörler ise genelde entelektüel sermayenin ön planda olduğu bilgi teknolojileri, altyapı ve hizmet sektörleridir. Model kısa vadeli karlara odaklanan bir yöntem olduğundan dolayı uzun vadeli değerlendirmelerde tek başına kullanılması sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir (Has, 2017: 26).

Ekonomik katma değer modeli öncelikle şirketin içinde tepeden tırnağa herkesin dahil olduğu ve aynı amaç doğrultusunda hareket etmelerini sağlayacak bir sistem kurmayı hedefler. Bu sistem doğrultusunda şirketin yarattığı artık kar o şirketin değerinin en büyük belirleyicilerindendir. Yalnızca finansal tablolara odaklanan yöntemlerden ziyade bu yöntem şirketin iç dinamiklerini de hesaba katma gayesi taşır.

2.5.4.2 Yatırımın Nakit Akım Karlılığı

Yatırımın nakit akım karlılığı (Cash Flow Return On Investment – CFROI) modeli Ekonomik Katma Değer modeline rakip olarak HOLT Value Associates Danışmanlık Şirketi tarafından geliştirilmiştir (Küçükaraba, 2012: 162).

Literatürde CFROI olarak da bilinen model diğer modellerden ayrışarak direkt bir piyasa değeri ortaya koymaz. Bu modelde ortaya çıkarılan sonuç yapılan yatırımın karlılığını gösteren bir oran olarak ortaya çıkmaktadır (Özkara, 2018: 19)

Yatırımın nakit akım karlılığını bulabilmek için dört temel nakit akım verisine ihtiyaç duyulmaktadır Bunlar: (Şahin, 2017: 100).

•Brüt Yatırım: Yatırımların başlangıcında duran varlıkların defter değerine toplam amortismanlar ve enflasyon düzeltmelerinin eklenmesiyle ortaya çıkarılır.

•Brüt Nakit Akışları: Vergi sonrası faaliyet karına amortisman ve itfa payları gibi nakit akışına dahil edilmeyen giderlerin eklenmesiyle elde edilir. Hesaplama yapılırken yıllık nakit girişlerinin değişmeyeceği varsayılır.

•Duran Varlıkların Beklenen Ömrü: Yatırıma konu edilen tüm varlıkların ekonomik olarak kar yaratma süresini ifade etmektedir.

•Duran Varlıkların Hurda Değeri: Yatırıma konu edilen varlıkların kar yaratma süresi yani yararlı ömürleri sona erdiğinde ortaya çıkan hurda değerlerinin günümüze indirgenmiş değerlerini ifade eder. Bu değer genelde ilk değerin belli bir yüzdesi alınarak hesaplanır.

Yatırımın nakit akım karlılığı, yukarıda sıralanan nakit akım verilerinin ikinci ve dördüncüsünün toplamını birincisine eşitleyen iç verim oranını ifade etmektedir (Şahin, 2017: 100).

Tüm bu açıklamalardan çıkan sonuçlardan da görülebileceği üzere bu yöntem oran olarak hesaplanmaktadır. Yöntem genel olarak yıllık bazda hesaplanır ve işletmelerin sermaye maliyetlerinin üzerinde bir getiri sağlayıp sağlamadığını böylece işletme ortakları açısından bir değer ortaya koyup koyamadığına karar verir. Sermaye maliyetinden daha yüksek oranda gerçekleşmiş bir nakit akım karlılığı oranı işletmenin hissedarları tarafından olumlu bir durum olarak karşılandığını söylemek mümkündür (Karakoca, 2011: 47).

Alternatif bir bakış açısıyla değerleme yapılan bu yöntemde elde edilen sonuç bir tutar olmadığı için şirket satın alma ve birleşme veya halka arz gibi durumlarda kullanılması uygun olmayacaktır. Bu yöntemden elde edilen sonuç şirketin yatırımcıları ve hissedarlarına önemli ipuçları verebilir. Bu değerlemeler sonucu şirketin gelecek potansiyeli hakkında fikir sahibi olunabilir.

3. MARKA DEĞERİ VE ŞİRKET DEĞERİ ANALİZİ

3.1. Konu İle İlgili Yapılmış Çalışmalar

Günümüz finans literatüründe şirketlerin amacı, şirket değerinin maksimize edilmesi olarak öngörülmektedir. Bu amaç değer maksimizasyonu olarak nitelendirilmektedir. Değer maksimizasyonu ise, şirket değerleme yaklaşımlarını ön plana çıkarmıştır. Bu bağlamda şirket değerleme yöntemleri ile şirket değerini artıran faktörler yıllar içinde değişim ve dönüşüme uğramıştır. Şirket değeri 1980'li yıllara değin maddi duran varlıklarla ilişkilendirilirken 1980'lerden sonra bilançolarda yer almayan ve maddi varlıklar kategorisine dahil olmayan (marka gibi) unsurlar ile ilişkilendirilmiştir. Şu halde marka ya da diğer maddi olmayan unsurların geleneksel değerleme yöntemleri ile değerlendirilmesinde sorunlar yaşanmış; buna çözüm olarak yeni yöntemler geliştirilmiş ve değerleme yöntemlerinin sayısı artmıştır. Gerek eski yöntemlerden gerekse yeni yöntemlerden herhangi birinin şirket değerlemesi açısından tek başına geçerli bir yöntem olmadığı görülmektedir. Zira literatürde üzerinde uzlaşılmış tek bir yöntem bulunmamaktadır (Ceren Tayşi, 2013: 110).

Güven'in "Türk Hukukunda Marka Değerleme" (2019) isimli çalışmasında halihazırda yaygın biçimde kullanılmakta olan ve kabul gören marka değerleme metotlarının niçin birçok parametreden yararlandığı ve farklı farklı sonuçlar ortaya çıkardığı sorusuna cevap aranmış ve her bir yöntemin diğer yöntemleri hatalı veya yetersiz görmesinin sorunun kaynağı olduğu saptanmıştır. Yine bu çalışmada esasen marka değerleme yöntemlerinin benzer sorunlara sahip olduğu ve bu sorunların genel kabul görecek bir marka değerlemesinin ortaya çıkmasını engellediği öngörüsünde bulunulmuştur. Marka değerleme yöntemlerinin taşıdığı sorunlardan kaynaklanan en aza indirilebilmesi için de tüm bileşenlerin bir arada değerlendirildiği ortak bir değerleme yönteminin oluşturulması gerekliliği üzerinde durulmuştur (Güven, 2019).

Yılmaz ve Güzel'in "Marka Değerleme ve Önemi: Telif Ücretinden Arındırma Yöntemiyle Bir İnceleme" (2012) isimli çalışmasına göre; bir markanın değeri ancak el değiştirdiğinde somut olarak tespit edilebilmektedir. Diğer taraftan değeri bilinmeyen markanın yönetilemeyeceği varsayımı da dikkate alınarak şirketlerin sahip oldukları markaları belli aralıklarla değerlemeye tabi tutmaları ve yatırımlarını bu değerleme sonuçlarına göre şekillendirmeleri faydalı olacaktır. Yılmaz ve Güzel'e göre marka değerleme yöntemleri arasında en fazla tercih edileni, telif ücretinden arındırma yöntemidir (Yılmaz ve Güzel, 2012).

Özdemir ve Öncül'ün "Marka Değerleme" (2016) isimli çalışmasına göre; marka değerleme sürecinde esas yapılması gereken, en doğru tahminlerin yapılabileceği koşulları meydana getirmektir. Yazarlara göre marka değerlemenin temelinde üç fonksiyon yatmaktadır: büyüme, kârlılık ve risk. Yazarlar, anlatılanlar çerçevesinde marka değerleme sürecinin yönetiminde tek bir çözüm yolu (değerleme yöntemi) önermemekte; bunun yerine, birkaç farklı metodun ya da varsayımın uygulanmasını öngörmektedir. Ayrıca marka değerlemesi sürecinde şirketteki muhasebe, finans ve pazarlama birimlerinin yanı sıra ilgili personel ve birimlerin sürece aktif katılımının sağlanması da marka değerinin doğru tespiti açısından faydalı görülmektedir (Özdemir ve Öncül, 2016).

Sağmanlı'nın "Şirket Değerleme ve Bir Uygulama Örneği" (1996) isimli eserinde varılan sonuçlara bakıldığında ve finans literatüründe, şirket değerlemesinde bir tek yönteme bağlı kalınmaması ve birçok yöntemin sonuçlarından yararlanılması gerektiği görüşü hakimdir. Yine ağırlıklı görüşe göre her yöntemin kendi bünyesinde avantaj ve dezavantajları bulunmakta ve her yöntem şirket değerini tespit edebilmektedir. Ancak değerleme yöntemlerinin uygulanmasında önemli olan doğru ve geçerli verileri elde edebilmektir (Sağmanlı, 1996).

Küçükaraba'nın "Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması" (2012) isimli çalışmasında üç farklı şirketin üç farklı değerleme yaklaşımı ile değerlemesi yapılmış; her üç yöntemde de şirket değerlemesinin birbirinden farklı sonuçlar verdiği ortaya çıkmıştır. Bu da göstermektedir ki, şirket değerlemesinde tek bir yöntemin kullanılması gerçeğe uzak sonuçlar verebileceği gibi ihmal edilen yöntemlerin de şirket değerlemesi açısından önemli bilgiler barındırması mümkündür. Şirket değerlemesinde değerleme konusu şirkete uygun olan tüm yöntemlerin kullanılmasının ve ortaya çıkan sonuçların ortalamasının alınarak bir sonuca varılmasının değerlemenin gerçeğe yakınlığı açısından önemli olduğu değerlendirilmektedir (Küçükaraba, 2012: 225).

Oğuz'un "Makroekonomik Faktörlerin Firma Değeri Tespitine Etkisi: BİST'te Bir Uygulama" (2017) isimli çalışmasında makroekonomik faktörlerin borsada işlem gören bir şirketin hisse senetlerine ve şirket değerlemesine olan etkisi incelenmektedir. Çalışma kapsamında yürütülen uygulamada şirket değerlemesi yapılırken baz alınan hisse senedi fiyatının makroekonomik faktörlerden etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır. Haricen şirketin kâr yapısındaki değişiklikler ile değerleme için seçilen sektördeki şirketlerin kârlılık durumlarının da şirket değerlemesini etkilediği ortaya konulmuştur. Çalışmanın detaylarında, her bir makroekonomik faktörün hisse senedi fiyatları ile yakın ilişki içinde olduğu; ancak faktörlerin etkisinin azalma eğiliminde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca şirketin geçmiş döneme ait finansal verileri ile gelir

tablosu verilerinin ve bilançosunun yapılacak bir değerlemede incelenebilecek argümanlardır ve değerlemenin gerçeğe uyarlılığı açısından sektördeki diğer şirketler ile karşılaştırılmalıdır. Çalışmada, kolay ve basit hesaplanabilir nitelikte olması nedeniyle Fiyat / Kazanç (F/K) oranı yönteminin yatırımcılar tarafından sıklıkla tercih edildiği; buna karşın tahminlere dayalı olması nedeniyle kesin sonuçlar vermediği öne sürülmektedir (Oğuz, 2017: 112-113).

Karakoca'nın "Farklı Değerleme Yöntemleri İle Firma Değerlemesi ve İMKB Otomotiv Sektöründe Bir Uygulama" (2011) isimli çalışmasında İMKB'de işlem gören bir A.Ş.'nin değerleme yaklaşımları (varlık-gelir-piyasa) vasıtasıyla şirket değerlemesi yapılmıştır. Yapılan değerlemeler neticesinde elde edilen şirket değeri bulguları arasından ciddi farklılıklar olduğu gözlemlenmiştir. Özellikle indirgenmiş nakit akışları analizi ile net defter değeri yöntemleri arasında çok ciddi farklılıklar göze çarpmaktadır. Karşılaştırılabilir firma değeri yöntemleri ise görece birbirine daha yakındır. Şu halde Küçükaraba (2012)'nın çalışmasında elde edilen sonuçlarla Karakoca (2011)'nın çalışmasında elde edilen sonuçların anlamlı bir ilişki içinde olduğu görülmüştür (Küçükaraba, 2012; Karakoca, 2011).

Şirket değerlemesine ilişkin literatürdeki tespitler ile marka değerlemesine ilişkin tespitlerin parallelik arz ettiği görülmektedir. Dolayısıyla şirket değerlemesi ile marka değerlemesinin yalnızca bir yönteme bağlı kalınmaksızın birden fazla yöntem ve yaklaşımın kullanılması ile yapılması, literatürdeki yazarların genelinin mutabık olduğu bir konudur.

3.2. Çalışmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul Metal Eşya ve Makine sektöründe faaliyet gösteren Arçelik A.Ş. , Vestel A.Ş , Ford Otomotiv A.Ş. ve Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş. şirketlerinin, marka değerlerini ve şirket değerlerini hesaplayıp elde edilen bu iki değer doğrultusunda Arçelik A.Ş. ile Vestel A.Ş. ve Ford Otomotiv A.Ş. ile Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş. şirketlerini karşılaştırmak ve marka değeri ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi incelemektir.

3.3. Çalışmanın Yöntemi

Bu çalışmada şirketlerin bilançolarından elde edilen veriler ışığında marka değeri hesaplaması için Hirose yöntemi, Şirket değeri hesaplaması için ise piyasa bazlı değerleme yöntemi kullanılmıştır.

3.4. Çalışmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları

Çalışma kapsamında Borsa İstanbul'da işlem gören Arçelik A.Ş. , Vestel A.Ş. , Ford Otomotiv A.Ş. ve Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş. şirketleri incelenmiştir.

Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM)'in en son yayınladığı İlk 1000 İhracatçı Araştırması'na göre 2019 yılı ihracat birincisi , Ford Otomotiv A.Ş, yedincisi Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş. , sekizincisi Vestel A.Ş. ve dokuzuncusu Arçelik A.Ş. olmuştur. Bu durumda seçilen dört şirket, Türkiye'de en çok ihracat yapan ilk 10 şirket arasına girmiştir.

Tablo 8. En çok ihracat yapan ilk 10 şirket

Şirket	Halka Açıklık	BIST Sektör
1. Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.	Evet	Metal Eşya ve Makine
2. Toyota Otomotiv Sanayi Türkiye A.Ş.	Hayır	-
3. Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	Evet	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik
4. Oyak-Renault Otomobil A.Ş.	Hayır	-
5. Kibar Dış Ticaret A.Ş.	Hayır	-
6. Tgs Dış Ticaret A.Ş.	Evet	Toptan Ticaret
7. Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	Evet	Metal Eşya ve Makine
8. Vestel Ticaret A.Ş.	Evet	Metal Eşya ve Makine
9. Arçelik A.Ş.	Evet	Metal Eşya ve Makine
10. Mercedes-Benz Türk A.Ş.	Hayır	-

Kaynak: www.tim.org.tr

En çok ihracat yapan 10 şirket arasında halka açık olmaları sebebiyle bilanço ve gelir tablosu verilerine ulaşabilir 6 şirket mevcuttur.

Piyasa bazlı şirket değerlemesi yaparken değerlenecek şirket, dahil olduğu sektördeki diğer şirketlerle kıyaslanır bu sebeple seçilecek şirketlerin aynı sektörde faaliyet göstermesi gerekmektedir.

Bu durumu gerekli kılan bir başka husus ise, Hirose yöntemi ile marka değerlemesi yaparken ortaya çıkmaktadır. Genişleme Değişkeni (GD) hesaplanmasında, değerlemesi yapılacak şirketi, dahil olduğu sektördeki en kötü şirket ile kıyaslanır. Bundan dolayı değerlemesi

yapılacak şirketlerin aynı sektörde bulunması daha sağlıklı sonuçlar elde etmeye olanak sağlayacaktır.

Seçilen bu dört şirketten Arçelik A.Ş. ile Vestel A.Ş.'nin ve Ford Otomotiv A.Ş. ile Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.'nin birbirlerine rakip olacak seviyede

- Benzer ürün yelpazesi,
- Benzer üretim süreçleri,
- Benzer hammadde,
- Benzer hedef pazarlar,
- Benzer AR-GE faaliyetleri,

Benzer pazarlama süreçleri, olduğu için kendi aralarında karşılaştırılabilir durumdadırlar. Bu karşılaştırma sayesinde daha anlamlı ve ölçülebilir sonuçlar elde etmek mümkün olacaktır.

Marka ve şirket değerlemesi yapabilmek için gerek duyulan veriler şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Platformu'na (KAP) sundukları UFRS standartlarına göre hazırlanan bilançolarından elde edilmiştir.

Değerlemeler 2016-2020 yılları arasındaki beş yılı kapsamaktadır. Ancak Hirose yönteminde Prestij Değişkeni (PD) ve Sadakat Değişkeni (SD) için son beş yıllık, Genişleme Değişkeni (GD) değişkeni için ise son iki yıllık veriye ihtiyaç duyulmaktadır. Böylece 2016 yılının marka değerini hesaplayabilmek için 2012 , 2013 , 2014 , 2015 ve 2016 yılları verileri gerekmektedir. Bu sebeple analiz dönemi 2012 – 2020 yılları olarak belirlenmiştir.

Araştırmada kullanılan veriler mevsimsellik , kriz ya da şans faktöründen arındırılmamıştır.

3.5. Çalışmanın Önemi

İhracat ile ilgilenen şirketlerin sağladıkları döviz girdisi , katma değerli üretim ve istihdam sebebiyle her geçen gün daha da ön plana çıktığı görülmektedir. Ürettikleri ürünlerle ülkemizi global dünya pazarlarında temsil eden ve ekonomimiz için oldukça önemli bir görevi ifa eden şirketlerin bu kabiliyetlerini sürdürmeleri ve hatta arttırmaları ülkemizin büyümesi ve refahı adına oldukça önemlidir.

Bu kabiliyetleri arttırmanın yolu şüphesiz ki öncelikle şirketlerin kendi kapasitelerini ve değerlerini anlayabilmeleriyle ve hangi etmenlerin bu değer üzerinde rol oynadığını bilmeleriyle gerçekleşebilir.

Günümüzde var olan yüksek rekabet koşullarında pazarlama faaliyetlerinin yapı taşı olan markanın değerinin bilinmesi , korunması ve zamanla arttırılması gereklilikten öte ayakta kalma adına zorunluluktur. Bunun için öncelikle bu değerin tam ve doğru bir biçimde hesaplanması gerekmektedir.

Hesaplanan bu marka değerlerinin yanında şirket değerleri de hesaplanarak ikisi arasındaki ilişkinin belirlenmesi ise şirketlerin uzun vadeli yatırım , planlama ve bütçe stratejilerinde yol gösterici olabilecektir.

Bu çalışma ülkemizin gözbebeği konumunda olan ihracat şampiyonu şirketlerimizin gelecek planlarını daha sağlam temellere kurabilmesine bir katkı sunabilmek adına hazırlanmıştır.

3.6. Bulgular

Hirose yöntemi ve piyasa bazlı değerleme yöntemi aşamalarının sunulduğu bu bölümde daha anlaşılır ve kolay olması nedeniyle şirket isimlerinin yerine şirketlerin borsa kodları kullanılmıştır. Böylelikle analizler boyunca;

Arçelik A.Ş. *yerine* ARCLK

Vestel A.Ş *yerine* VESTL

Ford Otomotiv A.Ş. *yerine* FROTO

Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş. *yerine* TOASO kullanılacaktır.

3.6.1. Hirose Yöntemi Analiz Sonuçları

3.6.1.2. Prestij Değişkenin Hesaplanması

Prestij Değişkeni (PD), firmanın sahip olduğu markanın şirkete kazandırdığı yüksek fiyat avantajını şirkete olan nakit akımını baz alarak ortaya koyar. (Yılmaz, 2020, s. 29)

$$PD = \frac{1}{5}\sum_{i=-4}^{0}\left[\left(\frac{S_i}{SMM_i} - \frac{S_i^*}{SMM_i^*}\right) x \frac{PG_i}{GYG_i}\right] x\ SMM_0$$

S_i : İşletmenin *i* dönemki satışları

S_i^* : Kıyaslanacak işletmenin *i* dönemki satışları

SMM_i : İşletmenin *i* dönemki satışların maliyeti

SMM_i^* : Kıyaslanacak işletmenin *i* dönemki satışların maliyeti

PG_i : İşletmenin *i* dönemki pazarlama giderleri

GYG_i : İşletmenin *i* dönemki genel yönetim giderleri

SMM_0 : İşletmenin cari dönem satışların maliyeti

Prestij Değişkeni (PD) hesaplanma formülü yukarıdaki gibidir. Modelde belirtilen S* ve SMM* verileri sektörde kıyaslanacak firmanın verileri olacaktır. Hesaplamanın yapılabilmesi için sektörde kıyaslanacak bir firma belirlenmelidir. Modele göre bu firmanın sektördeki en zayıf firma olması gerekmektedir. Bu sebeple marka değeri hesaplanacak şirketin sektörün en kötüsü ile karşılaştırılabilmesi için her yıla ait en düşük S/SMM oranı hesaplanmıştır. Her yılın en düşük verisi kıyaslama yapılmak için seçilmiştir (Yılmaz, 2020: 80).

Bu seçimin yapılabilmesi için çalışmaya dahil edilmiş olan dört şirketinde içinde bulunduğu BIST Metal Eşya ve Makine sektöründeki 31 şirket incelenmiştir. İncelemeler sonucu yıllara göre en düşük S/SMM'ne sahip olan şirketler aşağıdaki tabloda sıralanmıştır.

Tablo 9. Dönemler İtibariyle Kıyaslama Yapılacak Firma ve S/SMM Oranı

Dönem	Firma	S/SMM Oranı
2020	AYES	1,078953
2019	EMNIS	0,920718
2018	EMNIS	1,037154
2017	AYES	1,045877
2016	EMNIS	0,919666
2015	EMNIS	1,008267
2014	EMNIS	1,019231
2013	MAKTK	0,917303
2012	EMNIS	0,992246

Burada hesaplanan S/SMM oranı 1'e eşit olduğunda maliyetlerin satışlara eşit olduğu, 1'den küçük olduğunda maliyetlerin satışlardan yüksek olduğu anlamına gelir. Bu sebeple oranın 1'den büyük olması beklenir (Başçı, 2009: 110).

Hesaplama sonucu 2020,2017 yıllarında sektörün en düşük S/SMM oranı AYES firmasındayken 2019,2018,2016,2015,2014,2012 yıllarında EMNIS ve 2013 yılında MAKTK olmuştur.

Prestij Değişkeni (PD) hesaplanırken her firmanın hesaplama yapılan yıla dair S/SMM oranı sektörün o yıldaki kıyaslama oranından çıkarılmaktadır.

Çıkan sonuç, Pazarlama Giderlerinin Genel Yönetim Giderlerine oranı ile çarpılarak formülün ilk kısmı tamamlanacaktır.

Her yıl için hesaplanan S/SMM – S*/SMM* verilerinden sonra yine her yıl için PG/GG verisi hesaplanarak çarpılmaktadır. PD hesaplamasının son kısmında ise son yılın (2020 yılı) SMM verisi dikkate alınmaktadır.

Firmaların 2020 yılı SMM verileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 10. Firmaların 2020 Yılı SMM Verileri

Firma	2020 Yılı SMM
ARCLK	27.066.110.000
VESTL	15.527.830.000
TOASO	20.439.545.000
FROTO	43.264.878.000

Yukarıda ifade edilen SMM verisi PD değişkeninin son parametresi olup, hesaplama sonucunda çarpım olarak PD hesaplamasına eklenmektedir.

Aşağıda ARCLK firması için PD hesaplaması aşamaları yeralmaktadır.

Tablo 11. Prestij değişkeni hesaplaması

	A	B	C	D	=((A-B)*C)*D
ARCLK	$\frac{S_i}{SMM_i}$	$\frac{S_i^*}{SMM_i^*}$	$\frac{PG_i}{GYG_i}$	SMM_0	PD
2020	1,510098	1,078953	3,432646	27.066.110.000	40.057.015.361
2019	1,473148	0,920718	3,841275	27.066.110.000	57.435.198.118
2018	1,46549	1,037154	4,212114	27.066.110.000	48.832.685.999

2017	1,453887	1,045877	4,300437	27.066.110.000	47.490.708.724
2016	1,496398	0,919666	4,230941	27.066.110.000	66.044.584.968
				Ortalama	51.972.038.634

Hesaplamadaki tutar Türk Lirası (TL) olarak ifade edilmektedir. Hesaplamalar yapılırken Microsoft Excel kullanılmıştır. Diğer firmaların 5 yıllık Prestij değeri (PD) sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Firmaların Modele Göre 5 Yıllık PD Parametresi Hesaplanmış Değerleri

Tablo 12. Firmaların 5 yıllık prestij değişkeni değerleri

Prestij Değişkeni (PD)				
	ARCLK	VESTL	TOASO	FROTO
2020	51.972.038.634	24.693.716.882	3.140.459.702	9.855.455.230
2019	55.285.606.432	24.063.402.156	3.407.901.042	10.950.960.481
2018	54.498.152.128	21.223.694.952	3.202.402.012	9.357.682.734
2017	57.934.856.817	19.420.794.784	3.904.634.755	11.164.149.101
2016	58.921.587.028	18.192.107.061	4.303.905.346	12.015.862.384

3.6.1.3. Sadakat Değişkenin Hesaplanması

Sadakat Değişkeni (SD) firmanın satılan malın maliyeti kaleminin yıllar içinde sürdürülebilirliğini ifade etmektedir (Başçı, 2009: 113).

Aşağıdaki formüle göre hesaplanır.

$$SD = \frac{\mu_c - \sigma_c}{\mu_c}$$

μ_c : Satılan malın maliyetinin ortalaması (5 yıllık)

σ_c : Satılan malın maliyetinin standart sapması

Firmaların yıllar itibariyle SMM verisinin ortalaması ile bu serinin standart sapmasının farkı bulunarak çıkan sonucun serinin ortalamasına bölünmesi ile bulunur. Bu hesaplamadaki amaç

SMM serisini riskinden arındırmaktır. Böylece SMM serisinin uzun dönemli bağımlılığı ortaya çıkarılmış olacaktır (Başçı, 2009: 113). Firmaların sadakat değişkeni verileri aşağıdaki gibidir.

Tablo 13. Firmaların ortalama SMM verileri

μ_c SMM Ortalama				
	ARCLK	VESTL	TOASO	FROTO
2020	18.439.684.800	11.418.707.800	16.316.050.600	29.439.855.851
2019	14.952.504.200	9.771.620.000	13.984.249.600	23.764.182.551
2018	12.323.011.200	8.431.832.200	11.985.400.000	18.884.272.058
2017	10.193.152.000	7.144.512.000	9.990.583.000	14.973.011.403
2016	8.826.874.000	6.530.428.000	8.063.515.400	12.170.864.772

Tablo 14. Firmaların ortalama standart sapmaları

σ_c SMM Std Sapma				
	ARCLK	VESTL	TOASO	FROTO
2020	6.340.772.153	3.085.426.062	2.710.613.872	10.547.247.107
2019	5.079.643.458	2.482.767.101	3.239.750.942	8.726.109.435
2018	4.016.423.968	2.161.729.538	4.224.831.732	7.468.187.081
2017	2.583.729.780	1.690.922.777	4.095.905.936	5.020.040.597
2016	1.365.265.373	928.746.592	2.924.531.235	3.209.651.331

Tablo 15. Firmaların 5 yıllık sadakat değişkeni sonuçları

Sadakat Değişkeni (SD)				
	ARCLK	VESTL	TOASO	FROTO
2020	0,656134461	0,729792012	0,83386826	0,641735776
2019	0,660281422	0,745920625	0,768328581	0,632804141
2018	0,674071223	0,743622799	0,647501816	0,604528729
2017	0,746522981	0,763325644	0,590023331	0,664727391
2016	0,845328553	0,857781666	0,637313121	0,736284036

3.6.1.4. Genişleme Değişkenin Hesaplanması

Genişleme Değişkeni (GD) firmanın ihracat rakamlarına ve ana faaliyet konusu dışındaki diğer gelirlerine odaklanarak firmanın genişleme kapasitesini hesaplamaya çalışmaktadır (Başçı, 2009: 114).

Hesaplamada firmaların yurt dışı satışları olarak ifade edilen ihracat rakamları kullanılmıştır. Bu aşamada firmaların ihracat rakamları ile ana faaliyetleri dışında kalan gelirlerin ortalama büyümesi ile genişleme becerisi hesaplanır. Değişkenin Formülü aşağıdaki gibidir.

$$GD = \frac{1}{2}\left[\frac{1}{2}\sum_{i=-1}^{0}\left(\frac{IHR_i - IHR_{i-1}}{IHR_{i-1}} + 1\right) + \frac{1}{2}\sum_{i=-1}^{0}\left(\frac{XS_i - XS_{i-1}}{XS_{i-1}} + 1\right)\right]$$

IHR = İhracat rakamları.

XS = Firmanın ana faaliyet konusu dışındaki gelirleri.

Ancak firmalar 2012 senesi itibariyle Firmanın Ana Faaliyet Konusu Dışındaki Gelirler başlığına gelir tablolarında yer vermediklerinden ötürü hesaplama dışında tutulmuştur.

Başlığın hesaplama dışında tutulmasının bir başka nedenini ise BAŞÇI (2009) şöyle açıklamıştır.

Model kapsamında dikkate alınan ihracat ve ana faaliyet konusu dışındaki gelir ve karların aynı kapsamda dikkate alınması ve ağırlıklandırılmamış olması firmanın marka değerinin hesaplanmasında sakıncalı olabilecektir. Başka bir ifadeyle ihracat verisindeki büyüme, tutarsal olarak büyük olabilirken, diğer faaliyetlerden sağlanan gelir ve karlar hesabının tutarsal ölçekte küçük olmasına karşın hesaplanan büyüme oranı modele ihracat büyüme oranı ile aynı düzeyde değerlendirilerek dahil edilmektedir. Bazı firmalar incelendiğinde de diğer faaliyetlerden sağlanan gelir ve karlar tutarının net satışlar tutarlarına yaklaştığı da görülmektedir. Bu bilginin Türkiye ölçeğinde modele dahil edilmeden Genişleme Değişkeninin sadece İhracat büyüme potansiyeli dikkate alınarak hesaplanması gerektiği

düşünülmektedir.

Bu durumda düzeltilmiş formül aşağıdaki gibidir.

$$GD = \frac{1}{2}\sum_{i=-1}^{0}\left(\frac{IHR_i - IHR_{i-1}}{IHR_{i-1}} + 1\right)$$

IHR : İhracat rakamları.

Firmaların ihracat rakamları tablosu aşağıdaki gibidir.

Tablo 16. Firmaların yıllara göre ihracat rakamları

	ARCLK	VESTL	TOASO	FROTO
2020	26.770.000.000	16.678.492.500	34.626.000.000	10.821.000.000
2019	21.616.000.000	13.849.466.400	33.375.000.000	13.301.000.000
2018	18.479.000.000	13.076.880.000	27.303.000.000	14.455.000.000
2017	12.716.000.000	8.297.143.800	17.839.000.000	11.887.000.000
2016	9.647.000.000	7.225.504.000	12.287.000.000	9.839.000.000
2015	8.442.000.000	6.432.991.500	10.723.000.000	5.729.000.000
2014	7.664.000.000	5.872.765.000	4.238.000.000	4.297.000.000
2013	6.481.000.000	5.108.394.000	4.106.000.000	4.069.000.000
2012	6.103.000.000	5.234.535.000	3.832.000.000	3.667.000.000
2011	4.460.000.000	6.080.243.400	4.591.000.000	3.964.000.000
2010	3.519.000.000	4.126.830.400	3.544.000.000	3.465.000.000

Formüle göre firmaların 5 yıllık Genişleme Değişkeni (GD) sonuçları aşağıdaki gibidir.

Tablo 17. Firmaların 5 yıllık genişleme değişkeni verileri

Genişleme Değişkeni (GD)				
	ARCLK	VESTL	TOASO	FROTO
2020	1,204097381	1,131675007	1,129938145	0,866856943
2019	1,311484412	1,3175752	1,376458077	1,068100178
2018	1,385669272	1,362191785	1,49119135	1,212092779
2017	1,230434338	1,13575426	1,298857197	1,462776961
2016	1,122126129	1,109294505	1,838028815	1,525329224

Genişleme Değişkeni (GD) sonuçlarına göre firmaların genişleme kabiliyetleri görülmektedir. Teorik olarak Genişleme Değişkeni 1'den büyük olan firmalar genişleme kapasitesine ve imkanına sahip olan firmalardır. 1'den küçük firmalar ise sahip oldukları genişleme kabiliyetlerini ya sonuna kadar kullanmışlardır ya da bu büyüme fırsatını hiç yakalayamamışlardır (Başçı, 2009: 116).

3.6.1.5. Hirose Yöntemine Göre Marka Değerleri

Hirose modelinde üç farklı değişken hesaplanarak marka değeri tespitinin son aşamasına gelinmektedir. Buna göre marka değeri hesaplama formülü şöyledir;

$$MD = \frac{PD\ x\ SD\ x\ GD}{r_f}$$

Modelde r_f olarak ifade edilen risksiz faiz oranıdır.

Yukarıdaki formülde elde edilen değişkenler çarpılarak bir sonuca ulaşılır. Çıkan sonuç risksiz faiz oranı ile iskonto edilerek marka değerine ulaşılır.

Tablo 18. Firmaların 5 yıllık prestij değişkeni verileri

Prestij Değişkeni (PD)				
	ARCLK	VESTL	TOASO	FROTO
2020	51.972.038.634	24.693.716.882	3.140.459.702	9.855.455.230
2019	55.285.606.432	24.063.402.156	3.407.901.042	10.950.960.481
2018	54.498.152.128	21.223.694.952	3.202.402.012	9.357.682.734
2017	57.934.856.817	19.420.794.784	3.904.634.755	11.164.149.101
2016	58.921.587.028	18.192.107.061	4.303.905.346	12.015.862.384

Tablo 19. Firmaların 5 yıllık sadakat değişkeni verileri

Sadakat Değişkeni (SD)				
	ARCLK	VESTL	TOASO	FROTO
2020	0,656134461	0,729792012	0,83386826	0,641735776
2019	0,660281422	0,745920625	0,768328581	0,632804141

2018	0,674071223	0,743622799	0,647501816	0,604528729
2017	0,746522981	0,763325644	0,590023331	0,664727391
2016	0,845328553	0,857781666	0,637313121	0,736284036

Tablo 20. Firmaların 5 yıllık genişleme değişkeni verileri

Genişleme Değişkeni (GD)				
	ARCLK	VESTL	TOASO	FROTO
2020	1,204097381	1,131675007	1,129938145	0,866856943
2019	1,311484412	1,3175752	1,376458077	1,068100178
2018	1,385669272	1,362191785	1,49119135	1,212092779
2017	1,230434338	1,13575426	1,298857197	1,462776961
2016	1,122126129	1,109294505	1,838028815	1,525329224

Modelin Sonuçları

Hirose yöntemine göre marka değeri aşağıdaki formüle göre hesaplanmaktadır.

$$\frac{PD\ x\ SD\ x\ GD}{r_f}$$

Risksiz Faiz Oranı (r_f) = %19

Marka Değerleri

Tablo 21. ARCLK marka değeri

ARCLK	
2016	294.163.001.758
2017	280.083.781.519
2018	267.912.853.106
2019	251.971.074.585
2020	216.107.884.181

Tablo 22. VESTL marka değeri

VESTL	
2016	91.107.267.891
2017	88.615.078.244
2018	113.150.987.220
2019	124.471.939.246
2020	107.338.048.080

Tablo 23. FROTO marka değeri

FROTO	
2016	85.585.273.928
2017	50.731.418.650
2018	44.398.166.536
2019	50.203.143.508
2020	37.612.656.683

Tablo 24. TOASO marka değeri

TOASO	
2016	22.020.418.138
2017	17.736.752.733
2018	13.228.149.786
2019	14.719.476.034
2020	11.947.705.237

3.6.2. Piyasa Bazlı Değerleme Yöntemine Göre Şirket Değerleri

Piyasa bazlı değerleme yaparken kullandığımız çarpanlar şunlardır;

F/K = *Fiyat / Kazanç*

F/FAVÖK = *Fiyat / Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kar*

F/NS = *Fiyat / Net Satışlar*

PD/DD = *Piyasa Değeri / Defter Değeri*

Piyasa bazlı değerleme yaparken değerleme yapılacak şirketin dahil olduğu sektörün çarpanlarının ortalamaları kullanıldığı için öncelikle yukarıda belirtilen çarpanların sektör ortalamaları bulunmuştur.

ARCLK , VESTL , TOASO , FROTO şirketlerinin içinde bulunduğu Borsa İstanbul Metal Eşya ve Makine Sektöründe toplam 31 adet şirket bulunmaktadır.

Tablo 25. BIST Metal Eşya ve Makine Sektöründeki şirketler

ALCAR	EGEEN	KARSN	SILVR
ARCLK	EMKEL	KATMR	TMSN
ASUZU	EMNIS	KLMSN	TOASO
AYES	FMIZP	MAKTK	TTRAK
BALAT	FROTO	OTKAR	ULUSE
BFREN	GEREL	PARSN	VESBE
BNTAS	IHEVA	PRKAB	VESTL
DITAS	JANTS	SAYAS	

Sektörde bulunan şirketlerin son 5 yıllık F/K , F/FAVÖK , F/NS , PD/DD oranı ortalaması Microsoft Excel aracılığıyla hesaplanmış ve aşağıdaki tabloda belirtilmiştir. Tüm sayısal veriler sektördeki şirketlerin UFRS standartlarına uygun olarak düzenlenmiş halka açık bilançolarından alınmıştır.

Tablo 26. Şirketlerin son 5 yıllık F/K , F/FAVÖK , F/NS , PD/DD oranları

	F / K	F / FAVÖK	F/NS	PD/DD
2020	13,54	10,79	1,13	4,26
2019	13,59	9,36	0,69	2,27
2018	7,96	6,76	0,54	1,74
2017	8,65	6,64	0,70	2,38
2016	9,45	10,32	0,59	1,74

Çalışmanın bu kısmında Arçelik A.Ş ‘nin 2020 yılı şirket değerlemesi ayrıntılı bir biçimde gösterilmiştir. Diğer şirketlerin değerlemeleri de bu sıralama ve yöntem ile yapılmıştır.

ARCLK Şirket Değerlemesi

Tablo 27. ARCLK Piyasa Verileri 2020

Ödenmiş Sermaye	675.728.000

Dönem Karı	2.878.989.000
Net Satışlar	40.872.483.000
Defter Değeri	14.023.846.000
FAVÖK	4.852.296.000
Fiyat (2020 Kapanış Hisse Fiyatı)	28,46

Ödenmiş sermaye , dönem karı , net satışlar , favök verileri şirketlerin UFRS standartlarına uygun bilançolarından alınmıştır.

- F/K Oranın Hesaplanması

F/K = Fiyat / (Dönem Karı / Ödenmiş Sermaye)

Şirketin Değeri : Sektör F/K oranı ortalaması x Şirketin Dönem Karı (Şahin, 2017, s.115)

F/K = 28,46 / (2.878.989.000 / 675.728.000) = 6,68

Şirket Değeri : 13,5 x 2.878.989.000 = 38.866.351.50

- F/FAVÖK Oranının Hesaplanması

F/FAVÖK = Fiyat / (FAVÖK / Ödenmiş Sermaye)

Şirketin Değeri = Sektör F/FAVÖK oranı ortalaması x Şirket FAVÖK (Şahin, 2017, s.115)

F/FAVÖK = 28,46 / (4.852.296.000 / 675.728.000) = 3,96

Şirket Değeri : 10,79 x 4.852.296.000 = 52.356.273.840

- F/NS Oranının Hesaplanması

F/NS = Fiyat / (Net Satışlar / Ödenmiş Sermaye)

Şirketin Değeri = Sektör F/Net Satışlar oranı ortalaması x Şirket Net Satışlar (Şahin, 2017, s.116,)

F/NS = 28,46 / (40.872.483.000 / 675.728.000) = 0,47

Şirket Değeri : 1,13 x 40.872.483.000 = 46.185.905.790

- PD/DD Oranının Hesaplanması

PD/DD = Fiyat x (Ödenmiş Sermaye / Defter Değeri)

Şirketin Değeri = Sektör PD/DD oranı ortalaması × Şirket defter değeri (Şahin, 2017, s.117)

PD/DD = 28,46 x (675.728.000 / 14.023.846.000) = 1,37

Şirket Değeri : 4,26 x 14.023.846.000 = 59.741.583.960

Sonuç

ARCLK piyasa çarpanlarının sonuçlarının ortalaması alınarak şirketin değeri bulunmuştur.

Tablo 28. ARCLK şirket değeri

F/K	38.866.351.500
F/FAVÖK	52.356.273.840
F/Net Satışlar	46.185.905.790
PD/DD	59.741.583.960
Şirketin Değeri $\frac{\frac{F}{K}+\frac{F}{FAVÖK}+\frac{F}{NS}+\frac{PD}{DD}}{4}$	49.287.528.772

VESTL , FROTO ve TOASO şirketleri için aynı yöntem ve sıralama ile elde edilen 2020 yılı şirket değerlemesi sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 29. Şirketlerin 2020 yılı şirket değerleri

Şirketler	**Şirket Değeri (TL)**
ARCLK	49.287.528.772
VESTL	25.681.848.280
TOASO	23.008.900.185
FROTO	48.592.880.030

Şirket Değerleri

Şirketlerin Piyasa Bazlı Değerleme ile elde edilmiş son 5 yıllık şirket değerleri.

Tablo 30. ARCLK Şirket değeri

ARCLK	
2016	11.932.253.920
2017	12.431.185.287
2018	13.367.625.080
2019	20.528.217.805
2020	49.287.528.772

Tablo 31. VESTL Şirket değeri

VESTL	
2016	3.582.429.025
2017	4.351.935.802
2018	5.196.060.885
2019	9.286.408.025
2020	25.681.848.280

Tablo 32. TOASO Şirket değeri

TOASO	
2016	7.744.758.967
2017	9.729.047.230
2018	8.766.060.020
2019	14.635.053.295
2020	23.008.900.185

Tablo 33. FROTO Şirket değeri

FROTO	
2016	9.197.173.560
2017	12.691.418.932
2018	13.398.978.425
2019	21.735.790.855
2020	48.592.880.030

3.6.3. İşletmelerin Marka Değerleri İle Şirket Değerlerinin Karşılaştırılması.

ARCLK

ARCLK marka değeri, 2016 - 2020 yılları arasında sırayla; 294.163.001.758 , 280.083.781.519 , 267.912.853.106 , 251.971.074.585 , 216.107.884.181 olmuştur. Rakamlar Türk Lirası cinsindendir. Bu sonuca göre ARCLK marka değerinde yıllara göre düzenli bir düşüş görülmüştür.

ARCLK marka değerinde

2016’dan 2017’ye %4,78

2017’den 2018’e %4,34

2018’den 2019’a %5,95

2019’dan 2020’ye %14,23 oranında Azalış meydana gelmiştir.

ARCLK şirket değeri, 2016 - 2020 yılları arasında sırayla; 11.932.253.920 , 12.431.185.287 , 13.367.625.080 , 20.528.217.805 , 49.287.528.772 olmuştur. Rakamlar Türk Lirası cinsindendir.

Bu sonuca göre ARCLK şirket değerinde yıllara göre düzenli bir artış görülmüştür.

ARCLK şirket değerinde

2016’dan 2017’ye %4,18

2017’den 2018’e %7,53

2018’den 2019’a %53,56

2019’dan 2020’ye %140,09 oranında Artış meydana gelmiştir.

2016-2017 yılları arasında marka değerinde yaşanan %4,78 azalış karşısında şirket değerinde %4,18’lik artış meydana gelmiştir.

2017-2018 yılları arasında marka değerinde yaşanan %4,34 azalış karşısında şirket değerinde %7,53 oranında artış meydana gelmiştir.

2018-2019 yılları arasında marka değerinde yaşanan %5,95 azalış karşısında şirket değerinde %53,56 oranında yüksek bir artış meydana gelmiştir.

2019-2020 yılları arasında marka değerinde %14,23 olarak hesaplanan düşüş, geçmiş yıllara göre oldukça yüksek olmuştur. Buna karşılık şirket değeri %140 oranında artarak yine oldukça yüksek bir artış göstermiştir.

VESTL

VESTL marka değeri, 2016 - 2020 yılları arasında sırayla; 91.107.267.891 , 88.615.078.244 , 113.150.987.220 , 124.471.939.246 , 107.338.048.080 olmuştur. Rakamlar Türk Lirası cinsindendir. Bu sonuca göre VESTL marka değeri inişli-çıkışlı bir seyir izlemiştir.

VESTL marka değerinde

2016'dan 2017'ye %2,73 Azalış

2017'den 2018'e %27,68 Artış

2018'den 2019'a %10 Artış

2019'dan 2020'ye %13,76 Azalış meydana gelmiştir

VESTL şirket değeri, 2016 - 2020 yılları arasında sırayla; 3.582.429.025 , 4.351.935.802 , 5.196.060.885 , 9.286.408.025 , 25.681.848.280 olmuştur. Rakamlar Türk Lirası cinsindendir. Bu sonuca göre VESTL şirket değerinde yıllara göre düzenli bir artış görülmüştür.

VESTL şirket değerinde

2016'dan 2017'ye %21,48

2017'den 2018'e %19,39

2018'den 2019'a %78,72

2019'dan 2020'ye %176,55 oranında Artış meydana gelmiştir.

2016-2017 yılları arasında marka değerinde yaşanan %2,73 azalış karşısında şirket değerinde %21,48'lik artış meydana gelmiştir.

2017-2018 yılları arasında marka değerinde yaşanan %27,68 artış karşısında şirket değerinde %19,39 oranında artış meydana gelmiştir.

2018-2019 yılları arasında marka değerinde yaşanan %10 artış karşısında şirket değerinde %78,72 oranında yüksek bir artış meydana gelmiştir.

2019-2020 yılları arasında marka değerinde %13,76 olarak hesaplanan düşüşe karşılık şirket değeri %176,55 oranında artarak oldukça yüksek bir artış göstermiştir.

ARCLK – VESTL Karşılaştırması

- **2016**

2016 yılında ARCLK marka değeri VESTL marka değerinden %322,87 oranında daha büyüktür. Şirket değeri olarak ise ARCLK şirket değeri, VESTL şirket değerinden %333,07 oranında daha büyüktür.

- **2017**

2017 yılında ARCLK marka değeri VESTL marka değerinden %316,06 oranında daha büyüktür. Şirket değeri olarak ise ARCLK şirket değeri, VESTL şirket değerinden %285,64 oranında daha büyüktür.

Bir önceki yıla göre ARCLK marka değerinde %4,78 azalış gösterirken Vestel %2,73 azalış göstermiştir. Yine bir önceki yıla göre ARCLK şirket değerinde %4,18 artış gösterirken Vestel %21,48 artış göstermiştir.

Buna göre 2017 yılında her iki şirketinde marka değerinde düşüş olurken ARCLK'te yaşanan düşüş Vestel'de yaşanan düşüşten daha fazla olmuştur. Her iki şirkette, şirket değerini arttırırken Vestel'de yaşanan artış, ARCLK'i geride bırakmıştır.

- **2018**

2018 yılında ARCLK marka değeri VESTL marka değerinden %236,77 oranında daha büyüktür. Şirket değeri olarak ise ARCLK şirket değeri, VESTL şirket değerinden %257,26 oranında daha büyüktür.

Bir önceki yıla göre ARCLK marka değerinde %4,34 azalış gösterirken VESTL %27,68 artış göstermiştir. Yine bir önceki yıla göre ARCLK şirket değerinde %7,53 artış gösterirken VESTL %19,39 artış göstermiştir.

Buna göre 2018 yılında ARCLK marka değeri düşerken VESTL marka değerini yüksek bir oranda arttırmıştır. Her iki şirkette, şirket değerini arttırmış olsa da VESTL'de yaşanan artış ARCLK'i geride bırakmıştır.

- **2019**

2019 yılında ARCLK marka değeri VESTL marka değerinden %202,43 oranında daha büyüktür. Şirket değeri olarak ise ARCLK şirket değeri, VESTL şirket değerinden %221,05 oranında daha büyüktür.

Bir önceki yıla göre ARCLK marka değerinde %5,95 azalış gösterirken VESTL %10 artış göstermiştir. Yine bir önceki yıla göre ARCLK şirket değerinde %53,56 artış gösterirken VESTL %78,72 artış göstermiştir.

Buna göre 2019 yılında ARCLK marka değeri düşerken VESTL marka değerini arttırmıştır. Her iki şirkette bu yıl şirket değerlerini yüksek oranlarda arttırmıştır. Ancak karşılaştırma yapıldığında VESTL'in sağladığı şirket değeri artışı ARCLK'i geride bırakmıştır.

- **2020**

2020 yılında ARCLK marka değeri VESTL marka değerinden %201,33 oranında daha büyüktür. Şirket değeri olarak ise ARCLK şirket değeri, VESTL şirket değerinden %191,91 oranında daha büyüktür.

Bir önceki yıla göre ARCLK marka değerinde %14,23 azalış gösterirken VESTL %13,76 azalış göstermiştir. Yine bir önceki yıla göre ARCLK şirket değerinde %140,09 artış gösterirken VESTL %176,55 artış göstermiştir.

Buna göre 2020 yılında her iki şirketinde marka değerinde düşüş yaşanmıştır ancak ARCLK'te yaşanan düşüş VESTL'e göre daha fazla olmuştur. Şirket değerine baktığımızda ise her iki şirketinde bir önceki yıla göre oldukça yüksek oranlarda artış yaşadığı görülmektedir. Karşılaştırma yaptığımızda ise VESTL'de ki şirket değeri artışı ARCLK'i geride bırakmıştır.

- **2016-2020**

Çalışmanın baz aldığı yıllara genel bir bakış açısıyla baktığımızda 2016 yılında ARCLK marka değeri olarak VESTL'den %322,87 oranında daha büyük iken bu sayı 2020 yılında %201,33'e düşmüştür. Böylece yıllar içinde VESTL, ARCLK'e göre marka değerini arttırmıştır.

2016 yılında ARCLK şirket değeri, VESTL'den %333,07 oranında büyük iken bu sayı 2020 yılında %191,91'e düşmüştür. Böylece yıllar içinde VESTL, ARCLK'e göre şirket değerini arttırmıştır.

FROTO

FROTO marka değeri, 2016 - 2020 yılları arasında sırayla; 22.020.418.138 , 17.736.752.733 , 13.228.149.786 , 14.719.476.034 , 11.947.705.237 olmuştur. Rakamlar Türk Lirası cinsindendir.

FROTO marka değerinde

2016’dan 2017’ye %19,45 Azalış

2017’den 2018’e %25,41 Azalış

2018’den 2019’a %11,27 Artış

2019’dan 2020’ye %18,83 Azalış meydana gelmiştir

FROTO şirket değeri, 2016 - 2020 yılları arasında sırayla; 9.197.173.560 , 12.691.418.932 , 13.398.978.425 , 21.735.790.855 , 48.592.880.030 olmuştur. Rakamlar Türk Lirası cinsindendir. Bu sonuca göre FROTO şirket değerinde yıllara göre düzenli bir artış görülmüştür.

FROTO şirket değerinde

2016’dan 2017’ye %37,99

2017’den 2018’e %5,57

2018’den 2019’a %62,21

2019’dan 2020’ye %123,56 oranında Artış meydana gelmiştir.

2016-2017 yılları arasında marka değerinde yaşanan %19,45 azalış karşısında şirket değerinde %37,99’lik artış meydana gelmiştir.

2017-2018 yılları arasında marka değerinde yaşanan %25,41 azalış karşısında şirket değerinde %5,57 oranında artış meydana gelmiştir.

2018-2019 yılları arasında marka değerinde yaşanan %11,27 artış karşısında şirket değerinde %62,21 oranında artış meydana gelmiştir.

2019-2020 yılları arasında marka değerinde %18,83 olarak hesaplanan düşüşe karşılık şirket değeri %123,56 oranında artış göstermiştir.

TOASO

TOASO marka değeri, 2016 - 2020 yılları arasında sırayla; 85.585.273.928 , 50.731.418.650 , 44.398.166.536 , 50.203.143.508 , 37.612.656.683 olmuştur. Rakamlar Türk Lirası cinsindendir.

TOASO marka değerinde

2016’dan 2017’ye %40,72 Azalış

2017’den 2018’e %12,48 Azalış

2018’den 2019’a %13,07 Artış

2019’dan 2020’ye %25,07 Azalış meydana gelmiştir

TOASO şirket değeri, 2016 - 2020 yılları arasında sırayla; 7.744.758.967 , 9.729.047.230 , 8.766.060.020 , 14.635.053.295 , 23.008.900.185 olmuştur. Rakamlar Türk Lirası cinsindendir.

TOASO şirket değerinde

2016’dan 2017’ye %25,62 Artış

2017’den 2018’e %9,89 Azalış

2018’den 2019’a %66,95 Artış

2019’dan 2020’ye %57,21 Artış meydana gelmiştir.

2016-2017 yılları arasında marka değerinde yaşanan %40,72 azalış karşısında şirket değerinde %25,62 artış meydana gelmiştir.

2017-2018 yılları arasında marka değerinde yaşanan %12,48 azalış karşısında şirket değerinde %9,89 oranında azalış meydana gelmiştir.

2018-2019 yılları arasında marka değerinde yaşanan %13,07 artış karşısında şirket değerinde %66,95 oranında artış meydana gelmiştir.

2019-2020 yılları arasında marka değerinde %25,07 olarak hesaplanan düşüşe karşılık şirket değeri %57,21 oranında artış göstermiştir.

FROTO – TOASO Karşılaştırması

- **2016**

2016 yılında FROTO marka değeri TOASO marka değerinden %388,66 oranında daha büyüktür. Şirket değeri olarak ise FROTO şirket değeri, TOASO şirket değerinden %118,75 oranında daha büyüktür.

- **2017**

2017 yılında FROTO marka değeri TOASO marka değerinden %286,02 oranında daha büyüktür. Şirket değeri olarak ise FROTO şirket değeri, TOASO şirket değerinden %130,44 oranında daha büyüktür.

Bir önceki yıla göre FROTO marka değerinde %40,72 azalış gösterirken TOASO % 19,45 azalış göstermiştir. Yine bir önceki yıla göre FROTO şirket değerinde % 37,99 artış gösterirken TOASO %25,62 artış göstermiştir.

Buna göre 2017 yılında her iki şirketinde marka değerinde düşüş olurken FROTO'da yaşanan düşüş TOASO'da yaşanan düşüşten daha fazla olmuştur. Her iki şirkette, şirket değerini arttırırken TOASO'da yaşanan artış, FROTO'yu geride bırakmıştır.

- **2018**

2018 yılında FROTO marka değeri TOASO marka değerinden %335,63 oranında daha büyüktür. Şirket değeri olarak ise FROTO şirket değeri, TOASO şirket değerinden %%152,85 oranında daha büyüktür.

Bir önceki yıla göre FROTO marka değerinde % 12,48 azalış gösterirken TOASO % 25,41 azalış göstermiştir. Yine bir önceki yıla göre FROTO şirket değerinde % 5,57 artış gösterirken TOASO %9,89 azalış göstermiştir.

Buna göre 2018 yılında her iki şirkette marka değerini düşürürken TOASO'daki düşüş FROTO'yu geride bırakmıştır. FROTO şirket değerini arttırırken TOASO şirket değerinde düşüş yaşamıştır.

- **2019**

2019 yılında FROTO marka değeri TOASO marka değerinden %%341,06 oranında daha büyüktür. Şirket değeri olarak ise FROTO şirket değeri, TOASO şirket değerinden %%148,51 oranında daha büyüktür.

Bir önceki yıla göre FROTO marka değerinde %11,56 azalış gösterirken TOASO %10,13 azalış göstermiştir. Yine bir önceki yıla göre FROTO şirket değerinde %38,35 artış gösterirken TOASO %66,95 artış göstermiştir.

Buna göre 2019 yılında her iki şirkette marka değerini düşürürken bir önceki yılın aksine bu yıl FROTO da ki düşüş TOASO'yu geride bırakmıştır. Her iki şirkette bu yıl şirket değerlerini

yüksek oranlarda arttırmıştır. Ancak karşılaştırma yapıldığında TOASO'nun sağladığı şirket değeri artışı FROTO'yu geride bırakmıştır.

- **2020**

2020 yılında FROTO marka değeri TOASO marka değerinden %314,81 oranında daha büyüktür. Şirket değeri olarak ise FROTO şirket değeri, TOASO şirket değerinden %211,19 oranında daha büyüktür.

Bir önceki yıla göre FROTO marka değerinde %25,07 azalış gösterirken TOASO %18,83 azalış göstermiştir. Yine bir önceki yıla göre FROTO şirket değerinde %123,56 artış gösterirken TOASO %57,21 artış göstermiştir.

Buna göre 2020 yılında her iki şirketinde marka değerinde düşüş yaşanmıştır ancak Ford Otosan'da yaşanan düşüş TOASO'ya göre daha fazla olmuştur. Şirket değerine baktığımızda ise her iki şirketinde bir önceki yıla göre oldukça yüksek oranlarda artış yaşadığı görülmektedir. Karşılaştırma yaptığımızda ise FROTO'da yaşanan şirket değeri artışı TOASO'yu geride bırakmıştır.

- **2016-2020**

Çalışmanın baz aldığı yıllara genel bir bakış açısıyla baktığımızda 2016 yılında FROTO marka değeri olarak TOASO'dan %388,66 oranında daha büyük iken bu sayı 2020 yılında %314,81'e düşmüştür. Böylece yıllar içinde TOASO, FROTO'ya göre marka değerini arttırmıştır.

2016 yılında FROTO şirket değeri, TOASO'dan %118,75 oranında büyük iken bu sayı 2020 yılında %314,81'e çıkmıştır. Böylece yıllar içinde FROTO, TOASO'ya göre şirket değerini arttırmıştır.

3.6.4 Regresyon Analizleri

Çalışmanın bu bölümünde marka değeri ile şirket değeri arasındaki ilişkinin belirlenebilmesi amacıyla her bir şirket için ayrı ayrı olmak üzere korelasyon ve regresyon analizleri yapılmıştır.

ARÇELİK

Tablo 34. ARÇELİK Marka Değeri ve Şirket Değeri İlişkisi

		Marka Değeri	Şirket Değeri
Marka Değeri	Pearson Korelasyon	1	-,934*
	Sig. (2-tailed)		,020
	N	5	5
Şirket Değeri	Pearson Korelasyon	-,934*	1
	Sig. (2-tailed)	,020	
	N	5	5

*. Korelasyon 0.05 düzeyinde anlamlıdır (2 tailed).

Korelasyon analizi iki veya daha fazla değişken arasında bir ilişkinin olup olmadığı şayet ilişki varsa bu ilişkinin şiddetini ortaya koyan bir istatistiki analizdir. Korelasyon katsayısı -1 ile +1 ($-1 \leq r \leq +1$) arasında değişen değerler almakla birlikte, korelasyon kat sayılarında 0,00 ile 0,25 arası değerin 'çok zayıf', 0,26 ile 0,49 arası değerin 'zayıf', 0,50 ile 0,69 arası değerin 'orta', 0,70 ile 0,89 arası değerin 'yüksek', 0,90 ile 1,00 arası değerin ise 'çok yüksek' olduğu ifade edilir(www.spssistatistik.net,2021).

Sig (p) değerinin 0.05'ten küçük olması nedeniyle ilişkinin anlamlı olduğu belirlenmiştir.

Tablo 35. Arçelik Marka Değerinin Şirket Değerine Etkisi Regresyon Analizi Sonuçları

Model	R	R^2	Düzeltilmiş R^2	Std. Tahmin Hatası
1	,934a	,873	,831	6542586273,44324

Model		Karelerin Toplamı	df	Ortalama Kare	F	Sig.
1	Regresyon	88459505939103 0900000,000	1	88459505939103 0900000,000	20,665	,020b
	Artık	12841630543634 3760000,000	3	42805435145447 920000,000		
	Total	10130113648273 74700000,000	4			

a. Bağımlı Değişken: Şirket Değeri

b. Tahmin ediciler: (Sabit), Marka Değeri

Regresyon analizinde R^2 değeri bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki değişimlerin ne kadarını açıkladığını göstermektedir (Sağlam, 2020:143). Düzeltilmiş R^2 değerine göre marka değeri, şirket değeri üzerindeki değişimlerin %83,1'ini açıklamaktadır. Regresyon analizinde elde edilen Anova testi sig(p) değeri 0,05'ten küçük ise model anlamlıdır (Sağlam,

2020:143). Anova test değeri sig(p) değerinin 0,05 ten küçük olması modelin anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 36. Arçelik Regresyon Analizi Beta Katsayıları

Model		Standartlaşmamış Katsayılar		Standartlaştırılmış Katsayılar		
		B	Std. Hata	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	151351185620,238	28711686339,933		5,271	,013
	Marka Değeri	-,495	,109	-,934	-4,546	,020

a. Bağımlı Değişken: Şirket Değeri

Regresyon analizinde elde edilen standart beta katsayıları p 0,05'ten küçük olmak şartıyla, bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki etki derecesini göstermektedir. Coefficients değerlerine göre Beta = 0,934 oranında negatif yönde etkisi olduğu belirlenmiştir. T testi sig(p) değerinin 0,05'ten küçük olması nedeniyle katsayının anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

VESTEL

Tablo 37. VESTEL Marka Değeri ve Şirket Değeri İlişkisi

		Marka Değeri	Şirket Değeri
Marka Değeri	Pearson Korelasyon	1	,296
	Sig. (2-tailed)		,629
	N	5	5
Şirket Değeri	Pearson Korelasyon	,296	1
	Sig. (2-tailed)	,629	
	N	5	5

Sig (p) değerinin 0.05'ten büyük olması nedeniyle ilişkinin anlamsız olduğu belirlenmiştir.

Tablo 38. VESTEL Marka değerinin Şirket Değerine Etkisi Regresyon Analizi Sonuçları

Model	R	R^2	Düzeltilmiş R^2	Std. Tahmin Hatası

1	,296a	,087	-,217	10197469970,46541

Model		Karelerin Toplamı	df	Ortalama Kare	F	Sig.
1	Regresyon	29905072998114984000,000	1	29905072998114984000,000	,288	,629b
	Artık	31196518139563134000,000	3	10398839379854379000,000		
	Total	34187025439374630000,000	4			

a. Bağımlı Değişken: Şirket Değeri

b. Tahmin ediciler: (Sabit), Marka Değeri

Anova testi sig değerinin 0,05'ten büyük olması nedeniyle marka değerinin şirket değeri üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik model anlamsız çıkmış ve katsayı yorumlanamamıştır.

Tablo 39. VESTEL Regresyon Analizi Beta Katsayıları

Model		Standartlaşmamış Katsayılar B	Standartlaşmamış Katsayılar Std. Error	Standartlaştırılmış Katsayılar Beta	t	Sig.
1	(Constant)	-9377029037,9	35716514047,3		-,263	,810
	Marka Değeri	,181	,338	,296	,536	,629

a. Bağımlı Değişken: Şirket Değeri

FORD OTOSAN

Tablo 40. FORD OTOSAN Marka Değeri ve Şirket Değeri İlişkisi

		Marka Değeri	Şirket Değeri
Marka Değeri	Pearson Correlation	1	-,685
	Sig. (2-tailed)		,202
	N	5	5
	Pearson Correlation	-,685	1

Şirket Değeri	Sig. (2-tailed)	,202	
	N	5	5

Sig (p) değerinin 0.05'ten büyük olması nedeniyle ilişkinin anlamsız olduğu belirlenmiştir.

Tablo 41. FORD OTOSAN Marka Değerinin Şirket Değerine Etkisi Regresyon Analizi Sonuçları

Model	R	R^2	Düzeltilmiş R^2	Std. Tahmin Hatası
1	,685a	,470	,293	13479638253,28845

Model		Karelerin Toplamı	df	Ortalama Kare	F	Sig.
1	Regresyon	482845283741922400000,000	1	482845283741922400000,000	2,657	,202b
	Artık	5451019423185521000000,000	3	1817006474395174000000,000		
	Total	1027947226060474500000,000	4			

a. Bağımlı Değişken: Şirket Değeri

b. Tahmin ediciler: (Sabit), Marka Değeri

Anova testi sig değerinin 0,05'ten büyük olması nedeniyle marka değerinin şirket değeri üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik model anlamsız çıkmış ve katsayı yorumlanamamıştır.

Tablo 42. FORD OTOSAN Regresyon Analizi Beta Katsayıları

Model		Standartlaştırılmış Katsayılar B	Std. Hata	Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
1	(Constant)	64548093181,502	27312246273,784		2,363	,099
	Marka Değeri	-2,726	1,672	-,685	-1,630	,202

a. Bağımlı Değişken: Şirket Değeri

TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL

Tablo 43. TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL Marka Değeri ve Şirket Değeri İlişkisi

		Marka Değeri	Şirket Değeri
Marka Değeri	Pearson Korelasyon	1	-,608
	Sig. (2-tailed)		,276
	N	5	5
Şirket Değeri	Pearson Korelasyon	-,608	1
	Sig. (2-tailed)	,276	
	N	5	5

Sig (p) değerinin 0.05'ten büyük olması nedeniyle ilişkinin anlamsız olduğu belirlenmiştir.

Tablo 44. TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL Marka Değerinin Şirket Değerine Etkisi Regresyon Analizi Sonuçları

Regresyon Analizi Sonuçları

Model	R	R^2	Düzeltilmiş R^2	Std. Tahmin Hatası
1	,608a	,370	,160	5774482444,02793

Model		Karelerin Toplamı	df	Ortalama Kare	F	Sig.
1	Regresyon	5881130610060 2110000,000	1	5881130610060 2110000,000	1,764	,276b
	Artık	1000339424891 60220000,000	3	3334464749638 6740000,000		
	Total	1588452485897 62330000,000	4			

a. Bağımlı Değişken: Şirket Değeri

b. Tahmin ediciler: (Sabit), Marka Değeri

Anova testi sig değerinin 0,05'ten büyük olması nedeniyle marka değerinin şirket değeri üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik model anlamsız çıkmış ve katsayı yorumlanamamıştır.

Tablo 45. TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL Regresyon Analizi Beta Katsayıları

Model		Standartlaşmamış Katsayılar		Standartlaştırılmış Katsayılar		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	23851599222,616	8729820016,074		2,732	,072
	Marka Değeri	-,206	,155	-,608	-1,328	,276

a. Bağımlı Değişken: Şirket Değeri

Bu analizlerin sonucunda yalnızca Arçelik şirketinde anlamlı bir ilişki ortaya çıkmış diğer şirketlerde ilişki bulunamamıştır.

İkinci regresyon analizinde ise marka değeri ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi incelemek adına dört şirket için genel bir analiz yapılmıştır.

Tablo 46. Şirketlerin marka değerleri ile şirket değerli arasındaki ilişki.

		Marka Değeri	Şirket Değeri
Marka Değeri	Pearson Korelasyon	1	,085
	Sig. (2-tailed)		,721
	N	20	20
Şirket Değeri	Pearson Korelasyon	,085	1
	Sig. (2-tailed)	,721	
	N	20	20

Sig (p) değerinin 0.05'ten büyük olması nedeniyle ilişkinin anlamsız olduğu belirlenmiştir.

Tablo 47. Şirketlerin Marka Değerlerinin Şirket Değerlerine Etkisi Regresyon Analizi Sonuçları

Model	R	R^2	Düzeltilmiş R^2	Std. Tahmin Hatası
1	,085a	,007	-,048	13031068101,29809

Model		Karelerin Toplamı	df	Ortalama Kare	F	Sig.
1	Regresyon	22281809771127374000,000	1	22281809771127374000,000	,131	,721b
	Artık	3056557245492035600000,000	18	1698087358606686300000,000		
	Total	3078839055263163000000,000	19			

a. Bağımlı Değişken: Şirket Değeri

b. Tahmin ediciler: (Sabit), Marka Değeri

Anova testi sig değerinin 0,05'ten büyük olması nedeniyle marka değerinin şirket değeri üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik model anlamsız çıkmış ve katsayı yorumlanamamıştır.

Tablo 48. Şirketlerin Regresyon Analizi Beta Katsayıları

Model		Standartlaştırılmış Katsayılar		Standartlaştırılmış Katsayılar	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	15048712230,848	4429654699,144		3,397	,003
	Marka Değeri	,011	,031	,085	,362	,721

a. Bağımlı Değişken: Şirket Değeri

Analiz sonucu marka değeri ile şirket değeri arasında bir ilişki bulunamamıştır.

SONUÇ

Bu çalışmada Borsa İstanbul Metal Eşya ve Makine sektöründe faaliyet gösteren Arçelik A.Ş. , Vestel A.Ş. , Ford Otosan A.Ş. ve Tofaş A.Ş. şirketlerinin marka değerleri ile şirket değerleri arasındaki ilişkinin tespit edilmesi amaçlanmıştır.

Çalışmada seçilen şirketlerden Arçelik A.Ş. ile Vestel A.Ş. ve Ford Otosan A.Ş. ile Tofaş A.Ş. benzer iş kollarında faaliyet gösteren , benzer ürünler üreten birbirlerine rakip olabilecek şirketlerdir. Bu dört şirketin yüksek istihdam sağlamaları , yüksek üretim kapasitelerine sahip olmaları ve katma değerli ürünler üretmelerinin yanı sıra ülkemiz için bir başka önemi de ürettikleri ürünlerin büyük kısmını yurtdışına ihraç etmelerinden kaynaklanır.

Ürettiği ürünlerle ülkemizi dünya pazarlarında temsil eden ve döviz girdisi sağlayarak ekonomimiz için oldukça önemli bir konumda yer alan bu şirketlerin marka değerlerinin hesaplanması pazarlama faaliyetlerini inşa etmede önemli ipuçları verebilecektir. Ortaya çıkarılan marka değerlerinin yanında şirket değerleri de hesaplanarak ikisi arasındaki ilişkinin belirlenmesi ise işletmelerin uzun vadeli yatırım , planlama , bütçe stratejilerinde yol gösterici olabilecektir.

Bu kapsamda seçilen dört şirketin finansal verileri şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'a açıkladıkları bilançolarından alınmıştır.

Araştırmada, seçilen şirketlerin marka değerlerinin hesaplanabilmesi için 2002 yılında Japonya Ekonomi Ticaret ve Endüstri Bakanlığı'nın organizasyonu ile Dr. Yoshikuni Hirose'nin başkanlığında yürütülen bir komisyon ile literatüre kazandırılan Hirose yöntemi seçilmiştir. Bu yöntemde sonuç, üç farklı değişken hesaplamasının ardından bu değişkenlerin çarpılarak risksiz faiz oranına bölünmesi ile elde edilir.

Yöntemde hesaplanan değişkenlerden ilki olan Prestij değişkeni; Satışlar , satışların maliyeti , pazarlama giderleri ve genel yönetim giderleri kalemlerini ,

Sadakat değişkeni; Satışların maliyetinin 5 yıllık ortalaması ve standart sapmasını

Genişleme değişkeni; İhracat rakamları ve ana faaliyet dışındaki gelirler kalemlerini içermektedir.

Şirketlerin şirket değerleri hesaplanırken ise değerleme yöntemleri arasında oldukça sık kullanılan piyasa bazlı değerleme yöntemi seçilmiştir. Bu yöntemde değerleme, sektördeki benzer şirketler baz alınarak çeşitli çarpanlar üzerinden yapılır. Seçilen çarpanlar; Fiyat/Kazanç Oranı , Fiyat/FAVÖK , Fiyat/Net satışlar , Piyasa değeri/Defter değeri olarak belirlenmiştir.

Bu yöntemler ışığında seçili şirketlerin 2016-2020 arası her yıla ait ayrı ayrı marka değerleri ve şirket değerleri hesaplanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre Arçelik ile Vestel ve Ford Otosan ile Tofaş şirketleri karşılaştırılmıştır.

Karşılaştırma sonuçlarına göre 2016-2020 yılları boyunca;

- Arçelik marka değerini düşürürken Vestel marka değerini arttırmıştır.
- İki şirkette şirket değerlerini arttırırken Vestel'deki artış Arçelik'i geride bırakmıştır.
- Ford Otosan ve Tofaş şirketlerinin marka değerlerinde düşüş yaşanırken Ford Otosan'da yaşanan düşüş Tofaş'tan daha fazla olmuştur.
- İki şirketinde şirket değerlerinde artış görülürken Ford Otosan da yaşanan artış Tofaş'a göre daha fazla olmuştur.
- 2020 yılı itibariyle Arçelik ve Vestel'in marka değerleri şirket değerlerinden daha fazla olmuştur.

- 2020 yılı itibariyle Ford Otosan ve Tofaş'ın marka değerleri şirket değerlerinin altında kalmıştır.

Analizin ikinci kısmında ise marka değeri ile şirket değeri arasındaki ilişkinin belirlenebilmesi için iki farklı regresyon analizi yapılmıştır. Yapılan ilk regresyon analizinde her bir şirket için marka değeri ile şirket değeri arasındaki ilişkiye bakılmıştır. Bu analizlerin sonucunda yalnızca Arçelik şirketinde anlamlı bir ilişki ortaya çıkmış diğer şirketlerde ilişki bulunamamıştır. İkinci regresyon analizinde ise dört şirket için genel bir analiz yapılmış ve yine marka değeri ile şirket değeri arasında bir ilişki bulunamamıştır.

Sonuçlar yorumlandığında;

Şirketlerin marka değerleri ile şirket değerleri arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı saptanmıştır. Bu durum bizlere marka değerinin büyük ölçüde şirket değerinden bağımsız olarak kendi dinamiklerine göre hareket ettiğini ortaya koymaktadır. Marka değerini ortaya koyan dinamiklere çalışmada çokça yer verilmiştir.

Elde edilen sonuçlara göre başarılı bilançolara ve gelir tablolarına sahip olmanın aynı zamanda başarılı bir markaya da sahip olmak anlamına gelmediği görülmüştür. Bu sebeple şirketlerin bu iki değer arasındaki farklı anlayarak stratejilerini belirlemeleri gereklidir.

Marka kimliğini ve imajını doğru şekilde tüketiciye yansıtabilmiş ve marka olmanın gerekliliklerini yerine getirebilmiş şirketlerin marka değerleri, şirket değerlerinden çok daha fazla olabilmektedir. Buradan yola çıkarak markanın yalnızca bir pazarlama faaliyeti olarak görülmeyip şirket için diğer tüm faaliyetlerden daha fazla maddi değer yaratabileceği bilinmelidir.

Çalışmanın baz aldığı yıllar boyunca şirketlerin değerlerindeki yükselişin sebeplerinden biri olarak ortaya koydukları yüksek ihracat performansları gösterilebilir. Bu sayede elde ettikleri döviz girdileri şirketlerin gelir tablolarına olumlu yansımıştır. Ancak şirket değerlerinde yaşanan artışa rağmen Vestel dışında diğer şirketlerin marka değeri performansları düzenli bir yükseliş kaydedememiştir. Bu durumun sebeplerinin iyice araştırılarak incelenmesi şirketler açısından faydalı olacaktır.

Çalışmada marka değeri konusunda dikkat çeken bir başka husus ise Arçelik ve Vestel'in marka değerlerinin şirket değerlerinden çok daha fazla olmasıdır. Bu duruma, sağlamış oldukları güçlü marka kimlikleri ile tüketicilerde yarattıkları imaj etkili olmuş olabilir. Ancak bu durumun tam tersinin yaşandığı Ford Otosan ve Tofaş'ta marka değerleri şirket değerlerinin altında kalmıştır.

Bu iki şirketin markalarını daha değerli bir noktaya taşıyacak çalışmalar yapmaları gerekebilir. Çalışmada nasıl güçlü bir marka yaratılacağı anlatılmıştır. Gelecekte bu konu hakkında çalışmalar yapmak isteyen araştırmacılar, çalışmalarında Türk Lirası yerine Amerikan Doları kullanarak daha evrensel sonuçlar elde edebilir. Bununla birlikte hesaplamalarda enflasyon etkisini de gözettikleri formüller kullanabilirler.

KAYNAKÇA

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

Akgözlü, E. (2020) **Marka Deneyimi, Marka Aşkı ve Marka Değeri Arasındaki İlişkiler Üzerine Bir Araştırma**. (Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora Tezi). Çorum.

Alan, H. ve Okan Y. (2013) Markalaşma ve Yenilikçilik. **İktisadi Yenilik Dergisi.** Cilt: 1. Sayı: 1. Temmuz 2013. sa. 13-26.

Alkan, G. İ. ve Demireli, E. (2007) Türkiye'de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama. **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**. C 9. S 2. 2007. sa. 27-39.

Ateşoğlu, İ. (2003) **Marka İnşasında Slogan**. Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF, 8(1), 2003. s.s. 259-264

Aydın, N. (1990) **İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği**. TOBB. Ankara.

Aydın, Y. (2012) Firma Değerleme Yöntemleri. **Kırklareli Üniversitesi İİBF Dergisi**. Cilt 1. Sayı 1. Mart 2012. sa. 87-110.

Barış Polat, B. (2020) **Kuşaklar Ve Marka Tercihleri: Y Kuşağı Marka Tercihleri Üzerine Nitel Bir Araştırma** (T.C. Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Halkla İlişkiler Ve Tanıtım Ana Bilim Dalı Halkla İlişkiler Ve Tanıtım Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi) Kayseri.

Başçı, E. S. (2009) **Marka Değerinin Tespiti ve IMKB'de Uygulama**.

(Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Doktora Tezi) Ankara.

Batıbay, İ. (2010) **Marka Değerleme Ve Örnek Uygulama** (T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi) İstanbul.

Bilir, H. ve Kulalı, İ. (2014) İndirgenmiş Nakit Akış ve Göreceli Değerleme Yöntemlerinin Karşılaştırılması. **Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi.** 2014, Y 2, C 2, S 2, sa. 39-55.

Bıçak, Ş. (2016) **Şirket Değerleme Yöntemleri ve Borsa İstanbul'da Bir Uygulama** (T.C Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü). İstanbul.

Bolak, M. (1991) **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**. Beta Basım Yayın. İstanbul.

Bozkaya, S. (2019) **Marka Değerleme Yöntemleri, Türk Bankalarının Marka Değerleri Marka Değeri Karlılık Etkileşimleri.** (T.C. İstanbul Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi) İstanbul.

Bursalı, O. B. (2009) Marka Değerinin Hesaplanmasında Gelir Temelli Yaklaşımlara Bir Alternatif: Hiroshi Yöntemi ve İMKB Tekstil Sektörü Uygulaması. **Aksaray Üniversitesi İİBF Dergisi**. Cilt: 1. Sayı: 1. Ocak 2009. sa. 29-40.

Bursalı, O. B. (2007) **Marka Değerinin Tespiti Ve Denizli Tekstil Sektörü Üzerinde Uygulanması** (T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı) Ankara.

Çelik, A. E. (2006) Marka Değerleme. **Muhasebe ve Finansman Dergisi**. S 31. Y 2006. sa. 195-208.

Chambers, N. (2009) **Firma Değerlemesi.** İstanbul: Avcıol Basım Yayın. 2. B.

Cingöz, A. (2014) **İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Firma Değerleme ve Enerji Sektöründe Bir Uygulama.** (Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi). Konya.

Crimmins, J. C. (1992). **Better Measurement and Management of Brand Value. Journal of Advertising Research** , 16-17

Çifçi , S. (2006) **Marka Ve Marka Sadakati Üniversite Öğrencilerinin Kot Pantolon Marka Tercihleri Ve Marka Sadakatleri İle İlgili Bir Araştırma** (T.C.Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi) Bolu.

Dağ, K. (2020) **Marka Özgünlüğünün Marka İmajı Ve Marka Tercihindeki İlişkisinde Marka Güveninin Aracılık Rolü** (T.C. Hasan Kalyoncu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı İşletme Doktora Programı Doktora Tezi) Gaziantep.

Demir, R**.** (2016) **Finansal Tablo Verilerine Dayalı Marka Değeri Tespiti Ve Bist Metal Eşya, Makine Ve Gereç Yapım Sektöründe Uygulama**. (T.C. Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi) Ankara.

Durusoy, R. Y. (2005) **Marka Değerlemesi**, Vergi Dünyası Dergisi, Sayı No:290, Ekim 2005,

Ede, S. (2016) **Şirket Değerleme Yöntemlerinin İncelenmesi Ve Uygulama** (T.C. Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı İşletme Yönetimi Tezli Yüksek Lisans) İstanbul.

Eldeniz, G. (2009) **Ses ve Koku Markaları**. (Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Ankara.

Erdem, Ü. (2015) **TFRS Uygulayan İşletmelerde Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama.** (İstanbul Tİcaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi). İstanbul.

Filiz, S. (2010) **Otel İşletmelerinde Marka Değerlemesi, Antalya Örneği**. (İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi). İstanbul 2010.

Fırat, D. ve Badem, A. C. (2008) Marka Değerleme Yöntemleri ve Marka Değerinin Mali Tablolara Yansıtılması. **Muhasebe ve Finansman Dergisi.** S 38. Nisan 2008. sa. 201-219.

Gerçek, A. C. (2019) **Finansal Performans Ve Marka Değeri İlişkisi Türk Hava Yolları A.O. Ve Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş. Örneği** (T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı İşletme Programı Yüksek Lisans Tezi) İzmir.

Gödren, F. (2010) **Marka Değerleme Yöntemleri Ve Ahp Yöntemi İle Uygun Modellerin Saptanması.** (T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonometri Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi) İstanbul.

Güler, H. (2010) **Şirket Değerleme Yöntemleri ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi**. (Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi). İstanbul.

Güven, A. S. (2019) **Türk Hukukunda Marka Değerleme.** (İstanbul Medipol Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi). İstanbul.

Haliloğlu, E. (2008) **Marka Kavramı Ve Küresel Markalar Yaratmada Turqualıty'nın Önemi Üzerine Bir Araştırma**. Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Has, A. F. (2017) **Türkiye'de Halka Arzlarda Kullanılan Değerleme Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi** (T.C. Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Yönetimi Ana Bilim Dalı Finans Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi) İstanbul.

http://nek.istanbul.edu.tr:4444/ekos/GAZETE/index.php , İstanbul üniversitesi gazeteden tarihe bakış projesi, (Erişim Tarihi : 10.05.2021)

Kandil Göker, İ. E. (2014) **Finansal Açıdan Marka Değerleme Ve Marka Değerinin Hissedar Değeri Üzerine Etkisi: BİST'te İşlem Gören Firmalar Üzerine Bir Araştırma** (T.C. Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Doktora Tezi) Kırıkkale.

Karahan, S. (2002) **Marka Hukukunda Hükümsüzlük Davaları.** Konya: Mimoza Basım Yayım Dağıtım.

Karakoca, A. (2011) **Farklı Değerleme Yöntemleri İle Firma Değerlemesi ve İMKB Otomotiv Sektöründe Bir Uygulama.** (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi). İstanbul.

Karakurt, Y. (2007) **Marka Tescilinden Doğan Hakların Tüketilmesi İlkesi ve İstisnaları.** (Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Yüksek Lisans Tezi). Ankara.

Karaman, G. (2020) **Marka Aşıklarının Tüketici-Marka İlişkisi Bağlamında Sevdikleri Markalar Konusundaki Algılamaları: Marka Özdeşleşmesi Çerçevesinden Nitel Bir Araştırma.** (T.C. Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Halkla İlişkiler ve Tanıtım Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi.) İzmir.

Kasapoğlu, M. (2009) **Markanın Haczi ve Markanın Değerlemesi.** (Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi). İstanbul.

Keskin, O. (2018) **Marka Değerinin Finansal Modellerle Ölçülmesi Ve Ölçülen Marka Değerinin Tms 38 Maddi Olmayan Duran Varlıklar Standardına Göre Muhasebeleştirilmesi** (T.C. Yozgat Bozok Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi) Yozgat.

Kırlı, M. (2005) Şirket Değerlemede İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Bir Girdisi Olarak Devam Eden Değerin Belirlenmesi. **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**. C 12. S 2. Manisa 2005.

Kuzay, E. (2012) **Marka Değerinin Bileşenleri Ve Finansal**

Raporlama Tablosunda Gösterilmesi. (T.C. Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Yönetimi Ana Bilim Dalı İşletme Yönetimi Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi) Ankara.

Küçükaraba, M. (2012) **Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması.** (Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi). İstanbul.

https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/4.5.556.pdf , Markaların Korunması Hakkında KHK, (Erişim Tarihi: 20.12.2020)

https://www.ideasoft.com.tr/akilda-kalici-bir-marka-slogani/ , Markalar ve sloganları, (Erişim Tarihi : 19.04.2021)

Masun, M. (2017) Altan. Firma Değerlemesi Yaklaşımları ve Otelcilik İşletmesi Örneği. **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**. C 39. S 1. İstanbul 2017. sa. 213-222.

Mert Döner, Ş. (2019) **Marka Kişiliği İle Marka Kimliği İlişkisi, Marka Kimliğinin Marka Sadakati Ve Satın Alma Niyeti Üzerindeki Etkisi: Bir Vakıf Üniversitesi Öğrencileri Üzerinde Araştırma** (T.C. Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı İşletme Yönetimi Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi.) İstanbul.

Mucuk, İ. (1999) **Pazarlama İlkeleri**. İstanbul: Türkmen Kitapevi.

Oğuz, S. (2017) **Makroekonomik Faktörlerin Firma Değeri Tespitine Etkisi: BİST'te Bir Uygulama**. (Kastamonu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi). Kastamonu.

Orman, M. İ. (2016) **Halka Açılma Sürecinin Firma Değerlemeleri ve Değerleme Sürecine İlişkin Karşılaştırmalı Bir Araştırma.** (Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi). Karaman.

Özbey, E. (2012) **Hedef Pazar Seçimi Ve Marka Konumlandırma: Organik Çay Pazarında Marka Konumlandırma Üzerine Bir Uygulama** (Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Pazarlama Programı Yüksek Lisans Tezi) Trabzon.

Özdemir, Ş. ve Öncül, M. S. (2016) Marka Değerleme. **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi.** C 17. S 2. 2016. sa. 205-224.

Özgüven, N. ve Karataş, E. (2010) **Genç Tüketicilerin Marka Kişiliği Algılamalarının Cinsiyete Göre Değerlendirilmesi: McDonald's ve BurgerKing.** (Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi.) 1 (11). s. 139-163.

Özkara, H. (2018) **İnternet Odaklı Teknoloji Firmalarının Değerlemesinde Schwartz ve Moon Yöntemi'nin Kullanımı.** (İstanbul Kültür Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi) İstanbul.

Öztürk, H.. (2009) **Şirket Değerlemesinin Esasları Teorik ve Pratik Yaklaşımlar**. Türkmen Kitabevi. İstanbul.

Palta, G. (2017) **Marka Değerinin Belirlenmesi Ve Ölçülmesi Üzerine Finansal Bir Yaklaşım: Ampirik Bir Çalışma.** (T.C. Gaziantep Üniversitesi Sosyal

Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı) Gaziantep.

Ries, A. ve Ries, L. (2006) **Marka Yaratmanın 22 Kuralı**. İstanbul: Mediacat Yayınları

Sağlam, M. (2020) **Öğrenen Örgüt Anlayışının Ve Entelektüel Sermayenin, Örgütsel Ustalık Ve Örgütlerin Girişimcilik Yönelimi Üzerindeki Etkisi: Hizmet Ve Üretim Sektörü Yönetici Algılarının Karşılaştırmalı Analizi** (T.C. İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı İşletme Doktora Programı) İstanbul.

Sağmanlı, M. (1996) **Şirket Değerleme Ve Bir Uygulama Örneği**. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayını No: 6. İstanbul.

https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20170201/0 **,** Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkındaki Tebliğ, Seri:VIII, No:45, (Erişim Tarihi: 05.01.2021)

Sevinç, A. (2008) **Firma Değerini Etkileyen Unsurlar ve Nakit Akışı Metoduna İlişkin Bir Uygulama**. (Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi). İstanbul.

Simon, C. & Sullivan, M. (1993). **The Measurement and Determinants of Brand Equity**: A Financial Approach. Marketing Science

https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6769.pdf , Sinai Mülkiyet Kanunu, (Erişim Tarihi : 17.11.2020)

Sönmez, A. T. (2015) **Tüketicilerin Yaş Kuşaklarına Göre Marka Aşkı, Marka Faydası, Marka Kişiliği Ve Marka Sadakati Hakkındaki Değerlendirmeleri** (T.C. Bozok Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi.) Yozgat.

http://spssistatistik.net/spss-korelasyon-analizi/ , SPSS Korelasyon Analizi , (Erişim Tarihi : 02.05.2020)

Şahin, E. (2019) **Marka Bilinirliği Ve Algılanan Kalite Unsurlarının Marka Tercihi Ve Ağızdan Ağıza Pazarlama Eğilimine Etkisi** (T.C. Kütahya Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi) Kütahya.

Şahin, M. (2017) **Şirket Değerleme Yaklaşımları ve Borsa İstanbul'da İletişim Endeksinde Bir Uygulama.** (Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

https://www.degerlemesirket.com , Şirket değerlemesi yöntemleri , (Erişim Tarihi : 09.01.2021)

Tayşi, C. (2013) **Marka Değerleme Yöntemleri ve Marka Değerinin Firma Değeri İçerisindeki Yeri.** (Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi) Ankara.

Tekinalp, Ü. (2004) **Fikri Mülkiyet Hukuku**. 3. Bası. İstanbul: Arıkan Yayınevi.

https://tim.org.tr/tr/raporlar-ilk-1000-ihracatci-arastirmasi-dosyalar-2019 , TİM İlk 1000 İhracatçı firma araştırması, (Erişim Tarihi : 16.09.2020)

Tosun, N. B. (2014) **Marka Yönetimi.** İstanbul: Beta Yayınları.

https://www.turkpatent.gov.tr/TURKPATENT/commonContent/MAbout , Türk Patent ve Marka Kurumu, Marka Nedir?, (Erişim Tarihi : 12.10.2020)

Tüysüz, M. (2018) **Elektronik Ticarette Marka Konumlandırma** (T.C. Bahçeşehir Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi.) İstanbul.

Uzun, İ. (2020) **Marka Değerinin Muhasebeleştirilmesi ve Raporlanması.** (Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi). Balıkesir.

Ünal, M. (2005) 556 Sayılı KHK'ye Göre Marka Olarak Tescil Edilebilecek İşaretler. **Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**. C 13, S 2, Y 2005, sa. 23-48.

Yazıcı, K. (1997) **Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri.** Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı Yayın No:2478.

Yıldız, O. (2015) **Marka İmajı Yaratma ve Marka Yerleştirme Stratejileri.** (Türk Patent Enstitüsü Uzmanlık Tezi). Ankara.

Yılmaz, B. B. ve Güzel, T. (2012) Marka Değerleme ve Önemi: Telif Ücretinden Arındırma Yöntemiyle Bir İnceleme. **Muhasebe ve Finansman Dergisi.** Nisan 2012. sa. 141-156. Yüksek Lisans Tezi). Aydın.

Yılmaz, M. (2020) **İşletmelerin Marka Değeri İle Finansal Performansları Arasındaki İlişkinin Belirlenmesi.** (Karabük Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi). Karabük.