BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME DOKTORA PROGRAMI

MARKA DEĞERİNİN HİSSEDAR DEĞERİNE ETKİSİNİN BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLER ÜZERİNDE ÖLÇÜMLENMESİ

HAZIRLAYAN

ELİF EBRU ERCE ÖZBİLEN

DOKTORA TEZİ

TEZ DANIŞMANI

PROF. DR. GÜRAY KÜÇÜKKOCAOĞLU

ANKARA - 2023

BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS / DOKTORA TEZ ÇALIŞMASI ORİJİNALLİK RAPORU

Tarih: 18/01/2023

Öğrencinin Adı, Soyadı:Elif Ebru Erce Özbilen

Öğrencinin Numarası:21820013

Anabilim Dalı: İşletme Anabilim Dalı

Programı: İşletme Doktora Programı

Danışmanın Unvanı/Adı, Soyadı: Prof. Dr. Güray Küçükkocaoğlu

Tez Başlığı: Marka Değerinin Hissedar Değerine Etkisinin Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketler Üzerinde Ölçümlenmesi

Yukarıda başlığı belirtilen Yüksek Lisans/Doktora tez çalışmamın; Giriş, Ana Bölümler ve Sonuç Bölümünden oluşan, toplam 188 sayfalık kısmına ilişkin, 27/12/2022 tarihinde şahsım/tez danışmanım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % 16'dır. Uygulanan filtrelemeler:

1. Kaynakça hariç

2. Alıntılar hariç

3. Beş (5) kelimeden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

"Başkent Üniversitesi Enstitüleri Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Usul ve Esaslarını" inceledim ve bu uygulama esaslarında belirtilen azami benzerlik oranlarına tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Öğrenci İmzası:…….

ONAY

Tarih: 18/01/2023

Öğrenci Danışmanı Unvan, Ad, Soyad, İmza:

Prof. Dr. Güray Küçükkocaoğlu

……

TEŞEKKÜR

Bu çalışmanın her aşamasında engin bilgisi ve tecrübesi ile sağladığı katkı, destek, sabır ve yönlendirmeleri için danışmanım Prof. Dr. Güray Küçükkocaoğlu'na; bu zorlu süreçte her anlamda bana destek olan sevgili eşim Özgür Özbilen ve sevgili oğlum Ege Özbilen başta olmak üzere tüm aileme ve dostlarıma; katılımları ve önemli katkıları için değerli jüri üyesi hocalarıma ve doktora eğitimim süresince önemli kazanımlar elde etmemde payı olan tüm değerli hocalarıma sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

ÖZET

Elif Ebru ERCE ÖZBİLEN, Marka Değerinin Hissedar Değerine Etkisinin Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketler Üzerinde Ölçümlenmesi, Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Doktora Programı, 2023

Hissedar değeri kavramı, değer yaratmayı hissedar perspektifinden ele alan bir bakış açısına dayanmaktadır. Marka değeri ise pazarlama çabası tarafından yaratılan maddi olmayan bir varlıktır. Pazarlama yöneticileri, markalaşmanın değerini net finansal terimlerle kanıtlama konusunda zorlanmaktadırlar. Çünkü her şeyden önce, maddi olmayan varlıklar çoğu zaman iş büyümesi ve hissedar değeri oluşturmaktan sorumlu olarak görülse de şirket bilançolarında yer almazlar. Ayrıca genel anlamda pazarlamanın alanı müşteri değerinin yaratılması ile ilgili görülürken, hissedar değeri alanı finansa aittir. Bununla birlikte, pazarlama için üst yönetim açısından nihai performans ölçütü, finans düşünce okulu ile uyumludur. Markanın hissedar değerini artırmadaki rolünün somut verilerle desteklenmesi hem genel anlamda yönetimin hem de pazarlama ve finans alanlarından sorumlu yönetici ve çalışanların marka değerine ve bu değeri artırmaya yönelik faaliyetlerine (plan, bütçe, strateji, çaba vs.) yön vermesi açısından önem taşımaktadır. Bu nedenle çalışmada, marka değerinin hissedar değerine etkisinin hem pazarlama hem de finans bakış açılarını birleştiren bir bakış açısıyla ortaya konulması amaçlanmıştır. Bu etkinin ölçümlenmesine yönelik olarak Carhart'ın Dört Faktörlü Modeli baz alınmakla beraber, Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli ve Fama-French Üç Faktörlü Model de çalışmaya dahil edilerek, getiri ve risklere ilişkin karşılaştırmalı bir analiz sunulması hedeflenmiştir. Bu doğrultuda, 2010-2020 yılları arasında Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören şirketler, "Marka değeri yüksek şirketler portföyü" ile "Diğer şirketler portföyü" olmak üzere iki ayrı kategoride incelenerek, getirileri ve riskleri yönünden birbirleriyle karşılaştırılmıştır. Araştırma kapsamında dikkate alınan marka değeri verileri Brand Finance tarafından her sene açıklanan "Türkiye'nin En Değerli 100 Markası" listesinde yer alan markaları içermektedir. Çalışmanın sonuçları finans teorisi açısından yüksek getiri ve yüksek risk bağlantısını desteklerken, pazarlama literatüründe marka değeri-hissedar değeri ilişkisine yönelik olarak öne çıkan "değerli markaların daha yüksek getiriye ve daha az riske sahip olduğu" yönündeki görüşlere ise farklı bir bakış açısı getirmiştir. Araştırma sonuçları değerlendirildiğinde, Türkiye piyasası bağlamında değerli markaların yüksek getiri ile hissedar değerine katkı sağladığı ancak bunu daha az riskle yapmadığı, yüksek bir riskin karşılığı olarak yaptığı yönünde kanıtlar elde edilmiştir. Ayrıca, araştırma bulguları Carhart'ın Dört Faktörlü Modeli'nde yer alan dört risk faktörü açısından da anlamlı sonuçlar vermiş ve bu anlamda benzer çalışmalardan ayrışmıştır.

Anahtar kelimeler: Hissedar değeri, Marka değeri, Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli, Fama-French Üç Faktörlü Model, Carhart Dört Faktörlü Model

ABSTRACT

Elif Ebru ERCE ÖZBİLEN, Measuring the Effect of Brand Equity on Shareholder Value on Companies Traded in Borsa Istanbul, Baskent University, Social Sciences Institute, Business Administration Doctorate Program, 2023

The concept of shareholder value is based on a perspective that considers value creation from a shareholder perspective. Brand equity, on the other hand, is an intangible asset created by the marketing effort. Marketing managers have a hard time proving the value of branding in clear financial terms. Because first of all, although intangible assets are often seen as responsible for business growth and creating shareholder value, they do not appear on company balance sheets. Moreover in general the field of marketing is seen as related to the creation of customer value, while the field of shareholder value belongs to finance. However, the ultimate performance measure for marketing from a top management perspective is in line with the finance school of thought. Supporting the role of the brand in increasing shareholder value with concrete data is important in terms of directing both the management in general and the managers and employees responsible for marketing and finance to the brand equity and the activities (plan, budget, strategy, effort, etc.) to increase this value. Therefore, in this study, it is aimed to reveal the effect of brand equity on shareholder value from a perspective that combines both marketing and finance perspectives. In order to measure this effect, Carhart's Four-Factor Model is taken as a basis, while the Capital Asset Pricing Model and the Fama-French Three-Factor Model are included in the study and it is aimed to present a comparative analysis of returns and risks. In this respect, for the years of 2010-2020, companies traded in Borsa Istanbul (BIST) were analyzed in two separate categories, "Portfolio of companies with high brand value" and "Portfolio of other companies", and compared with each other in terms of returns and risks. The brand equity data taken into consideration within the scope of the research includes the brands included in the list of "Turkey's 100 Most Valuable Brands" announced every year by Brand Finance. While the results of the study support the connection of high return and high risk in terms of finance theory, it has brought a different perspective to the views that "valuable brands have higher returns and less risk", which stand out in the marketing literature regarding the brand value-shareholder value relationship. When the results of the research are evaluated, evidence has been obtained that valuable brands contribute to shareholder value with high returns in the context of the Turkish market, but they do not do this with less risk, but in return for a high risk. In addition, the research findings gave significant results in terms of the four risk factors in Carhart's Four-Factor Model and differed from similar studies in this sense.

Keywords: Shareholder value, Brand equity, Capital Asset Pricing Model, Fama-French Three Factor Model, Carhart Four Factor Model

İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR ..... **i**

ÖZET ..... **ii**

ABSTRACT ..... **iii**

TABLOLAR LİSTESİ ..... **x**

ŞEKİLLER LİSTESİ ..... **xi**

SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ ..... **xii**

GİRİŞ **1**

1. MARKA **9**

1.1. Marka Kavramı **9**

1.2. Markanın Tarihsel Gelişimi **13**

1.3. Markayı oluşturan unsurlar **16**

1.4. Markanın Önemi **19**

1.4.1. Markanın tüketiciler açısından önemi **19**

1.4.2. Markanın şirketler açısından önemi **21**

1.5. Marka Karar ve Stratejileri **22**

1.5.1. Marka konumlandırma **24**

1.5.1.1. Marka kimliği **25**

1.5.1.2. Marka kişiliği **26**

1.5.1.3. Marka iletişimi **27**

1.5.1.4. Marka farkındalığı **28**

1.5.1.5. Marka imajı **28**

1.5.1.6. Marka belirginliği **29**

1.5.2. Marka ismi seçimi **29**

1.5.3. Marka sponsorluğu 30

1.5.3.1.Üreticinin markası 31

1.5.3.2. Özel marka 31

1.5.3.3. Lisanslı marka 31

1.5.3.4. Ortak marka 32

1.5.4. Marka geliştirme 32

1.5.4.1. Marka genişletmesi 33

1.5.4.2. Hat genişletmesi 33

1.5.4.3. Çoklu marka 34

1.5.4.4. Yeni marka geliştirme 34

2. MARKA DEĞERİ VE MARKA DEĞERLEMESİ YAKLAŞIMLARI 35

2.1. Marka Değeri Kavramı 35

2.2. Marka Değerinin Tüketiciler ve Firmalar Açısından Önemi 37

2.3. Marka Değerlemesi Yaklaşımları 39

2.3.1. Finansal temelli marka değeri 42

2.3.1.1. Maliyet tabanlı yöntemler 44

2.3.1.1.1. Tarihsel maliyetlere dayalı yöntem 44

2.3.1.1.2. İkame maliyetine dayalı yöntem 45

2.3.1.2. Piyasa tabanlı yöntemler 45

2.3.1.2.1. Piyasa değeri odaklı marka değerlemesi 45

2.3.1.2.2. Sermaye piyasası tabanlı yöntem 46

2.3.1.3. Gelir tabanlı yöntemler 46

2.3.1.3.1. Fiyat primi odaklı marka değerlemesi 46

2.3.1.3.2. Telif ücretinden arındırma yöntemi 47

2.3.1.3.3. Kazanç kapasitesi odaklı yöntem – Kern modeli 48

2.3.1.3.4. Birleşik ölçümle marka değerlemesi 49

2.3.1.3.5. Hedonik fiyat fonksiyonu ile marka değerlemesi..... 49

2.3.1.3.6. Crimmins metodu 50

2.3.1.3.7. Hiroşe modeli..... 51

2.3.2.Tüketici temelli marka değeri 52

2.3.2.1. Aaker'in marka değeri yaklaşımı (1991, 1996a, 1996b)..... 54

2.3.2.2. Keller'ın marka değeri yaklaşımı (1993, 2003)..... 58

2.3.2.3. Kapferer'in marka değeri yaklaşımı (1994)..... 60

2.3.2.4. Kamakura ve Russell'ın marka değeri ölçeği (1993) 62

2.3.2.5. Yoo ve Donthu'nun çok boyutlu marka değeri ölçeği (2001) 63

2.3.2.6. Young & Rubicam'ın marka varlık değerleyicisi..... 64

2.3.2.7. McKinsey marka değerleme modeli 65

2.3.3. Birleşik marka değerlemesi yaklaşımları..... 65

2.3.3.1. Sattler marka değeri yaklaşımı 66

2.3.3.2. Bekmeier-Feuerhahn'ın pazar odaklı marka değerleme modeli 67

2.3.3.3. Semion marka değeri yaklaşımı..... 68

2.3.3.4. Interbrand marka değerleme modeli..... 68

2.3.3.5. Brand Finance marka değerleme modeli 71

2.3.3.6. A.C. Nielsen marka bilançosu ve A.C. Nielsen marka performans değerleyicisi 73

2.3.3.7. BBDO marka değeri değerlendirme sistemi 74

2.3.3.8. Millward Brown'ın brandz marka değerleme yöntemi 75

3. HİSSEDAR DEĞERİ VE HİSSEDAR DEĞERİ ÖLÇME YÖNTEMLERİ..... 76

3.1. Hissedar Değeri Kavramı..... 76

3.2. Hissedar Değeri Ölçme Yöntemleri..... 82

3.2.1. Muhasebe temelli ölçümler..... 83

3.2.1.1. Yatırım getirisi (ROI -Return on investment) 84

3.2.1.2. Özkaynak getirisi (ROE- Return on equity) 84

3.2.1.3. Aktif karlılık (ROA-Return on assets)..... 84

3.2.1.4. Hisse başına kazanç (EPS- Earnings per share) 85

3.2.1.5. Hisse başına temettü ve temettü getirisi (Dividend per share and dividend yield)..... 85

3.2.2. Finansal piyasa fiyatına dayalı ölçümler..... 86

3.2.2.1. Piyasa/ defter Oranı (M/B-Market to book ratio) 86

3.2.2.2. Elde tutma dönemi getirisi (HPR- Holding period return) 86

3.2.2.3. Fiyat/kazanç oranı (P/E -Price / earnings ratio) 87

3.2.2.4. Tobin's q oranı (TBQ ratio) 87

3.2.3. Değer temelli ölçümler (Value based measures)..... 88

3.2.3.1. Hissedar katma değeri (SVA- Shareholder value added) 89

3.2.3.2. Ekonomik katma değer (EVA-Economic value added) 90

3.2.3.3. Piyasa katma değeri (MVA-Market value added)..... 91

3.2.3.4. Nakit katma değer (CVA- Cash value added) 92

3.2.3.5. Yatırımın nakit akışı getirisi (CFROI- Cash flow return on investment) 94

3.3. Marka Değerinin Hissedar Değerine Etkisinin Ölçümlenmesine Yönelik Yöntemler.....95

3.3.1. Varlık fiyatlaması modellerine dayalı ölçümler 97

3.3.1.1. Varlık fiyatlama modelleri..... 100

3.3.1.1.1. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli 101

3.3.1.1.2. Fama-French Üç Faktörlü Model..... 111

3.3.1.1.3. Carhart Dört Faktörlü Model..... 118

3.3.2.Olay çalışması yöntemi 125

3.3.3. Diğer yöntemler 126

4. MARKA DEĞERİ VE HİSSEDAR DEĞERİ İLİŞKİSİ 129

4.1. Marka Değeri ve Hissedar Değeri İlişkisinin Kavramsal Çerçevesi 129

4.2. Marka Değeri ve Hissedar Değeri İlişkisine Yönelik Literatürdeki Araştırmalar 136

4.2.1. Varlık fiyatlama yöntemlerine dayalı araştırmalar 136

4.2.2. Olay çalışması yöntemine dayalı araştırmalar 138

4.2.3. Diğer yöntemlere dayalı araştırmalar 140

5. MARKA DEĞERİNİN HİSSEDAR DEĞERİNE ETKİSİNİN BORSA İSTANBUL'DAİŞLEM GÖREN ŞİRKETLER ÜZERİNDE ÖLÇÜMLENMESİ .. 147

5.1. Araştırmanın Modeli ve Hipotezleri 147

5.2. Evren ve Örneklem 147

5.3. Yöntem ve Ölçümleme 148

5.3.1. Araştırma adımları 151

5.4. Veri Seti 151

5.5. Portföylerin Oluşturulması 152

5.6. Değişkenlerin Hesaplanması 154

5.7. Verilerin Analizi 157

5.8. Araştırma Bulguları 158

5.8.1. Tanımlayıcı istatistikler 159

5.8.2. Verilerin dağılımı 161

5.8.3. Korelasyon tablosu 162

5.8.4. Model 1 (SVFM) regresyon sonuçları 164

5.8.5. Model 2 (FF3FM) regresyon sonuçları 168

5.8.6. Model 3 (Carhart4FM) regresyon sonuçları 171

5.8.7. Regresyon sonuçları özet 175

5.9. Araştırma Bulgularının Diğer Çalışmaların Sonuçlarıyla Kıyaslanması 179

6. SONUÇ VE ÖNERİLER 183

KAYNAKLAR 189

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa

Tablo 1.1. Marka Tanımları 10
Tablo 1.2. Antik ve Modern Dönemlerde Marka Özellikleri 15
Tablo 2.1. Aaker'in Tüketici Temelli Marka Değeri On Ölçü Modeli 57
Tablo 5.1. Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü 153
Tablo 5.2. Diğer Şirketler Portföyü 154
Tablo 5.3. Portföy Şirket Sayıları 154
Tablo 5.4. Frekans Tablosu (Bankalar Hariç) 163
Tablo 5.5. Frekans Tablosu (Bankalar Dahil) 164
Tablo 5.6. K-S Test (Bankalar Hariç) 161
Tablo 5.7. K-S Test (Bankalar Dahil) 161
Tablo 5.8. Korelasyon Tablosu (Bankalar Hariç) 162
Tablo 5.9. Korelasyon Tablosu (Bankalar Dahil) 163
Tablo 5.10. SVFM Regresyon Sonuçları/Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç) 165
Tablo 5.11. SVFM Regresyon Sonuçları / Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç) 165
Tablo 5.12. SVFM Regresyon Sonuçları/Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil) 166
Tablo 5.13. SVFM Regresyon Sonuçları/ Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil) 167
Tablo 5.14. FF3FM Regresyon Sonuçları/ Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç) 168
Tablo 5.15. FF3FM Regresyon Sonuçları/ Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç) 169
Tablo 5.16. FF3FM Regresyon Sonuçları/ Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil) 170
Tablo 5.17. FF3FM Regresyon Sonuçları/ Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil) 171
Tablo 5.18. Carhart4FM Regresyon Sonuçları/ Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç) 172
Tablo 5.19. Carhart4FM Regresyon Sonuçları/ Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç) 173
Tablo 5.20. Carhart4FM Regresyon Sonuçları/ Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil) 174
Tablo 5.21. Carhart4FM Regresyon Sonuçları/ Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil) 175
Tablo 5.22. Regresyon Varsayımlarına İlişkin Portföy Bazlı Özet Tablo 176
Tablo 5.23. Portföy Bazlı Regresyon Sonuçları Özet Tablo 178
Tablo 5.24. Diğer Çalışma Sonuçlarına İlişkin Özet Tablo 179

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1.1. Markalaşma Sürecinin Zaman İçinde Gösterimi 13
Şekil 1.2. Stratejik Marka Yönetim Süreci 22
Şekil 1.3. Başlıca Marka Strateji Kararları 23
Şekil 1.4. Marka Kimliği Prizması 26
Şekil 1.5. Marka Kişiliğinin Çerçevesi 27
Şekil 1.6. Zaman İçinde Marka Oluşturmanın İki Modeli 28
Şekil 1.7. Tauber'in Büyüme Matrisi 32
Şekil 1.8. Marka Geliştirme Stratejileri 33
Şekil 2.1. Marka Değerinin Kavramsal Çerçevesi 38
Şekil 2.2. Marka Değerleme Yöntemleri 40
Şekil 2.3. Aaker'in Marka Değeri Modeli 55
Şekil 2.4. Keller'ın Marka Değeri Piramidi 58
Şekil 2.5. Keller'ın Tüketici Temelli Marka Değeri Modeli 59
Şekil 2.6. Farkındalıktan Finansal Değere 61
Şekil 2.7. Marka Varlıklarından Marka Değerine 62
Şekil 2.8. Interbrand Marka Değerleme Modeli 69
Şekil 3.1. Hissedar Değeri Ağı 80
Şekil 3.2. Sermaye Pazar Doğrusu 104
Şekil 3.3. Sistematik ve Sistematik Olmayan Risk 106
Şekil 3.4. Finansal Varlık Pazar Doğrusu 107
Şekil 3.5. Yatırım Fırsatları 108
Şekil 4.1. Hissedar Değeri Yaklaşımının Pazarlamaya Katkıları: Pazarlama İçin Bir Fırsat Çerçevesi 131
Şekil 4.2. Piyasa Temelli Varlıkların Hissedar Değeri ile Bağlantısı 133
Şekil 4.3. Kavramsal Çerçeve: Markalaşmanın Firma Değerine Etkisi 135
Şekil 5.1. SVFM, FF3FM ve Carhart4FM 155
Şekil 5.2. Carhart Dört Faktörlü Model'in Uygulanmasına İlişkin Adımlar 155

SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ

BİST	Borsa İstanbul
Carhart4FM	Carhart Dört Faktörlü Model
CFROI	Yatırımın Nakit Akışı Getirisi
CML	Sermaye Pazar Doğrusu
CVA	Nakit Katma Değer
DD/PD	Defter Değeri / Piyasa Değeri
EPS	Hisse Başına Kazanç
EVA	Ekonomik Katma Değer
F/K	Fiyat/ Kazanç Oranı
FF3FM	Fama French Üç Faktörlü Model
FTMD	Finansal Temelli Marka Değeri
HML	Yüksek Eksi Düşük
HPR	Elde Tutma Dönemi Getirisi
MVA	Piyasa Katma Değeri
PD/DD	Piyasa Değeri/ Defter Değeri
ROA	Aktif Karlılık
ROE	Özkaynak Getirisi
ROI	Yatırım Getirisi
SMB	Küçük Eksi Büyük
SVFM	Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli
SML	Finansal Varlık Pazar Doğrusu
SVA	Hissedar Katma Değeri
TTMD	Tüketici Temelli Marka Değeri
WML	Kazanan Eksi Kaybeden

GİRİŞ

"Hissedar değeri" kavramı, değer yaratmayı hissedar veya yatırımcı perspektifinden ele alan bir bakış açısına dayanmaktadır. Bu yaklaşıma göre kuruluşlar sahiplerinin araçlarıdır ve bu nedenle onlar için değer sağlamalıdırlar. Bu kavramdaki değer, hisse fiyatı, temettüler ve ekonomik kar gibi ölçütlerle ölçülür. Bir yatırım sermaye maliyetinden daha büyük bir ekonomik getiri sağladığında değer yaratılır. Şirketlerin, hissedar değeri yaratmaları için stratejik kararlar alarak, bir rekabet avantajı geliştirmeleri gerekir. Marka değeri ise, pazarlama teorisi ve uygulamasında temel bir yapıdır. Marka değerinin, pazarlama çabası tarafından yaratılan maddi olmayan bir varlık olarak ele alınması önemlidir (Ambler, 1997). Marka değerinin firmalar için finansal faydalar yarattığı ve marka değerinin firma değeri için önemli bir unsur olduğu fikri ise Aaker'in (1991, 1996a) bu alandaki çalışmaları ile birlikte büyük ilgi görmüştür.

Hissedar Değeri kavramı ilk defa 1986 yılında Rappaport tarafından dile getirilmiştir. Rappaport'a (1986) göre bir şirketin ekonomik değeri, gelecekteki tüm serbest nakit akışlarının bugünkü değerine karşılık gelir. Bir şirketin veya bir iş biriminin toplam ekonomik değeri borç ve özsermayelerinin toplamıdır (Rappaport, 2001). Şirketin bu değeri *kurumsal değer* olarak bilinirken, özsermaye kısmının değerine ise *hissedar değeri* adı verilir (Rappaport, 2001). Bir başka deyişle, hissedar değeri, uygun bir beklenen getiri kullanılarak iskonto edilen gelecekteki beklenen nakit akışlarının toplamı olup, sermaye getirisi sermaye maliyetini aştığında oluşur (Morin ve Jarrell, 2001). Hissedar değeri üç temel değişkene, risk, kar ve yatırılan sermaye miktarına bağlı olarak belirlenmektedir (Brigham ve Houston, 2004). Bir yatırım, sermaye maliyetinden daha büyük bir ekonomik getiri sağladığında değer yaratır. Finansal performansın değerlendirilmesinde, Modigliani ve Miller'ın (1958) işletmenin değer kaynağı olarak nakit akışlarını ele almaları bir başlangıç oluşturmuştur. Ayrıca, Markowitz'in (1952, 1959) geliştirdiği Modern Portföy Kuramı ve sonrasında Sharpe ve Lintner tarafından geliştirilen Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (Sharpe, 1964; Lintner, 1965) ile birlikte hissedar değeri kavramı tartışılmaya başlanmıştır. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM), hissedar değerini yatırımcılar tarafından finansal varlıklara ilişkin hem gerçekleşen hem de beklenen getirilerini belirli bir hisseye sahip olmanın getirdiği riskle ilişkilendirmiştir. Sonrasında "asil-vekil kuramı" kapsamındaki tartışmalar ile birlikte yeni performans ve yönetim tekniklerinin gereği ortaya

çıkmıştır. Anlayıştaki bu değişim ile birlikte işletmelerin nihai amacının karın maksimizasyonu yerine, işletme değerinin/hissedar servetinin maksimizasyonu olduğunu öne süren "Değer Temelli Yönetim" anlayışının temelleri atılmıştır. "Değer" kavramı ile işletmenin "piyasa değeri" anlatılmak istenmektedir. Piyasa değeri ise, bir işletmenin yaşamı süresince sağlayacağı öngörülen nakit akışlarına bağlı olarak belirlenmektedir. Hissedar değerini ölçmeye yönelik yöntemler literatürde "muhasebeye dayalı geleneksel ölçümler", "finansal piyasa fiyatına dayalı ölçümler" ve "değer temelli ölçümler" olmak üzere üç kategoride ele alınmıştır.

Tüketiciler çoğu zaman ürün ve marka kavramlarını birbirinin yerine kullansa da bu iki kavram birbirinden farklıdır. Marka, "Bir satıcının veya satıcı grubunun ürünlerini veya hizmetlerini tanımlayan ve onları rakiplerinden farklılaştıran bir isim, terim, işaret, sembol, tasarım veya bunların bir kombinasyonudur" (Kotler ve Armstrong, 2012: 231). "Ürün, işlevsel bir fayda sunan bir şeydir" (Farquhar, 1989: 24). Bir başka deyişle ürün, tüketicilerin ihtiyaç ve isteklerini karşılamak amacıyla tüketiciye sunulan çözümdür (Örneğin; şampuan, trafik sigortası poliçesi veya araba). Marka ise "Bir ürünün değerini işlevsel değerinin ötesinde artıran bir isim, sembol, tasarım veya işarettir" (Farquhar, 1989: 25). "Marka değeri", pazarlama literatüründe müşteriler ve markalar arasındaki ilişkiyi tanımlama girişiminin bir sonucu olarak ortaya çıkan bir terimdir (Wood, 2000). Marka değeri, "Bir ürün veya hizmetin bir firmaya ve/veya o firmanın müşterilerine sağladığı değere eklenen veya bundan çıkarılan, bir marka adı ve sembolü ile bağlantılı bir dizi varlık ve yükümlülükler" olarak tanımlanabilir (Aaker, 1996: 7). Marka değerini ifade eden "brand equity" ve "brand value" kavramları ise birbiriyle ilişkili fakat aynı zamanda birbirinden farklı kavramlardır. "Brand value" kavramı genellikle finansal muhasebeciler tarafından benimsenen bir terim iken, pazarlamacılar "brand equity" terimini, marka tanımı veya marka gücü anlamında kullanırlar (Wood, 2000). Bir başka deyişle, "brand value" markanın işletme yönetimi ve hissedarları için ifade ettiği bir değer iken, "brand equity" müşteriler için ifade ettiği değerdir. Çalışmamızda "marka değeri" kavramı "brand equity" anlamında kullanılmıştır. Marka değerinin belirlenmesine yönelik olarak, marka değerlemesi modelleri literatürde finansal modeller, tüketici bazlı modeller ve karma modeller olmak üzere üç ayrı kategoride incelenmektedir.

Günümüzde birçok küresel şirketin maddi olmayan duran varlıklarının değerinin maddi varlıklarından çok daha yüksek olması, markalar gibi piyasa temelli varlıkların şirketler için stratejik öneminin altını çizmektedir. Örneğin, Brand Finance'in (2021) Küresel

Maddi Olmayan Finansman İstihbarat Raporu'na (GIFT™) göre, Microsoft'un toplam maddi olmayan değeri 1.904 milyar ABD Doları ($), maddi net varlık değeri ise 133 milyar $'dır. Benzer şekilde, Apple'ın toplam maddi olmayan değeri 1.871 milyar $ iken, maddi net varlık değeri 152 milyar $'dır. Ayrıca, şirketlerde maddi olmayan duran varlıkların payı da hızla artmaktadır. Yine Brand Finance'in (2021) raporunda belirtildiği üzere, son 25 yılda küresel maddi olmayan duran varlıklar, hızlı bir artış göstererek %1145'e ulaşmış olup, bu büyüme oranı ile 2050 yılına kadar 1 katrilyon dolara ulaşması beklenmektedir.

Marka değeri, markanın ürüne sağladığı "katma değeri" ifade eder (Farquhar, 1989). Ancak temelde, pazarlama yöneticileri açısından markalaşmanın değerini net finansal terimlerle kanıtlamak problemlidir (Ambler, 2003). Maddi olmayan varlıklar, çoğu zaman iş büyümesi ve hissedar değeri oluşturmaktan sorumlu olarak görülürler (Lev, 2004; Keller, 2013; Katsikeas, Morgan, Leonidou ve Hult, 2016). Bununla birlikte, maddi olmayan varlıklar şirket bilançolarında yer almazlar. Marka da maddi olmayan bir varlık olduğundan, bilanço dışı bir kalemdir ve Keller'a göre değerinin altında bir varlık örneğidir (Keller, 2013). Ayrıca, finans ve pazarlama genellikle kuruluşlar içinde iki ayrı varlık olarak görülür ve pazarlama kararlarının bir şirketin değeri üzerindeki etkisine çok az dikkat edilmiştir (Kerin ve Sethuraman, 1998). Finans ve pazarlama arasındaki fonksiyonel ayrıma göre "Pazarlamanın alanı müşteri değeri yaratılması iken, hissedar değeri alanı finansa aittir" (Madden, Fehle ve Fournier, 2006: 3). Bununla birlikte, pazarlama performansının yönetim açısından nihai değerlendirmesi, finans bakış açısı ile uyumludur (Moorman ve Lehmann, 2004).

Pazarlama teorisyenlerine göre markalar gibi piyasa temelli varlıklar, firmaların hem getirilerini artırarak hem de bu getirilerle ilgili risklerini azaltarak, firmaların değerlerini artırmaya yönelik katkı sağlayabilirler (Fornell, Mithas, Morgenson ve Krishnan, 2006; Srivastava ve diğer., 1998). Bu yaklaşıma göre piyasaya dayalı varlıklar, nakit akışlarını artırarak, nakit akışlarının oynaklığını ve kırılganlığını azaltarak hissedar değerini artırırlar (Srivastava ve diğer, 1998). Bu bağlamda marka değerinin önemi giderek artan bir şekilde bilinmesine rağmen, marka değeri ile hissedar değeri ilişkisine yönelik daha fazla görgül kanıt elde etmek gerekmektedir (Madden ve diğer., 2006; Fehle, Fournier, Madden ve Shrider, 2008). Farklı yöntemler ile elde edilen önceki ampirik bulgular, getiriler ve riskler açısından bu iddiayı desteklese de geleceğe dönük bilgi verme kabiliyeti olan varlık fiyatlaması yöntemleri ile yapılan çalışmalar bu iddiayı yeterince desteklememektedir. Bu alandaki çalışmalar büyük oranda, ABD hisse senetleri piyasası bağlamında yürütülen

çalışmalardan oluşmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler nezdinde yapılan çalışma sayısı ise sınırlıdır (De Oliveira, Stefanan ve Lobler, 2018; Bank, Yazar ve Sivri, 2020). Türkiye özelinde yapılan çalışmalarda (Bayrakdaroğlu ve Mirgen, 2016; Başgöze, Yıldız ve Camgöz, 2016; Bank ve diğer., 2020) marka değeri ile hisse senedi getirileri ile pozitif yönlü bir ilişkinin bulunduğu yönünde birtakım bulgular elde edilse de, bu alandaki çalışmalar çok sınırlıdır. Dünya tüketimindeki potansiyelleri göz önünde bulundurulduğunda, gelişmekte olan piyasaların marka-pazarlama araştırmaları açısından önemi dikkate değerdir. McKinsey Global Institute (MGI), gelişmekte olan piyasalarda 2010'da 12 trilyon ABD Doları ($) olan yıllık tüketimin (dünya toplamının %32'si), 2025 yılına kadar 30 trilyon $'a yükseleceğini (dünya toplamının yaklaşık yarısı) tahmin etmektedir (Atsmon, Child, Dobbs ve Narasimhan, 2012).

Bu bağlamda markanın hissedar değerini artırmadaki rolünün somut verilerle desteklenmesi hem genel anlamda yönetimin hem de pazarlama ve finans alanlarından sorumlu kişilerin markaya değerine ve bu değeri artırmaya yönelik faaliyetlerine (plan, bütçe, strateji, çaba vs.) yön vermesi açısından önem taşımaktadır. Ayrıca, yöneticiler hissedar değeri kavramını benimserlerse, pazarlama değer temelli yönetimin merkezinde olabilir ve bu yaklaşıma göre pazarlamanın rolü hissedar değerini artırmaya katkıda bulunmak olarak belirlenir (Doyle, 2000). Bu yaklaşım doğrultusunda bu çalışmada, marka değerinin hissedar değerine etkisinin hem pazarlama hem de finans bakış açılarını birleştiren bir bakış açısıyla ortaya konulması amaçlanmıştır.

Marka değeri ve hissedar değeri ilişkisine yönelik çalışmalar genel anlamda "Varlık Fiyatlama Modelleri" (Asset Pricing Models), "Olay Çalışmaları" (Event Studies) ve "Diğer metodolojiler"le yapılan çalışmalar olmak üzere 3 kategoride sınıflandırılabilir (De Oliveira ve diğer., 2018). Srinivasan ve arkadaşlarına (2012) göre markalaşmanın firma üzerindeki etkisini değerlendirmeye yönelik en iyi ölçü, hisse senedi getirileri seviyeleri ve bu getirilerle ilişkili oynaklık tarafından belirlenen hissedar değeridir. Çünkü başarılı bir marka geliştirmek, önemli ölçüde çaba ve kaynak yatırımı gerektirir ve iyi yönetilen bir markanın değerindeki değişikliklerin firmanın temel ölçütlerine yansıması da hemen olmamaktadır. Bu nedenle, uzun vadeli marka değerinin geriye dönük muhasebe ölçütleriyle yakalanması daha az olasıdır. Marka aynı zamanda firma riski ile de ilişkilidir çünkü yöneticiler ve yatırımcılar doğal olarak riskten kaçınırlar ve daha az riskle getirilerini maksimize etmeye çalışırlar (Srinivasan, Hsu ve Fournier, 2012).

Pazarlama-değerleme sorununu ele almanın başlangıç noktası, finans literatüründe Fama ve French (1992; 1996) tarafından geliştirilen Fama-French Faktör Modeli'dir (Srinivasan ve Hanssens, 2009). Modelin kökeni Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne (Sharpe, 1964; Lintner, 1965) dayanmaktadır. "*Varlık fiyatlama yöntemleri"*nin temeli olan Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM), özsermaye maliyetinin ölçüsünü, yatırımcıların beklentisi temelinde ele almıştır. SVFM'ye göre bir menkul kıymetin beklenen getirisi risksiz faiz oranına, piyasa risk primine ve menkul kıymetin betasına bağlıdır. Modele göre, sistematik risk ile beklenen getiriler arasında doğrusal bir ilişki vardır. SVFM, piyasa betası tek başına varlıklardan beklenen fazla getiriyi açıklamadığı konusunda eleştirilere maruz kalmıştır. Fama ve French (1993), SVFM'ye yöneltilen eleştiriler doğrultusunda bu modeli genişleterek, şirketlerin piyasa değeri (büyüklüğü) ve defteri değeri-piyasa değeri rasyosunu da birer risk faktörü olarak modele dahil ederek, üç faktörlü bir model önermişlerdir. Fama-French'in Üç Faktörlü Modeli'nin, momentum faktörünü açıklayamadığı yönünde eleştirilerle karşı karşıya kalması neticesinde, Carhart (1997) bu eleştirilere cevaben modele dördüncü bir risk faktörü olarak momentum faktörünü ekleyerek, Fama-French Modeli'ni dört faktörlü bir modele genişletmiştir.

Marka-hissedar değeri ilişkisini belirlemeye yönelik kullanılan diğer bir yöntem, "*olay çalışması"*dır. Olay çalışmasının arkasındaki düşünce, piyasa etkinliği, tam bilgi ve yatırımcıların rasyonelliği temelinde, ilgili bir olayın etkisinin hisse senedi fiyatlarına hemen yansıtılması gerektiğidir (Fama, 1991). Bu yöntemle firmanın nakit akışlarını etkileyen bir olay hakkında yeni bir bilgi alındığında, olayın hisse senedi fiyatında anormal hareket yaratıp yaratmadığına bakılmaktadır. Ancak bu yöntem, muhtemelen yetersiz sayıda uygun gözlem nedeniyle uygulanması zor bir yöntemdir (Madden ve diğer., 2006).

Bu alanda kullanılan "*diğer yöntemler*" ise hissedar değerinin ölçümlenmesinde kullanılan çeşitli metodolojilerin (muhasebe temelli, finansal piyasa fiyatına dayalı ve değer temelli ölçümler) marka değerinin etkilerinin yorumlanması açısından uygulanmasını içermektedir. Piyasa-defter oranı, Tobin's q değeri ve hisse senedi tepki modelleri önde gelen "diğer yöntemler" arasında sayılabilir.

Bu alanda literatürde bugüne kadar yapılan çalışmaların görgül sonuçları büyük oranda, marka değerinin hissedar değeri üzerindeki olumlu etkisini destekler niteliktedir (Simon ve Sullivan, 1993; Aaker ve Jacobson, 1994; Kerin ve Sethuraman, 1998; Barth, Clement, Foster ve Kaszkik, 1998; Madden ve diğer., 2006; Fehle ve diğer., 2008; Billet,

Jiang ve Rego, 2014). Bununla birlikte, bu çalışmalar çoğunlukla ABD hisse senetleri piyasası bağlamında yürütülen çalışmalardan oluşmaktadır (Madden ve diğer., 2006; Fehle ve diğer., 2008; Bharadwaj, Tuli ve Bonfrer, 2011; Johansson, Dimofte ve Mazvancheryl, 2012; Billet ve diğer., 2014; Dutordoir, Verbeeten ve Beijer, 2015). Bu çerçevede, Varlık Fiyatlama Yöntemi ile yapılan çalışmalar arasında özellikle Madden ve arkadaşlarının (2006) çalışması yöntem ve sonuçları itibariyle öne çıkan çalışmalardan birisidir. Yazarlar Fama-French Modeli üzerinden risk faktörlerini kontrol ederek, değerli markaların düşük bir yatırım riski ve yatırımcıların beklediğinden daha yüksek getiri ile hissedar değerini artırabileceğini göstermişlerdir. Bununla birlikte, değerli markalar için yüksek getiri ve bu getiriye bağlı olarak düşük riskin bir arada bulunduğu net bir bulguya, Madden'in diğer çalışması da (Fehle ve diğer., 2008) dahil, diğer çalışmalarda ulaşılamamıştır. Türkiye piyasasına ilişkin olarak, finans literatüründe marka pazarlama araştırmalarındaki getirileri değerlendirmek için önemli bir alternatif olan, Fama-French Üç Faktörlü Model (Fama ve French, 1993) ve Carhart Dört-Faktörlü Model (Carhart, 1997) gibi yöntemlerle marka değerinin hissedar değerine etkisini ölçümleyen çalışmalar nadirdir. Bu alanda, Bank ve arkadaşlarının (2020), Fama-French Üç Faktörlü Model üzerinden yapmış oldukları bir çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmada, marka değerinin piyasada tam olarak fiyatlara yansımadığı sonucuna ulaşılmıştır. Türkiye özelinde yapılan başka bir araştırmada, Başgöze ve arkadaşları (2016) marka değeri ölçümleri ile stok performansı arasındaki ilişkiye odaklanmışlardır. Yazarlar marka değeri duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini incelemişler ve Türkiye borsasında işlem gören marka değeri yüksek şirketlerin marka değeri duyurusundan 7 ay sonra pozitif anormal getiri elde ettiklerini tespit etmişlerdir. Yine Türkiye piyasasına ilişkin olarak yapılan diğer bir araştırmada, Bayrakdaroğlu ve Mirgen (2016) Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerine yönelik olarak, marka değeri ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Fakat bu çalışma, yüksek veya düşük marka değerine sahip firma portföyleri açısından anormal getirileri araştırmamıştır.

Varlık fiyatlama modellerinin marka-hissedar değeri ilişkisini açıklamaya yönelik uygun ve etkili bir alternatif olması nedeniyle, bu araştırmada marka değerinin hissedar değerine etkisini ölçümlemek için temelde Carhart'ın Dört Faktörlü Modeli (Carhart, 1997) baz alınmakla beraber, Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (Sharpe, 1964; Lintner, 1965) ve Fama-French Üç Faktörlü Model (Fama ve French, 1993) de çalışmaya dahil edilerek, getiri ve risklere ilişkin karşılaştırmalı bir analiz sunulması hedeflenmiştir.

Araştırma amacına yönelik olarak 2010-2020 yılları arasında Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören şirketler, "*Marka değeri yüksek şirketler portföyü*" ile "*Diğer şirketler portföyü*" olmak üzere iki ayrı kategoride incelenmiş, getiri ve risk açısından portföy bazlı karşılaştırmalar yapılmıştır. Araştırma kapsamında dikkate alınan marka değeri verileri ise, Brand Finance'in (2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020) "Türkiye'nin En Değerli 100 Markası" raporunda yer alan markaları içermektedir. Brand Finance, hem finans hem de tüketici bakış açısını dikkate alarak geliştirdiği karma bir yöntem ile şirketlerin marka değerlerini belirlemekte ve şirket sıralamalarını her sene yayınlamaktadır.

Yukarıda ifade ettiğimiz metodoloji doğrultusunda, regresyon analizlerinin yapılması ile elde edilen araştırma bulguları, finans teorisi açısından yüksek getiri ve bu getirinin karşılığı olarak yüksek risk bağlantısını desteklerken, pazarlama literatüründe marka değeri-hissedar değeri ilişkisine yönelik olarak öne çıkan "değerli markaların daha yüksek getiriye ve bu getiri ile bağlantılı olarak daha az riske sahip olduğu" yönündeki görüşlere ise farklı bir bakış açısı getirmiştir. Araştırmanın Türkiye piyasası bağlamındaki sınırlı sonuçları değerlendirildiğinde, değerli markaların yüksek getiri ile hissedar değerine katkı sağladığı ancak bu katkıyı iddia edildiği şekilde (Srivastava ve diğer., 1998; Fornell, Mithas, Morgenson ve Krishnan, 2006), daha az bir riskle değil, yüksek bir riskin karşılığında sağladığı yönünde kanıtlar elde edilmiştir. Ayrıca, araştırma bulguları Carhart'ın Dört Faktörlü Modeli'nde (Carhart4FM) (Carhart, 1997) yer alan dört risk faktörü açısından da anlamlı sonuçlar vermiş ve bu anlamda benzer çalışmalardan ayrışmıştır. Nitekim bu alandaki diğer çalışmalarda değerli markalar portföyünün değerlendirilmesinde getiri ve risk ilişkisi açısından dört risk faktörünün birden anlamlı olduğu gösterilmemiştir.

Özetle araştırmanın sonuçları, pazarlamacıların marka değeri oluşturmaya yönelik uzun vadeli yatırımlarını haklı çıkarmak ve pazarlama işlevinin, sadece ürün yönetimi ve müşteri değeri yaratma ile sınırlı olmadığını göstermek açısından pazarlama yöneticilerini destekleyici ve cesaretlendirici yöndedir. Marka değerinin, hissedar değerine katkısının daha iyi anlaşılabilmesi bağlamında bu tür disiplinler arası çalışmaların, değer temelli bir pazarlama anlayışını odağına alarak, pazarlama ve finans disiplinleri arasında birleştirici bir rol oynayacağı düşünülmektedir.

Yukarıda amacını, önemini, kavramsal çerçevesini, metodolojisini, sonuçlarını ve literatüre katkısını özetlemeye çalıştığımız çalışmaya ilişkin olarak, araştırmanın detaylarına

ilişkin bölümler sırasıyla şu şekilde düzenlenmiştir; Çalışmanın ilk bölümünde, marka kavramı ele alınmıştır. İkinci bölümde, marka değeri ve marka değerlemesi yaklaşımlarına ilişkin bilgiler verilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde, hissedar değeri kavramı ve değerleme yöntemleri tartışılmıştır. Ardından, dördüncü bölümde marka değeri ve hissedar değeri ilişkisi temelindeki kuramsal çerçeve üzerinde durulmuştur. Beşinci bölüm ise, "*Marka Değerinin Hissedar Değerine Etkisinin Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketler Üzerinde Ölçümlenmesi*"ne yönelik olarak araştırmanın amacı, hipotezleri, evren ve örneklemi, yöntemi, ölçümlenmesi ve bulgularına ilişkin konuları içermektedir. Son bölümde ise, sonuç, tartışma ve önerilere yer verilmiştir.

1. MARKA

Bu bölümde öncelikle marka kavramı ele alınmış, sonrasında markanın tarihsel gelişimi, markayı oluşturan unsurlar, markanın önemi ve marka karar ve stratejilerine ilişkin kuramsal bilgilere yer verilmiştir.

1.1.Marka Kavramı

Marka (brand), "Bir satıcının veya satıcı grubunun ürünlerini veya hizmetlerini tanımlayan ve onları rakiplerinden farklılaştıran bir isim, terim, işaret, sembol, tasarım veya bunların bir kombinasyonudur" (Kotler ve Armstrong, 2012: 231). Markalar, ekonomik, sosyal ve kültürel anlamda hayatımızın her alanına nüfus etmiş durumdadır. Markalar, bir şirketin teklifleri için işaretler olarak hizmet etmenin yanı sıra, müşteriler açısından müşteri seçimini basitleştirme, kalite vaat etme, riski azaltma ve güven oluşturma potansiyeline sahiptir (Keller ve Lehmann, 2006). Tüketiciler açısından çoğu zaman birbirinin yerine kullanılsa da ürün ve marka kavramları birbirinden farklıdır. "Ürün, bir istek veya ihtiyacı tatmin edebilecek ilgi, edinme, kullanım veya tüketim için bir pazara sunulabilecek herhangi bir şeydir" (Kotler ve Armstrong, 2012: 252). Ürünler somut mal ve soyut hizmetler şeklinde olabileceği gibi, kişiler, fikirler, yerler ve organizasyonlar şeklinde de olabilir. Marka ise ürünün işlevsel faydasının ötesinde bir değer sunar. Keller'a göre "Bir marka bir üründen daha fazlasıdır, çünkü aynı ihtiyacı karşılamak için tasarlanmış diğer ürünlerden onu bir şekilde farklılaştıran boyutlara sahiptir" (Keller, 2013: 31).

Markalama (branding) ise, bir marka yaratmayla ilgili tüm süreç ve faaliyetleri ifade eder. Kotler ve Keller'a (2009) göre markalama ürün ve hizmetlerin markanın gücü ile donatılmasıdır. Yazarlara göre marka, kökleri gerçeklikte olan, ancak algıyı ve hatta belki de tüketicilerin kendine özgü özelliklerini yansıtan algısal bir varlıktır. Markanın bir fiziksel tarafı (marka adı, logo, tasarım öğeleri) ve aynı zamanda da markanın tüketiciyle kurduğu duygusal bağı vardır. Bu, aynı zamanda pazarlama stratejisinin bir parçasıdır.

Marka kavramının uzmanlar tarafından farklı şekillerde yorumlandığı ve kavrama ilişkin olarak akademik dünyada ortak bir anlayışa ulaşılamadığı görülmektedir. Kapferer bu durumu, "Her uzman kendi marka tanımını ya da tanım nüanslarını bulur" sözleriyle

açıklamıştır (Kapferer, 2008: 9). Markaya ilişkin olarak literatürde öne çıkan tanımlamalara Tablo 1.1.'de yer verilmiştir.

Tablo 1.1. Marka Tanımları

Marka Tanımı	**Kaynak**
"Satıcının mal veya hizmetlerini diğer satıcılarınkinden farklı olarak tanımlayan bir ad, terim, tasarım, sembol veya diğer herhangi bir özelliktir."	(AMA, 2021)
"Bir kuruluşun müşteriye, markanın temsil ettiği şeyi yalnızca işlevsel faydalar açısından değil, aynı zamanda duygusal, kendini ifade etme ve sosyal faydalar açısından sunma vaadidir. Aynı zamanda bir yolculuktur, müşterinin markayla her bağlantı kurduğunda sahip olduğu algılara ve deneyimlere dayalı gelişen bir ilişkidir."	Aaker (2014: 1)
"Bir üreticinin mallarını diğerinin mallarından ayırt etmenin bir yoludur."	Keller (2013: 30)
"Bir satıcının veya satıcı grubunun ürünlerini veya hizmetlerini tanımlayan ve onları rakiplerinden farklılaştıran bir isim, terim, işaret, sembol, tasarım veya bunların bir kombinasyonudur."	Kotler ve Armstrong (2012: 231)
"Alıcıları etkileme gücüne sahip bir isimdir."	Kapferer (2008: 11)

De Chernatony ve Riley (1998), markaya ilişkin farklı tanımları 12 temada sınıflandırmışlardır. Bunlar; *logo* olarak marka, *yasal araç* olarak marka, *şirket* olarak marka, *kısaltma* (steno) olarak marka, *risk azaltıcı* olarak marka, *kimlik sistemi* olarak marka, *tüketicinin zihninde bir imaj* olarak marka, *değer sistemi* olarak marka, *kişilik* olarak marka, ilişki olarak marka, *değer katan* olarak marka ve *gelişen bir varlık* olarak markadır.

Markanın *logo* olarak tanımında ürün ve üretici yönelimi vardır (Crainer, 1995). American Marketing Association, markayı "Satıcının mal veya hizmetlerini diğer satıcılarınkinden farklı olarak tanımlayan bir ad, terim, tasarım, sembol veya diğer herhangi bir özellik" olarak tanımlamıştır (AMA, 2021). Marka temel olarak müşteriye ürünün kaynağını bildirir ve hem müşteriyi hem de üreticileri rakiplerinden korur (Kotler, Armstrong, Saunders ve Wong, 1996).

Marka *yasal bir araç* olarak ele alındığında, marka için yasal terim "ticari marka"dır (trademark). Bir marka, bir ürünü, ürün ailesini veya o satıcının tüm ürünlerini tanımlayabilir. Bu bakış açısıyla marka, sadece yasal bir mülkiyet beyanı (Crainer, 1995) değil, aynı zamanda mülkiyeti belirleyen bir işarettir (Broadbent ve Cooper, 1987).

Markanın bir *şirket* olarak tanımlanması ise, kurumsal kimliğiyle ilişkilidir. Uygun kurumsal kimlik, kuruluşlara rekabet avantajı sağladığı için hayati önem taşır (Van Riel ve Balmer, 1997). Çünkü "Bir şirket markalarıyla tanınır" (Varadarajan, DeFanti ve Busch, 2006) ve ürün grupları da kurumsal kimliğin uzantısı haline gelir.

Markanın, *kısaltma* (steno) olarak tanımlanması durumunda, marka bir teklifi ifade etmenin veya ona atıfta bulunmanın kısa ve basit bir yolu olarak ele alınıyor demektir. Marka adları, hafıza kısa yolları sağlar (Jacoby, Szybillo ve Busato-Schach, 1977). Brown (1992) bir markayı, "İnsanların çevresinde sahip olduğu tüm zihinsel bağlantıların toplamından daha fazla veya daha az bir şey değildir" şeklinde ifade etmiştir.

Markanın *risk azaltıcı* olarak ele alınması durumunda, odak noktası tüketicilerdir. Çünkü, tüketiciler, bir ürün veya hizmetin satın alınmasına ilişkin olarak bir risk algılarlar (Bauer, 1960). Pazarlamacılar bu risk algısı boyutlarının anlaşılması ile tüketici güvenini sağlamak için markalarını sunarlar (Assael, 1995). Dolayısıyla, markanın bu yönü, aynı zamanda bir sözleşme olarak marka kavramı ile ilgilidir (Kapferer, 1992).

Marka, bir *kimlik sistemi* olarak ele alındığında ise birden fazla unsurdan oluşan bir yapı akla gelmektedir. Kapferer (1992), markayı kültür, kişilik, kendini yansıtma, fizik, yansıtma ve ilişkiden oluşan altı entegre yönü olan bir kimlik yapısı olarak ele almıştır. Fiziksel yön ürün özelliklerini, sembollerini ve niteliklerini temsil ederken; kişilik, karakteri ve tutumu temsil eder; ilişki inançları ve birlikteliği temsil eder; kültür bir dizi değeri temsil eder; yansıtma, müşterinin markaya bakışını temsil eder ve benlik imajı, markanın kullanıcısı olarak müşterinin iç aynasını temsil eder. Dolayısıyla marka bir kimlik sistemi olarak farklı unsurlardan oluşan bir yapıyı temsil eder. Marka kimliğinin gücü, tüketiciler açısından markaya ilişkin anlamın güçlendirilmesine katkıda bulunur (Diefenbach, 1992).

Marka, *tüketicinin zihninde bir imaj* olarak tanımlandığında, kastedilen "Tüketicilerin bir ürün hakkındaki fikridir" (Pitcher, 1985). Bir başka deyişle, "Tüketicilerin zihnindeki imaj, markanın gerçekliğidir" (De Chernatony ve Riley, 1998: 426).

Sheth, Newman ve Gross (1991), markaları *değer sistemleri* olarak tanımlamışlardır. Yazarlar, değer sistemleri kapsamında beş tüketim değerinden bahsetmişlerdir. Bu değerler fonksiyonel değer, sosyal değer, duygusal değer, epistemik değer ve koşullu değerdir. Fonksiyonel değerler, ürünün (veya hizmetin) alternatiflerine göre fayda düzeyidir. Sosyal değer, diğerlerini memnun etme ve sosyal kabul ile ilgilidir. Duygusal değer, duygulara

dayanan seçimlerle ilgilidir. Epistemik değerler, yenilik veya bilgi arama davranışı ile ilgilidir. Koşullu değer ise, noel, düğün gibi duruma bağlı olarak koşullarla ilgilidir (Sheth ve diğer.,1991).

Markanın *kişilik* olarak tanımlanması ise markanın tüketicilerin kişiliği ile olan uyumu ile ilgilidir. Çünkü, tüketiciler, rakip markalar arasından seçim yaparken, markaların (algılanan) kişilikleri ile yansıtmak istedikleri kişilik arasındaki uyumu değerlendirirler (Zinkhan, Haytko ve Ward, 1996). J.L. Aaker marka kişiliğini "Bir markayla ilişkilendirilen insan özellikleri seti" olarak tanımlamıştır (Aaker, 1997: 347).

Marka, başka bir tanıma göre ise tüketici ile ürün arasındaki *ilişki*dir. Markanın başarısı, müşteri ve şirket arasında güçlü bir ilişkiye sahip olması ile ilgilidir (McKenna, 1991).

Marka, birçok yazar tarafından aynı zamanda *değer katan* bir kavram veya bir başka deyişle *katma değer* olarak tanımlanmıştır (De Chernatony ve McDonald, 1992; Doyle, 1994). Katma değer, ürünlerin işlevsel özelliklerinin ötesinde işlevsel olmayan faydalar olarak tanımlanabilir (Jones, 1986). Faydalar fonksiyonel, ekonomik, sosyal ve psikolojik olabilir.

Diğer bir bakış açısına göre marka, *evrimleşen bir varlık*tır. Goodyear'a (1996) göre marka, "markasız mallar"dan, adın tanımlama için kullanıldığı "referanslar"a doğru evrilir. Markalar daha sonra ürün faydalarının yanı sıra duygusal çekicilikler de sunan bir "kişiliğe" dönüşür. Goodyear (1996), markalaşmanın zaman içinde nasıl geliştiğini gösteren bir model geliştirilmiştir. Goodyear'ın kavramsal modeline göre, markanın evrim süreci, markasız ürünler, referans olarak marka, kişilik olarak marka, ikon olarak marka, şirket olarak marka ve politika olarak marka olmak üzere altı aşamadan oluşur. Goodyear'ın bu modeli, bir markanın geçebileceği olası aşamalara ilişkin kavramsal bir modeldir. Model, bu aşamaları zaman içinde biriken seviyeler olarak göstererek, bir ürün kategorisinde aynı anda farklı markalaşma türlerinin ortaya çıkabileceğini göstermektedir. McEnally ve De Chernatony (1999), Goodyear'ın markalaşma evrim modelini temel alan marka kavramının marka imajı geliştirme süreçleriyle ilişkisini bir grafik üzerinde özetlemişlerdir (Şekil 1.1). Modele göre herhangi bir ürün kategorisinde, farklı markalar altı aşamadan herhangi birinde olabilir, markalar stratejileri değiştirebilir (örneğin, referanstan kişiliğe), yeni markalar herhangi bir aşamada girebilir ve belirli bir ürün kategorisindeki markalaşma süreci hiçbir zaman altı aşamanın tümünü tamamlamayabilir (McEnally ve De Chernatony, 1999).

Markalaşma Aşamaları	Zaman	Değer Tipi
6. Aşama Politika olarak marka		
5. Aşama Şirket olarak marka		Terminal
4. Aşama İkon olarak marka		Sembolik
3. Aşama Kişilik olarak marka		
2. Aşama Referans olarak marka		
1. Aşama Markasız	Zaman=0	Enstrümantal

Şekil 1.1. Markalaşma Sürecinin Zaman İçinde Gösterimi

Kaynak: McEnally, M. ve De Chernatony, L. (1999). The evolving nature of branding: consumer and managerial considerations. *Academy of Marketing Science Review*, *2*(1), 1-16.

Markasız ürünler, mallar, ambalajlı ürünler ve sanayileşmemiş bağlamda malların büyük bir kısmıdır ve bunlarda tedarikçinin gücü vardır. *Referans olarak markada* ise, marka adı genellikle üreticinin adıdır ve isim zamanla kalite/tutarlılığın garantisi haline gelir. *Kişilik olarak markada* ise marka adı "tek başına" olabilir. Pazarlama desteği duygusal çekiciliğe ve ürün faydalarına odaklanır. *İkon olarak marka* kavramında tüketici artık markanın sahibidir ve marka toplumun üst düzey değerlerinden yararlanır ve sembolik marka dilinin kullanımı söz konusudur. *Şirket olarak marka* kavramında ise markaların karmaşık kimlikleri vardır ve tüketiciler bunların hepsini değerlendirir. Bu nedenle, tüketicilere yönelik kurumsal faydalara odaklanma ihtiyacı vardır. *Politika olarak marka* kavramı, sosyal ve politik konularla uyumlu şirket ve markaları ifade eder. Tüketiciler, şirketler aracılığıyla konulara oy verirler. Tüketiciler artık markaların, şirketlerin ve politikaların sahibidir (McEnally ve De Chernatony, 1999).

Dolayısıyla marka basit bir terim gibi görünse de bakış açısına ve ne amaçla ele alındığına göre farklı anlamlara sahiptir. Bununla birlikte, markalar antik çağlardan günümüze kadar iki anahtar rol üstlenmişlerdir (Moore ve Reid, 2008). Bunlardan ilki, marka ile hem tüketicilere hem de kanal üyelerine mal ve/veya hizmetlerle ilgili bilgilerin (menşe ve kalite) iletilmesidir. İkinci olarak ise markalar, imaj veya anlam (statü/güç, değer ve/veya kişilik) taşıyıcısı olarak hareket ederler (Moore ve Reid, 2008).

1.2.Markanın Tarihsel Gelişimi

Markalar ve markalaşma bilinen medeniyet kadar eskidir. Markalaşmanın modern çağda var olan tüm işlevleri farklı bir biçimde de olsa eski uygarlıklarda da var olmuş ve

belirli bir uygarlığın ilerlemesine bağlı olarak zamanla gelişmişlerdir (Starcevic, 2015). Eski uygarlıklarda kullanılan sembollerin birkaç farklı rolü vardır (Starcevic, 2015: 189). Bunlar;

1) Ritüel (tarih öncesi dönemden),
2) Mülkiyeti belirlemek,
3) Nesneleri farklılaştırmak,
4) Tüccar, zanaatkar ve sanatçıların kimlik ve itibarını vurgulamak (bilgi ve ikna işlevi),
5) Malın menşei, kalitesi ve değerini vurgulamak (değer katma işlevi),
6) Hükümdarların imajını güçlendirmektir.

"Marka" kelimesinin tarihsel kökenlerine baktığımızda "*The Digital Crown*" isimli kitabında Leibtag (2014) "Brand kelimesinin kendisinin, mülkiyeti ayırt etmek için Orta Çağ İskandinav dilinde *yakmak* (yani hayvanlara veya nesnelere sıcak demir damgası yapmak) anlamına gelen *brandr* kelimesinden geldiğini" belirtmiştir (akt. Starcevic, 2015). "Brand" teriminin anlamı daha sonra, insanlar üzerinde suç işleyenleri veya hayat kadınlarını tanımlamaya veya hayvanları belirlemeye yönelik bir damgalama eylemini ifade etmek üzere "branding" olarak genişletilmiştir (Moore ve Reid, 2008). "Markalama, bir nesnenin ne olduğunu göstermenin bir yolu olarak, bir işaret olarak başlamış, daha sonra bir şeyi adlandırmanın bir biçimi haline gelmiştir" (Bastos ve Levy, 2012: 349).

Markalamanın tarihsel kökenlerine baktığımızda, 4000 yılı aşkın süredir besi hayvanlarının tanımlanmasında markaların kullanıldığı görülmektedir (Rajaram ve Shelly, 2012). Yaklaşık 4000 yıl öncesine ait mısır duvar resimleri ve mezar taşları gibi, Güney Batı Avrupa'da taş devrinden ve erken bronz devrinden kalma mağara resimleri de markalı sığırları tasvir etmektedir. Eski insanlar, malların sahipliğini belirlemek için markaları kullanmışlardır. Çömlekçilik bu şekilde işaretlenen ilk ürünlerden birisidir. Çin, Hint, Yunan ve Roma çanak çömlekleri genellikle parçayı yapan çömlekçinin izini taşımasının yanı sıra, aynı zamanda bu kültürlerde mülkiyet, malzeme kaynağı ve tarihsel dönem hakkında üretilen diğer ürünlere damgalanmış aynı türden bilgileri taşıyan işaretleri taşıyordu. İşaretli çanak çömleklerin en eski örneklerinden bazıları 4.000-5.000 yıl önce Çin'de ortaya çıkmıştır. M.Ö. 3000 yılına kadar uzanan dönemde Mezopotamya'da çanak çömlek üzerinde ticari markalar vardı. Firavunlar zamanında da Mısır'daki tuğla üreticileri kendi ürünlerini tanımlamak için ürünlerine semboller yerleştirmişlerdir (Rajaram ve Shelly, 2012).

Moore ve Reid (2008), tarihsel dönemler bazında markanın tarihsel gelişimini ele almış ve markanın tarihsel gelişim sürecinde köken ve kalite ile ilgili daha faydacı bir bilgi

sağlanmasından, zaman içinde statü/güç, katma değer ve son olarak markanın gelişimi dahil olmak üzere daha karmaşık marka imajı özelliklerinin eklenmesine kademeli bir geçiş olduğunu gözlemlemişlerdir (Tablo 1.2). Yazarlar, İndus Vadisi'nde M.Ö. 2250'den başlayarak Yunanistan'da M.Ö. 300'e kadar olan tarihsel dönemlere ilişkin olarak çeşitli biçimlerdeki markalaşmanın kanıtlarını "marka" anlamını geliştirmeye yönelik modern araştırmalarla karşılaştırmışlardır.

Tablo 1.2. Antik ve Modern Dönemlerde Marka Özellikleri

	Bilgi: Lojistik	**Bilgi: Orijin**	**Bilgi: Kalite**	**İmaj: Güç**	**İmaj: Değer**	**İmaj: Kişilik**
Erken Bronz Çağı MÖ 2250–2000 İndüs Vadisi	X	X	X	X		
Orta Bronz Çağı MÖ 2000–1500 Şang Çin		X	X			
Geç Bronz Çağı MÖ 1500–1000 Kıbrıs		X	X	X	X	
Demir Çağı Devrimi MÖ 1000– 500 Tire Demir Çağı MÖ 825–336 Yunanistan		X	X	X	X	
Modern		X	X	X	X	X

Kaynak: Moore, K. ve Reid, S. (2008). The Birth of Brand: 4000 Years of Branding History. *Business History*, 50(4), 419-432, s. 34.

Markalar, ürünlere uygulanmadan önce sığırlara ve insanlara uygulanmış, dünyadaki hemen hemen tüm kültürlerde var olmuş ama sadece geç kavramsallaştırılmıştır (Rajaram ve Shelly, 2012). Daha ciddi anlamda markalaşma ve marka ismi kullanımı 16-17 yy'da içki (viski) üreticilerinin ürettikleri fıçılar üzerine kendi isimlerini yakmak veya yapıştırmak suretiyle yazmaları sonucu ortaya çıkmıştır (Keller, 1998; Farquhar, 1989). 17. ve 18. yy.'larda Avrupa'da özellikle Fransa ve Belçika'da porselen, mobilya ve halı üretiminin artması ile birlikte markalaşma kalite ve köken göstergesi olması nedeniyle yaygınlaşmıştır. Markanın ticari marka (trademark) haline gelmesi ise Sanayi Devrimi'nden sonra gerçekleşmiştir. Sanayi Devrimi sırasında kurulan fabrikalar, kitlesel üretilen malları tanıtmış, ürünlerini daha geniş bir pazara, daha önce yalnızca yerel olarak üretilen malları bilen müşterilere satmaları gerekmiştir. "Campbell Soup, Coca-Cola, Juicy Fruit Gum, Aunt Jemima ve Quaker Oats, tüketicinin ürünlerine olan aşinalığını artırmak amacıyla markalanan ilk ürünler arasında yer almıştır" (Rajaram ve Shelly, 2012: 102). Markanın kullanımının yaygınlaşmasının bir sonucu olarak İngiltere'de 1876 yılında işletmelerin

markalarını kanun ile korumayı amaçlayan marka kanunu çıkarılmıştır. 1876'da Bass Brewery'in ilk tescilli ticari marka olarak kabul edilen Red Triangle markası, 1887'de Coca Cola, 1895'de Quaker Oats tescillenmiştir (Rajaram ve Shelly, 2012).

İkinci Dünya Savaşı'ndan önce, büyük markalar ürün alanlarını neredeyse jenerik olacak kadar güçlü bir şekilde fethetmişlerdir (Carpenter ve Nakamoto, 1989). İkinci Dünya Savaşı, pazardaki rekabet durumu üzerinde büyük bir etkiye sahip olmuştur. Çünkü savaş çabası için yaratılan üretken kaynaklar, sermaye birikimi ve bastırılmış tüketici talebi ile 1940'ların sonları ve 1950'lerde "Tüketici Devrimi" yaşanmıştır (Bastos ve Levy, 2012). Bu fenomen, yoğun rekabete ve markaların çoğalmasına yol açmıştır. Örneğin, McDonalds ve Burger King hamburger pazarı için savaşmış, Pepsi-Cola Coca-Cola ile daha güçlü bir şekilde rekabet etmiştir. 1970'lere kadar markalaşma alanı öncelikle seri üretim ve kitle iletişimi ile ilişkilendirilmiş ve şirketler ürünlerini sadece kalite ve işlevsellik açısından farklılaştırmak için esas olarak marka reklamlarını kullanmışlardır (Hampf ve Lindberg-Repo, 2011). 1970 ile 1990 arasındaki dönem ise daha güçlü bir hizmet sektörünü sembolize etmeye başlamış ve şirketler artık ürünlerinin rakiplerinin ürünlerine kıyasla ne gibi maddi olmayan değerler sunabileceğini iletmeye başlamışlardır. 1990'lar ve 2000'lerin başında markalaşma artık önemli bir alan olarak ortaya çıkmış ve her yerde var olmuştur.

Özetle, tarihsel gelişimine bakıldığında, marka ve markalamanın bilinen uygarlık kadar eski olduğu söylenebilir. Markalama, günümüzdeki anlamını aynen taşımasa da geçmişten günümüze gerek insanlar gerekse de mallar üzerinde çeşitli şekillerde uygulanmıştır. Marka geçmişten günümüze bilgilendirme ve imaj açısından önemli bir fonksiyon üstlenmiş, ürüne ilişkin lojistik, orijin, kalite, güç, değer ve kişilik gibi farklı özellikleri yansıtmıştır. Markaların uygulanma şekilleri ve amaçları zaman içinde çeşitli ihtiyaçlar doğrultusunda farklılaşmıştır.

1.3. Markayı oluşturan unsurlar

Marka unsurları, markayı tanımlayan ve farklılaştıran ticari markalı enstrümanlardır (Kotler ve Keller, 2009). Bir başka deyişle marka unsurları, markayı pazardaki diğer ürünlerden ayıran özellikleri ve temel özellikleri olup, bunlar bir ürün veya hizmetin tanımlama işlevi gören ticari markaya uygun özellikleridir. American Marketing Association tarafından yapılan marka tanımına göre bir markanın unsurları, "satıcının mal veya

hizmetlerini diğer satıcılarınkinden farklı olarak tanımlayan bir ad, terim, tasarım, sembol veya diğer herhangi bir özellik" olabilir (AMA, 2021). Markayı oluşturan unsurların neler olduğu hem uygulayıcılar hem de akademisyenler tarafından çeşitli modellerle açıklanmaya çalışılmıştır (De Chernatony ve Riley, 1998). Bu modeller, somut ve görsel unsurların yanı sıra, soyut unsurları da içermektedir. De Chernatony (1993a; 1993b), maddi ve maddi olmayan unsurları ve aralarındaki ilişkileri bütünleştiren bir "atom modeli" oluşturmuştur. Bu model, dokuz marka unsurunu içermektedir. Bu unsurlar: işlevsel yetenek, sembolik özellik, hizmet, ayırt edici isim, sahiplik, kısayol gösterimi, yasal koruma, risk azaltıcı ve stratejik yöndür.

Keller'a (2013) göre başlıca marka öğeleri, marka adları, URL'ler, logolar, semboller, karakterler, sözcüler, sloganlar, müzikler (jingles), ambalajlar ve tabelalardır. Buna göre belli başlı marka unsurları aşağıda ele alınmıştır;

Marka ismi: İsim, markanın farkındalık ve iletişim çabasının temelidir (Aaker, 1991). Marka adı temelde önemli bir seçimdir çünkü çoğu zaman bir ürünün ana temasını veya temel çağrışımlarını çok kompakt ve ekonomik bir şekilde yakalar (Keller, 2013). Marka ismi tanınırlık sağlar ve bir ürünü rakiplerinden ayırır (Kayaman ve Araslı, 2007). Herhangi bir marka unsuru gibi, marka isimleri de akılda tutulabilirlik, anlamlılık, beğenilebilirlik, aktarılabilirlik, uyarlanabilirlik ve korunabilirlik kriterleri temelinde seçilmelidir (Keller, 2013).

URL'ler (Uniform Resource Locators): Bunlar, web'deki sayfaların konumlarını belirtmek için kullanılır ve genellikle alan adları olarak da adlandırılır. Marka hatırlama, tüketicilerin siteye ulaşmak için URL'yi kolayca hatırlama olasılığını artırır (Keller, 2013).

Logolar ve semboller: Logo, markanın görsel kimliğinin önemli bir unsurudur (Kohli, Suri ve Thakor, 2002). Logolar, ayırt edici bir biçimde yazılmış şirket adları veya ticari markalardan (yalnızca metin içeren sözcük işaretleri) tamamen soyut tasarımlara kadar çeşitlilik gösterir ve kelime işareti olmayan logolara da genellikle semboller denir. Çoğu zaman logolar, marka anlamını bir şekilde güçlendirmek veya süslemek için semboller olarak tasarlanır (Farhana, 2012).

Karakterler: Karakterler, insan veya gerçek yaşam özelliklerini alan özel bir marka sembolü türünü temsil ederler ve reklam kampanyalarında ve paket tasarımlarında merkezi bir rol oynayabilirler (Keller, 2013). Kalabalık ve rekabetçi bir pazarda, bir karakter,

markaya kısayol referansı olarak saf marka belirginliği yaratabilir ve statik bir logodan daha fazla görünürlük yaratır (Costa, 2010).

Sözcüler: Ürünlerin tanıtılması amacıyla tanınmış ve beğenilen kişilerin kullanılmasıdır ve uzun bir pazarlama geçmişine dayanmaktadır.

Sloganlar: Sloganlar, marka hakkında açıklayıcı veya ikna edici bilgiler ileten kısa ifadelerdir ve marka değeri oluşturmak için kısa yollar oldukları için güçlü markalama araçlarıdır.

Müzikler (Jingle): Müzikler, markayla ilgili müzikal mesajlardır, genişletilmiş müzikal sloganlar olarak düşünülebilir. Ancak müzikal yapıları nedeniyle diğer marka öğeleri kadar aktarılabilir olmadığından, marka için yaratabilecekleri potansiyel çağrışımların duygular, kişilik ve diğer maddi olmayan varlıklarla ilgili olması muhtemeldir (Keller, 2013).

Ambalaj: Ambalaj, tasarım, etiketleme, renk, şekil ve kullanılan malzemeler dahil olmak üzere kabın fiziksel formunu çevreleyen bir ürün için kaptır (Arens, 1996). Ambalajın birtakım amaçları yerine getirmesi gerekir ve bu amaçlar şu şekilde sıralanabilir: markayı tanımlama; açıklayıcı ve ikna edici bilgiler aktarma; ürünün taşınmasını ve korunmasını kolaylaştırma; evde depolamaya yardımcı olma; ürün tüketimine yardımcı olma (Bassin, 1988).

Keller'a (2013) göre marka değeri oluşturmak amacıyla marka öğelerini seçmek ve tasarlamak için bir dizi kriter vardır. Keller bu kriterleri şu şekilde belirtmiştir: "Akılda kalıcı (kolayca tanınan, kolayca hatırlanan), anlamlı (tanımlayıcı, ikna edici), sevilebilir (eğlenceli ve ilgi çekici, zengin görsel ve sözlü görüntüler, estetik açıdan hoş), aktarılabilir (ürün kategorileri içinde ve genelinde, coğrafi sınırların ve kültürlerin ötesinde), uyarlanabilir (esnek, güncellenebilir) ve korunabilir (yasal olarak, rekabetçi bir şekilde)" (Keller, 2013: 142).

Her bir marka öğesi, marka değeri oluşturmada farklı bir rol oynayabilir, bu nedenle pazarlamacılar marka değerini en üst düzeye çıkarmak için bu unsurları "karıştırıp eşleştirir" (Bassin, 1988). Bu nedenle de marka unsurlarına ilişkin kararlar stratejik açıdan önemli kararlardır.

1.4. Markanın Önemi

Marka yaratmak, bir ürünü diğerlerinden ayırt etmek için bir isim, logo, sembol, tasarım veya diğer özellikleri seçme yeteneği anlamına gelir (Keller, 2008). Kotler'e (2000) göre markalaşma ürün stratejisinde önemli bir konudur. Aaker'in (1991, 1996b) ve Keller'ın (1993, 1998) çalışmalarının da gösterdiği gibi, pazarlamada markanın değerine ilişkin araştırmalar, bilişsel psikolojiye dayanır ve tüketici bilişsel süreçlerine odaklanır. Bu marka değeri görüşüne göre marka hem tüketici hem de firma için değer yaratır. Marka, tüketiciler için değer üreterek firmaya değer sağlar. Tüketicilerin marka çağrışımları, marka değeri oluşumu ve yönetiminde kilit bir unsurdur.

1.4.1. Markanın tüketiciler açısından önemi

Bir markayı satın alma ve tüketim davranışı, tüketici ihtiyaçları tarafından yönlendirilir. Araştırmacılar, tüketici ihtiyaçlarını üç temel kategoride sınıflandırmışlardır (Park, Jaworski ve Maclnnis, 1986; Keller, 2003).

1. *İşlevsel ihtiyaçlar:* Mevcut sorunları çözme, olası sorunlardan kaçınma, anlaşmazlıkları çözme, normal durumu yeniden oluşturma vb. ihtiyaçlardır,
2. *Deneyimsel ihtiyaçlar:* Hizmetlerin tüketilmesi yoluyla psikolojik olarak tatmin edilen heyecan, zevk ve neşeyi deneyimleme ihtiyaçlarıdır,
3. *Sembolik ihtiyaçlar*: Tüketicinin toplumdaki başarısını gösteren, başkalarının saygısını ve hayranlığını kazanan veya sosyal statü aidiyetini gösteren ürünlere yönelik arzulardır.

Mittal ve arkadaşları, tüketici ihtiyaçlarını işlevsel ihtiyaçlar ve ifade edici ihtiyaçlar olarak sınıflandırmışlardır (Mittal, Ratchford ve Prabhakar, 1990). Çalışmalarında fonksiyonel ihtiyaçlar, bireyin fiziksel çevresini ve vurgulanan ürünün fiziksel özelliklerini yönetmenin uygun yolunu bulma olarak tanımlanırken; dışavurumcu ihtiyaçlar, bireyin sosyal çevresini ve dolayısıyla benlik kavramını, başkalarıyla iletişimini ve derin değerlerinin ifadesini ve tercih edilen kişilik özelliklerine önem verilmesini sağlayacak uygun bir yol bulması olarak tanımlanmıştır.

Tüketici ihtiyaçları, ürünler, hizmetler ve markalar tarafından karşılanır. Pek çok marka hem işlevsel ihtiyaçları hem de ifade edici ihtiyaçları karşılayabilmektedir (Park ve diğer., 1986; Vazquez, Rio ve Iglesias, 2002). Tüketici ihtiyaçları daha karmaşık hale geldikçe, yani Maslow'un piramidinde yükseldikçe, markalar tüketicinin motivasyonel

ihtiyacını yansıtan daha yüksek seviyedeki ihtiyaçları karşılayacak şekilde tasarlanmalıdır (Assael, 1995). Araştırmacılar, markanın faydacı işlevini farklı açılardan incelemişlerdir. Ekonomide fayda teorisine ve bilişsel psikolojide biliş teorisine dayanan bu araştırma alanı, tüketicilerin optimal satın alma kararını vermelerine, yani yüksek kaliteli ürünleri seçmelerine yardımcı olmak için markaların nasıl kullanılabileceğini incelemeyi amaçlamaktadır (Hoch ve Ha, 1986; Leuthesser, Kohli ve Harich, 1995). Bu alanda yapılan çalışmalar özetle, markanın tüketicilerin ürün kalitesi hakkındaki yargılarını ve dolayısıyla satın alma kararı vermelerini kolaylaştıran bir ürün kalite işareti olduğunu göstermektedir.

Keller, tüketiciler açısından markaların rolünü şu şekilde sıralamıştır (Keller, 2003: 8): "ürün kaynağının tanımlanması", "ürün üreticisine sorumluluk verilmesi", "risk azaltıcı", "arama maliyeti düşürücü", "ürün üreticisi ile taahhüt, bağ veya anlaşma", "sembolik araç" ve kalite sinyali".

Kapferer ise, tüketiciler açısından marka işlevlerini 8 kategoride sınıflandırmıştır. Yazara göre markanın işlevleri şunlardır (Kapferer, 2008: 22):

1. *Tanımlama:* Açıkça görülebilmek, aranan ürünleri hızlı bir şekilde belirleyebilmek, raf algısını yapılandırmak.
2. *Pratiklik:* Benzer yeniden satın alma ve sadakat yoluyla zaman ve enerji tasarrufu sağlamak.
3. *Garanti:* Ürün veya hizmeti nereden ve ne zaman alırsanız alın, aynı kaliteyi bulacağınızdan emin olmak.
4. *Optimizasyon:* Kendi kategorisindeki en iyi ürünü, belirli bir amaç için en iyi performansı gösteren ürünü satın aldığınızdan emin olmak.
5. *Karakterizasyon:* Kendi imajınızın veya başkalarına sunduğunuz imajın onayını almak.
6. *Süreklilik:* Yıllardır tükettiğiniz marka ile yakınlık ve aşinalık ilişkisinin yarattığı memnuniyet.
7. *Hedonistik:* Markanın çekiciliği, logosu, iletişimi ve deneyimsel ödülleri ile bağlantılı büyülemedir.
8. *Etik:* Memnuniyet, markanın topluma karşı olan ilişkisinde sorumlu davranışıyla (ekoloji, istihdam, vatandaşlık, şok etmeyen reklamcılık) bağlantılıdır.

Kapferer'e (2008) göre bu marka işlevlerinden ilk ikisi (tanımlama ve pratiklik) mekaniktir ve markanın özünü ilgilendirir. Bir başka deyişle, seçimi kolaylaştırmak ve

zaman kazanmak için tanınan bir sembol olarak işlev görür. Aşağıdaki üç işlev (garanti, optimizasyon ve karakterizasyon) ise algılanan riski azaltırken, son üç işlevin (süreklilik, hedonistik ve etik) daha zevk veren bir tarafı vardır.

Markalar, daha üst düzeydeki ifade ihtiyaçlarını karşılar ve faydacı işleve ek olarak duygusal ve sembolik işlevlere de sahiptir. Marka ifade işlevleri, tüketici davranışını açıklamada esastır. Fournier (1998), temel olarak markanın dışavurum işlevlerini yansıtan tüketici-marka ilişkisi hakkında yedi boyutlu bir model sunmuştur. Bu model, aşk ve tutku, benlik kavramı bağlantısı, karşılıklı bağımlılık, bağlılık, samimiyet, partner kalitesi ve nostaljik bağlanmayı içermektedir. Del Rio, Vazquez ve Iglesias (2001), marka işlevlerini garanti, kişisel özdeşleşme, sosyal kimlik ve statü boyutlarıyla değerlendirmişlerdir. Dolayısıyla, markalar tüketiciler açısından fonksiyonel faydalar sağlamakla birlikte, aynı zamanda duygusal ve sembolik faydalar da sağlamaktadır. Markanın dışavurumcu işlevleri, tüketici ile marka arasındaki anlamlı bağlılık ve ilişkiye odaklanmaktadır. Ayrıca marka, tüketicinin kullandığı bir araçtan çok bir tüketici ortağı olarak görülmektedir. Ortaklıkta artık kalite ön planda değildir, ürünün taşıdığı sosyal ve psikolojik anlamlar da devreye girmektedir.

1.4.2.Markanın şirketler açısından önemi

Markanın maddi olmayan bir şirket olduğu ve bir değer üretmesi sıkça dile getirilen bir konudur. Markanın tüketiciye yönelik sağladığı işlevlerin bir sonucu olarak, markalar firmalar açısından da bir değer üretirler. Farquhar (1989) yüksek marka değeri ile pazar gücü arasında bir ilişki olduğunu ileri sürmüştür. Yazara göre yüksek değerli markalara sahip firmaların rekabet avantajı, başarılı genişleme fırsatları, rakiplerin promosyon baskılarına karşı dayanıklılık ve rekabetçi giriş için engeller yaratmayı içerir.

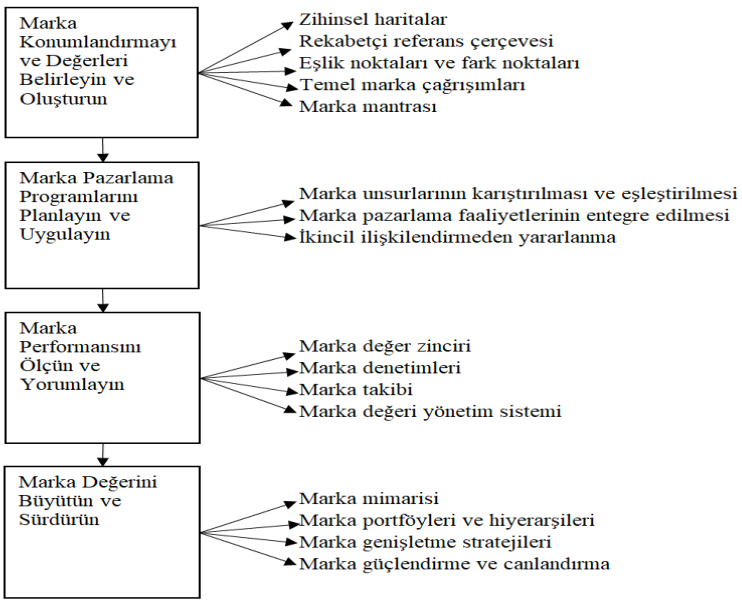
Del Rio ve arkadaşlarına (2001) göre firmalar açısından markanın sağlayabileceği rekabet avantajları üç genel bileşende ele alınabilir. Bunlar, “mevcut performans ve karlılıkla ilgili avantajlar”, “karların uzun ömürlülüğü ile ilgili avantajlar” ve “büyüme potansiyeli ile ilgili avantajlar” olarak sıralanabilir. Yazarlara göre, olumlu bir marka imajı ile markanın daha yüksek marjlar ve/veya hacim yönetme yeteneği, fiyat artışlarına daha esnek olmayan tüketici tepkisi, artan pazarlama iletişimi etkinliği ve daha fazla ticari iş birliği imkanı, performans ve karlılık üzerinde etkili olabilmektedir. Ayrıca, markanın sağladığı marka

sadakati, rekabete ve pazarlama krizlerine karşı daha az kırılganlık gibi avantajlar ile karlılık daha uzun ömürlü olabilmektedir. Bu avantajların yanı sıra, olası lisanslama fırsatları, olumlu ağızdan ağza iletişim, markanın yeni ürünleri marka uzantıları olarak tanıtma yeteneği de büyüme potansiyeli açısından avantajlı bir durum oluşturmaktadır.

Keller (2003: 8), firmalar açısından markaların rolünü şöyle sıralamıştır: "İşleme veya izlemeyi basitleştirmek için tanımlama araçları", "benzersiz özellikleri yasal olarak koruma araçları", "memnun müşterilere kalite seviyesi sinyali", "ürünlere benzersiz çağrışımlar kazandırma araçları", "rekabet avantajının kaynağı" ve "finansal getiri kaynağı". Dolayısıyla, birçok nedenden ötürü, markanın şirketler açısından stratejik bir önemi vardır. Birçok şirket için marka adı ve temsil ettiği şey en önemli varlıklarıdır ve rekabet avantajlarının ve finansal getirilerinin kaynağıdır.

1.5. Marka Karar ve Stratejileri

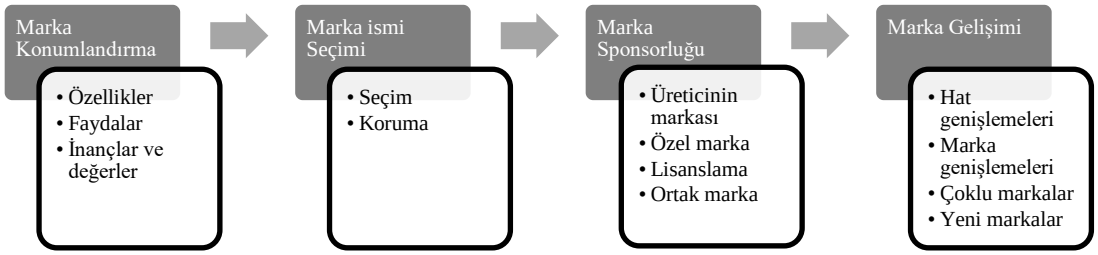
Keller'a (2013) göre stratejik marka yönetimi, marka değeri oluşturmak, ölçmek ve yönetmek için pazarlama programlarının ve faaliyetlerinin tasarımını ve uygulanmasını içerir. Yazar, stratejik marka yönetimi sürecini dört adımda ele almıştır (Şekil 1.2).



Şekil 1.2. Stratejik Marka Yönetim Süreci

Kaynak: Keller, K.L. (2013). *Strategic Brand Management: Building, Measuring, and Managing Brand Equity* (4th ed.). Pearson Education Limited, Global Edition, Upper Saddle River, NJ., s.59

Kotler ve Armstrong (2012) ise belli başlı marka strateji kararlarını dört aşamalı olarak ele almışlardır (Şekil 1.3). Buna göre başlıca marka kararları; "marka konumlandırma", "marka ismi seçimi", "marka sponsorluğu" ve "marka gelişimi" ile ilgili kararlardır.



Şekil 1.3. Başlıca Marka Strateji Kararları

Kaynak: Kotler, P. ve Armstrong, G. (2012). *Principles of marketing* (14th edition). New Jearsey: Pearson Education Inc, s.244

Kotler ve Armstrong'a (2012) göre pazarlamacıların ilk olarak hedef müşterilerin zihinlerinde markalarını konumlandırmaları gerekir. Buna göre konumlandırma üç seviyede yapılabilir: ürün özelliklerine göre, arzulanan bir faydaya göre ve güçlü inanç ve değerlere göre. Marka ismi seçimi ise ürünün ve faydalarının, hedef pazarın ve önerilen pazarlama stratejilerinin dikkatli bir şekilde gözden geçirilmesi ile başlamalı ve beklenen kalite şartlarını taşımalıdır. Ayrıca, isim seçildikten sonra korunmalıdır. Sonraki adım ise, marka sponsorluğudur ve dört farklı şekilde yapılabilmektedir. Buna göre bir ürünün piyasaya sürülmesi üreticinin markasıyla olabileceği gibi, üretici yeniden satışçılara özel marka (distribütör marka) olarak satabilir, lisanslama yapabilir ya da iki şirket ortak marka için güçlerini birleştirebilir. Marka gelişimi ise dört şekilde yapılabilir: Aynı ürün kategorisinde mevcut marka ismi ile (hat genişlemesi), yeni ürün kategorisinde aynı marka ismi ile (marka genişlemesi), aynı ürün kategorisinde yeni markalar (çoklu markalar) veya yeni ürün kategorisinde yeni marka ismi ile (yeni markalar). Temel marka strateji kararları alt başlıklar halinde izleyen kısımlarda detaylandırılmıştır.

1.5.1. Marka konumlandırma

Konumlandırma, "Bir ürün veya hizmet hakkında firmaya potansiyel faydayı en üst düzeye çıkarmak için doğru veya istenen şekilde düşünmeleri için bir grup tüketicinin veya pazar bölümünün zihninde uygun konumu bulmak" anlamına gelir (Keller, 2013: 79).

Aaker'e (1996a) göre marka konumlandırmanın faydaları şu şekilde özetlenebilir:

- Marka konumlandırma başarısına bağlı olarak ürünün fiyatı piyasa şartlarına göre değil, ürün değerine göre belirlenir. Bunun sonucu olarak da işletme ürünün fiyatı üzerinde kontrol sahibi olabilir ve işletme ilk fiyatı belirleyebilir.
- İyi bir marka konumlandırması ile marka çok bilinen bir marka haline gelebilir ve bu nedenle tüketicilerin unutması zorlaşabilir.
- Marka, sunduğu hizmetlere göre müşterinin gözünde iyi bir etki yaratabileceğinden, başkaları tarafından da tercih edilmeleri sağlanabilir.
- Marka konumlandırma, pazarlama yöneticilerine marka için yeni ve uygun pazarlama stratejileri üretmede yardımcı olabilir.

Bir markayı konumlandırırken, pazarlamacı marka için bir misyon ve markanın ne olması ve ne yapması gerektiğine dair bir vizyon belirlemelidir (Kotler ve Armstrong, 2012: 245). Kapferer'e (2008) göre markayı konumlandırmaya yardımcı olan ve katkısını müşteriye hemen açık hale getiren dört soru vardır: "Neden?", "Kim için?", "Kime karşı?" ve "Ne zaman?". Keller'a (2013) göre de konumlandırma için pazarlamacılar hedef tüketicinin kim olduğunu, ana rakiplerin kim olduğunu ve ayrıca markanın bu rakiplere nasıl benzediğini ve markanın onlardan nasıl farklı olduğunu bilmelidir. Markaları konumlandırmak için pazarlar, müşterinin davranışı, demografi, psikoloji ve coğrafya vb. gibi homojen segmentlere ayrılır (Keller, 2008). Kapferer (2008) ise konumlandırmayı iki aşamalı bir süreç olarak ele almıştır. Bu sürecin adımları şunlardır:

1. Markanın hangi "rekabetçi küme" ile ilişkilendirilmesi ve karşılaştırılması gerektiğinin belirtilmesi,
2. O setin diğer ürünleri ve markalarıyla karşılaştırıldığında markanın temel farkının ve varlık nedeninin ne olduğunun belirtilmesi.

Davis'in (2002) "Brand Asset Management" adlı kitabında ifade ettiği üzere pazarlamacılar markaları üç düzeyden herhangi birinde konumlandırabilirler (akt. Kotler ve

Armstrong, 2012). İlkinde, en alt düzeyde markayı ürün özelliklerine göre konumlandırabilirler. İkinci olarak, marka ismini arzu edilen bir fayda ile ilişkilendirerek daha iyi konumlandırabilirler. Üçüncü olarak, markalar nitelik veya fayda konumlandırmasının ötesine geçerek, güçlü inançlar ve değerler üzerine konumlandırılabilirler.

Blankson ve Kalafatis'e (2004: 29) göre sekiz farklı konumlandırma faktörü/stratejisi vardır. Buna göre yazarlar konumlandırma stratejilerinin tipolojisini aşağıdaki şekilde belirlemişlerdir:

1. *Üst sınıf:* Üst sınıf, sınıfının en iyisi, statü, prestijli, birinci sınıf,
2. *Hizmet:* Etkileyici hizmet, kişisel ilgi, insanları önemli görmek, dost canlısı,
3. *Paranın karşılığı:* Uygun fiyat, paranın karşılığı, karşılanabilirlik,
4. *Güvenilirlik*: Dayanıklılık, garanti, güvenlik, güvenilirlik,
5. *Çekicilik:* İyi estetik, çekici, havalı, zarif,
6. *Menşe ülke:* Vatanseverlik, menşe ülkesi,
7. *Marka adı:* Teklifin adı, pazarda lider, ekstra özellikler, seçim, geniş ürün yelpazesi,
8. *Seçicilik:* Ayrımcı, seçici olmayan, yüksek ilkeler.

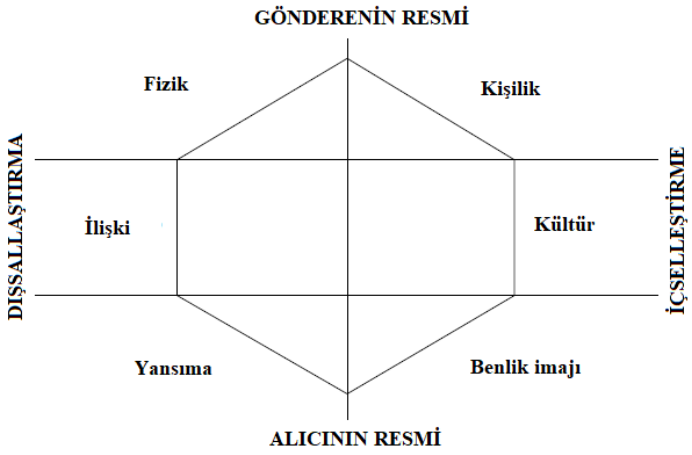
Marka konumlandırma kavramının altı yapısı, marka kimliği, marka kişiliği, marka iletişimi, marka farkındalığı, marka imajı (Sagar, Singh ve Agrawal, 2006) ve marka belirginliği (Dawes, Mundt ve Sharp, 2009) olarak tanımlanmıştır. Marka konumlandırma yapısına marka belirginliğinin eklenmesinin nedeni, bir markanın değerlendirme kümesindeki konumunu iyileştirmeyi içermesidir (Dawes ve diğer., 2009).

1.5.1.1. Marka kimliği

Marka kimliği, alıcı için güven, tutarlılık ve tanımlanmış beklentiler dizisi anlamına gelen bir dizi vaattir (Davis, 2000). Kimlik, markanın somut ve soyut özelliklerini, markayı olduğu gibi yapan ve onsuz farklı bir şey olan her şeyi ifade eder (Kapferer, 2008). Kimlik, belirli bir fayda sağlayarak, bir marka ile tüketici arasındaki ilişkinin geliştirilmesine yardımcı olmalıdır.

Kapferer (2008), marka kimliğini altıgen bir prizma ile açıklamıştır (Şekil 1.4.). Bu görüşe göre bir marka, her şeyden önce fiziksel özelliklere ve niteliklere sahiptir. İkinci

olarak, bir markanın bir kişiliği vardır ve iletişim kurarak, yavaş yavaş karakter oluşturur. Üçüncü olarak, bir markanın, her ürünün türediği kendi kültürü olmalıdır. Burada kültür, markanın ilhamını besleyen değerler kümesi anlamına gelir. Ürün sadece bu kültürün somut bir temsili değil, aynı zamanda bir iletişim aracıdır. Dördüncü olarak, marka bir ilişkidir çünkü markalar genellikle insanlar arasındaki işlemlerin ve değiş tokuşların merkezinde yer alır. Beşinci olarak, marka müşterinin yansımasıdır çünkü iletişimi ve en çarpıcı ürünleri zaman içinde oluştuğundan, bir marka her zaman hitap ettiği alıcı veya kullanıcının bir yansımasını veya imajını oluşturma eğiliminde olacaktır. Son olarak, bir marka benlik imajımızla konuşur. Yansıma hedefin dış aynasıdır ve benlik imajı hedefin kendi iç aynasıdır.

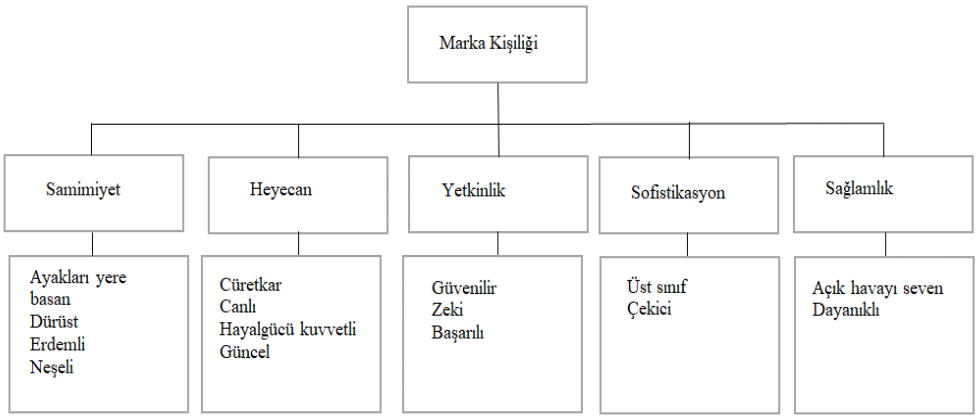


Şekil 1.4. Marka Kimliği Prizması

Kaynak**:** Kapferer, J.N. (2008). *The New Strategic Brand Management: Creating and Sustaining Brand Equity Long Term* (4th ed.). London: Kogan Page.

1.5.1.2. Marka kişiliği

Marka kişiliği, bir markayla ilişkili insan özellikleri dizisidir (Aaker, 1997). Marka kimliğinin kişileştirilmesi, insanın psikolojik niteliklerini ve markayla ilgili nitelikleri bir araya getirmeyi gerektirir. Aaker'e göre marka kişiliği beş alt boyuttan oluşmaktadır. Bunlar; "samimiyet", "heyecan", "yetkinlik", "sofistikasyon" ve "sağlamlık" tır (Şekil 1.5).



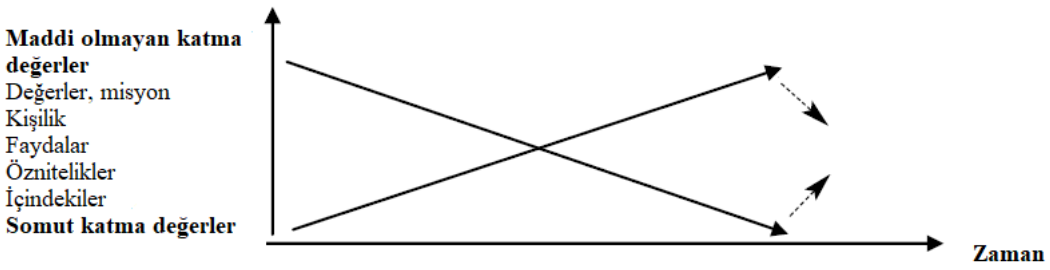
Şekil 1.5. Marka Kişiliğinin Çerçevesi

Kaynak**:** Aaker, J. L. (1997). Dimensions of brand personality. *Journal of marketing research*, *34*(3), 347-356, s.352.

1.5.1.3. Marka iletişimi

Marka iletişimi, bir şirketin yalnızca ürün öğelerini değil, aynı zamanda ürün veya hizmetlerin tüketiciye yönelik duygusal yönünü de planladığı ve bir şirketin müşterilerle iletişim kurduğu tüm medya ve iletişim araçlarını içeren bir süreçtir (Keller, 1993). Markanın iletişimi, ürünün ambalajlanması ile başlar ve perakende satış noktasında tüketicinin satın aldığı noktada sona erer. Marka kişiliği ve marka kimliği, marka iletişimi yoluyla müşteriye iletilir.

Kapferer (2008), marka geliştirmede iki yol veya modelden söz etmiştir (Şekil 1.6). İlk modelde marka geliştirme, bileşenlerini, özelliklerini ve niteliklerini, avantajlarını veya ürün faydasını geliştirerek ürüne odaklanmakla başlar, daha sonra ürün/marka kişiliği yaratır ve daha sonra marka misyonu ve değerleri ile şekillenir, böylece ürün tüketici için soyut katma değerlere sahip olur. İkinci model, kavram veya fikirden başlar, markalar zaman geçtikçe tüketicilere somut katma değerler sağlamak için özelliklerini ve fonksiyonel faydalarını geliştirirler. İlkinde, marka ürün geliştirmeden evrimleşir, iletişim ürünün işlevsel faydalarına odaklanır ve daha sonra maddi olmayan değerler olan duygusal faydaya doğru hareket eder; ikincisinde, marka ürünün değerleri ve misyonu gibi soyut faydalardan özellikler/ nitelikler gibi daha somut ürünlere evrimleşir.



Şekil 1.6. Zaman İçinde Marka Oluşturmanın İki Modeli

Kaynak**:** Kapferer, J.N. (2008). *The New Strategic Brand Management: Creating and Sustaining Brand Equity Long Term* (4th ed.). London: Kogan Page, s.56.

1.5.1.4. Marka farkındalığı

Marka farkındalığı, müşterilerin markayı farklı koşullar altında hatırlama ve tanıma ve marka adını, logosunu, sembolünü vb. bellekteki belirli çağrışımlarla ilişkilendirme yeteneğini ifade eder (Keller, 2013) ve marka iletişiminin etkinliğini ölçmek için kullanılabilir (Rossiter ve Percy, 1987). Marka farkındalığı, tüketicilerin farklı koşullar altında markayı tanımlama yeteneğini yansıttığı gibi, marka düğümünün veya hafızadaki izinin gücü ile ilgilidir (Rossiter ve Percy, 1987). Aaker'e (1996b) göre marka farkındalığı, marka tanıma, marka hatırlama, başta gelme, marka hakimiyeti, marka bilgisi ve marka görüşü unsurlarından oluşmaktadır. Keller'a (2013) göre marka farkındalığı, marka tanıma ve marka hatırlama performansından oluşur. Marka tanınırlığı, "Marka bir ipucu olarak verildiğinde, tüketicilerin markaya önceden maruz kaldığını teyit etme yeteneği" olarak tanımlanır (Keller, 2003:73). Marka hatırlama ise, "Bir ipucu olarak ürün kategorisi, kategori tarafından karşılanan ihtiyaçlar veya bir satın alma veya kullanım durumu verildiğinde tüketicilerin markayı hafızasından geri getirme yeteneği"dir (Keller, 2003: 73).

1.5.1.5. Marka imajı

Marka imajı, belirli anlamlı bir şekilde organize edilmiş bir dizi çağrışımdır (Aaker, 1992) veya tüketicinin marka adına bağladığı nitelikler ve çağrışımlar kümesidir (Biel, 1992). Marka çağrışımları, "Bellekteki marka düğümüne bağlı diğer bilgi düğümleridir ve

tüketiciler için markanın anlamını içerir" (Keller, 1993: 3). Marka imajının alt değişkenleri, marka çağrışım tipleri, marka çağrışımlarının tercih edilebilirliği, marka çağrışımlarının gücü ve marka çağrışımlarının benzersizliğidir (Keller, 1993).

1.5.1.6. Marka belirginliği

Marka belirginliği, belirli bir markanın belirli bir satın alma olayı veya tüketim olayı bağlamında tüketicilerin aklına gelme ve tüketicilerin çağrıştırılmış setine girme derecesidir (Moran, 1990). Doğru marka kimliğine ulaşmak, müşterilerde marka belirginliği yaratmak anlamına gelir (Keller, 1993). Marka belirginliği, markanın konumlandırmasını ölçmek için marka konumlandırmasını yapılandırır, çünkü marka belirginliği reklamın etkinliğini iyileştirmeyi içerir (Miller ve Berry, 1998). Marka belirginliği, markanın farkındalığının çeşitli yönlerini ve markanın çeşitli durumlar veya koşullar altında ne kadar kolay ve sıklıkla çağrıldığını ölçer. Vieceli ve Shaw (2010) marka belirginliği literatürüne atıfta bulunarak marka belirginliğini, marka öne çıkması, marka ayırt ediciliği, marka erişilebilirliği, marka aşinalığı ve marka eğilimi gibi unsurlarla ele almıştır.

1.5.2. Marka ismi seçimi

Marka ismi, markanın konuşulabilen veya sözlü olarak ifade edilebilen bileşenidir (Bennett, 1988). Marka adı temelde önemli bir seçimdir çünkü çoğu zaman bir ürünün ana temasını veya temel çağrışımlarını çok kompakt ve ekonomik bir şekilde yakalar (Keller, 2013). Bir ürün veya hizmet için bir marka adı seçmek o kadar kritik bir konudur ki, bazı yazarlar bunun en önemli pazarlama yönetimi kararlarından biri olduğunu iddia etmektedirler (Landler, Schiller ve Therrien, 1991). İyi seçilmiş bir marka ismi çeşitli avantajlar sağlar. Bunlardan bazıları şunlardır:

- Alıcıları etkileyerek, satın alma kriteri haline getirir (Kapferer, 2008),
- Bir ürünün özel nitelikleri hakkında bütün bir hikayenin inşa edilebileceği temel haline gelir (Kotler, 2012),
- Marka kimliğine katkıda bulunur, alışverişi basitleştirir, kaliteyi ima eder (McNeal ve Zeren, 1981),

- Güven, güvenlik, güç, dayanıklılık, hız, statü ve ayrıcalık duygularını anımsatır (Shimp, 1993).

İsim seçimleri farklı formlarda olabilir, bir başka deyişle insanlara, yerlere, nesnelere ve soyut görüntülere dayanabilir. Bununla birlikte, bir marka bir isimden daha fazlasıdır. Marka ismi ile birlikte logolar ve semboller, ambalaj ve sloganlar gibi diğer marka öğeleri önemli bir markalaşma rolü oynar. İyi bir marka ismi seçimi öncelikle ürünün ve faydalarının, hedef pazarın ve önerilen pazarlama stratejilerinin dikkatli bir şekilde gözden geçirilmesini gerektirir (Kotler ve Armstrong, 2012)**.**

Kotler ve Armstrong'a (2012) göre bir marka ismi şu özelliklere sahip olmalıdır:

- Ürünün faydaları ve nitelikleri ilgili bir şey önermelidir,
- Telaffuz edilmesi, tanınması ve hatırlanması kolay olmalıdır,
- Ayırt edici olmalıdır,
- Genişletilebilir olmalıdır,
- Yabancı dillere kolaylıkla çevrilebilir olmalıdır,
- Kayıt altına alınma ve yasal koruma imkanına sahip olmalıdır.

Marka adı seçiminin yanı sıra korunması da kritik bir konudur. Pazarlamacılar markalarını korumak için marka kelimesini ve tescilli ticari marka sembolünü kullanarak dikkatle sunarlar.

Kapferer'e (2008) göre bir ismi gerçekten marka yapan şey, ismin uyandırdığı çağrışımlara bağlı olan belirginlik, farklılaşma, yoğunluk ve güvendir. Marka isimleri, ürün hakkında verilen kararlardan ve nasıl pazarlandığından bağımsız olarak, mümkün olduğunca fazla marka değeri için seçilebilir (Keller, Heckler ve Houston, 1998). Özetle, marka isminin marka inşasının önde gelen bir unsuru olması ve marka değeri yaratılmasındaki rolü nedeniyle marka ismi kararı stratejik açıdan önemli sayılan kararlar arasında sayılmaktadır.

1.5.3. Marka sponsorluğu

Bir ürün, üretici açısından dört farklı şekilde piyasaya sürülebilir. Bunlar; üreticinin markası, özel marka (mağaza markası veya distribütör markası), lisanslı marka ve ortak markadır (Kotler ve Armstrong, 2012).

1.5.3.1.Üreticinin markası

Bir ürün, üreticinin markası olarak piyasaya sürülebilir. Bu markalar, tedarikçi tarafından tasarlanır, üretilir ve çoğu durumda pazarlanır. Bir başka deyişle, bu tür markaların ayırt edici tarafı, üreticiler tarafından yaratılmış olmaları ve kendi seçtikleri marka adını taşımalarıdır. Amaç, tüketici ile doğrudan iletişim kurarak bir imaj oluşturmak ve ürün için talep yaratmaktır (Grönroos, 1991). Geleneksel olarak perakendeciler, tüketici ilgisini, himayesini ve mağaza sadakatini oluşturmak için üretici markalarını kullanmışlardır (Ailawadi ve Keller, 2004).

1.5.3.2. Özel marka

Üretici, ürüne özel bir marka veren satıcılara satış yapabilir. Özel markaları üretici markalarından ayıran özellik, özel markaların mağazada tek bir isim altında ancak birçok farklı ürün kategorisinde görünmesi iken, üretici markalarının çoğu zaman farklı isimler altında pazarlanmasıdır (Hoch, 1996). Üreticinin iyi bilinen ismine rağmen, birçok distribütör (örneğin ticaret şirketleri, ithalatçılar ve perakendeciler) çeşitli nedenlerle kendi özel etiketlerinde ısrar edebilirler. Çünkü bu, distribütörlerin tedarikçileri tarafından baypas edilmemesini garanti eden bir savunma stratejisidir. Ayrıca, özel marka stratejisi, üreticinin sabit maliyetlerine katkıda bulunurken pazara hızlı giriş yapmasını sağlar (Onkvisit ve Shaw, 1989). Özel markalarda tam dağıtım ve üst raf tahsisi garanti edilirken, diğer markaların bunu perakendeci ile müzakereler yoluyla gerçekleştirmesi gerekir, bu da maliyetli olabilir.

1.5.3.3. Lisanslı marka

Marka lisanslama, bir üreticinin yerleşik bir markayı "kiralaması" ve ardından bu markayı ürün yelpazesine uygulamasıdır (Cross, 2015). Bazı şirketler, kendi marka adlarını oluşturmak için milyonlar harcamak yerine, daha önce başka üreticiler tarafından oluşturulan adları veya sembolleri lisanslarlar. Bir ücret karşılığında, anında ve kanıtlanmış bir marka adı sağlayabilirler (Kotler ve Armstrong, 2012). Lisanslama, gelir yaratmanın yanı sıra, doğrudan girişin çekici olmadığı düşünülen bir pazarda lisans verenin bir markanın haklarını elinde tutmasına da yardımcı olur (Jayachandran, Kaufman, Kumar ve Hewett, 2013). Ayrıca, uygun şekilde kullanıldığında lisanslama, markanın yeni pazarlardaki değerini

artırmaya yardımcı olabilir. Diğer yandan, yetersiz kalite, aşırı düşük fiyatlar ve dağıtım kanalları lisans verenin imajını zedeleyebilirken (Jayachandran ve diğer., 2013), lisans alan lisans verenden yetersiz destek alma (örneğin pazarlama desteği, teknik yardım) konusunda endişeli olabilir (Quelch, 1985).

1.5.3.4. Ortak marka

İki şirket güçlerini birleştirebilir ve bir ürünü birlikte markalayabilirler. Ortak markalama, bir ürünün iki marka tarafından aynı anda markalandığı ve tanımlandığı uzun vadeli bir marka ittifakı stratejisidir (Helmig, Huber ve Leeflang, 2008). Bir başka deyişle ortak markalama, bir üründe iki farklı marka adının kullanılmasıdır. Ortak marka, teknik bilgi alışverişi ile ürünlere yeni müşteriler kazandırma, marka imajını yenileme, pazar payını artırma veya şirketlerdeki teknolojileri geliştirme, maliyetleri en aza indirme ve marka genişlemesiyle bağlantılı risklerin azaltılmasına yardımcı olmak gibi yeteneklere sahiptir (Grebosz, 2012). Bu strateji, marka değerini artırmanın bir yolu olarak kredi kartları ve gıda ürünleri ile çok popüler hale gelmiştir (Carpenter, 1994).

1.5.4. Marka geliştirme

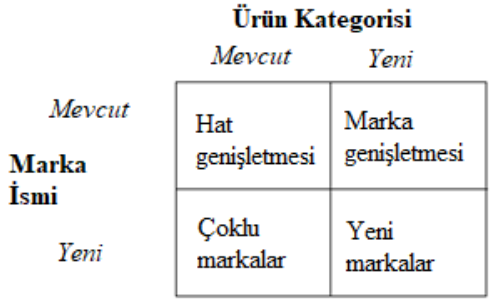
Tauber (1981), bir firmanın büyüme fırsatlarını bir matris üzerinde iki boyut kullanarak kategorize etmiştir. Bu boyutlar; ürün kategorisi ve kullanılan marka adıdır (Şekil 1.7).

		Ürün Kategorisi	
		Yeni	*Mevcut*
Marka İsmi	*Yeni*	Yeni marka	Yan ürünler
	Mevcut	Marka genişletmesi	Ürün hattı genişletmesi

Şekil 1.7. Tauber'in Büyüme Matrisi

Kaynak: Ambler, T. ve Styles, C. (1996). Brand development versus new product development: towards a process model of extension decisions. *Marketing intelligence & planning*, 14 (7), s. 11.

Kotler ve Armstrong (2012) da marka geliştirmeyi benzer şekilde matris üzerinde (Şekil 1.8) ele almış ve marka geliştirme seçeneklerini "hat genişletmeleri, marka genişletmeleri, çoklu markalar ve yeni markalar" olarak belirtmiştir.



Şekil 1.8. Marka Geliştirme Stratejileri

Kaynak**:** Kotler, P. ve Armstrong, G. (2012). *Principles of marketing* (14th edition). New Jearsey: Pearson Education Inc, s.250.

1.5.4.1. Marka genişletmesi

Marka genişletmesi, yeni bir ürün kategorisine girmek için yerleşik bir marka adının kullanılmasını içerir (Aaker ve Keller, 1990). Marka genişletmeleri, isim farkındalığı, olumlu çağrışımlar, üretimde verimlilik gibi birçok fayda sunar (Aaker, 1990). Marka genişletmeleri, farklı bir teklif arayan tüketicileri elde tutmada ve hatta o markayla ilk deneyimleri olan yeni tüketiciler getirmede faydalı olabilir (Keller ve Aaker, 1992). Bir markanın yüksek gelişme ve büyüme maliyeti nedeniyle mevcut bir markayı genişletmek, daha düşük riskli bir markalaşma yaklaşımı olarak algılanmaktadır (Tauber, 1981). Bununla birlikte, genişletme ana markanın imajını karıştırma riskini de beraberinde getirir (Kotler ve Armstrong, 2012). Ayrıca, genişletme başarısız olursa, aynı markayı taşıyan diğer ürünlere yönelik tüketici tutumlarına zarar verebilir. Bunun yanı sıra, marka genişletme yeni ürün ve tüketici pazarlarına girilmesi konusunda engelleyici olabilir (Aaker, 1990). Bu durumda, çok markalı bir strateji daha uygun olabilir.

1.5.4.2. Hat genişletmesi

Hat genişletmeleri, aynı ürün kategorisinde yeni bir teklif için yerleşik bir marka adının kullanılmasını içerir (Reddy, Holak ve Bhat, 1994). Hat genişletmeleri ile bir ürün

kategorisinde markanın potansiyelinden yararlanmaya çalışılır. Bu nedenle, marka genellikle yeni kullanıcıları etkilemek ve mevcut kullanıcıların farklı çeşitleri kullanmasını sağlayarak kullanımını genişletmek için kullanılır (Desai ve Hoyer, 1993). Bu, yeni ürünleri tanıtmanın düşük maliyetli ve düşük riskli bir yoludur. Ancak, marka adının gereğinden fazla genişletilmesi ve özel anlamını kaybetmesi riskleri vardır. Bu durum, tüketiciler açısından kafa karıştırıcı olabilir (Kotler ve Armstrong, 2012).

1.5.4.3. Çoklu marka

Çoklu marka, belirli bir ürün kategorisinde birçok farklı markanın pazarlanmasıdır (Kotler ve Armstrong, 2012)**.** Genellikle markalar ayırt edici özellikler sergilerken, farklı bir hedef pazara yaklaşım olmalıdır ve tüketiciler tarafından buna göre algılanmalıdır (Dabija, 2011). Çoklu marka stratejisinin sunduğu özel avantaj, azaltılmış iletişim maliyetleri ve daha iyi bir pazar araştırmasıdır (Dabija, 2011). Çoklu markalama ile farklı müşteri segmentlerine hitap eden farklı özellikler oluşturmak, daha fazla bayi raf alanı sağlamak ve daha büyük bir pazar payı elde etmek mümkün olabilmektedir ancak bununla birlikte, her marka sadece çok küçük bir pazar payı elde edebilir ve hiçbiri çok karlı olmayabilir (Kotler ve Armstrong, 2012).

1.5.4.4. Yeni marka geliştirme

Yeni marka geliştirmeye yönelik geleneksel yaklaşım, mevcut ürün markalarıyla karşılaştırıldığında, pazardaki farklı (veya niş) müşterileri hedefleyen yeni ürün markalarını tanıtmaktır (Aaker ve Keller, 1990). Bu stratejinin en önemli avantajı, işletmenin serbest bir marka adı ile girdiği pazarda marka imajını zedelemeden rakipleriyle daha az kalite ve fiyatla rekabet etme şansına sahip olmasıdır (Pride ve Ferrell, 2000: 305). Ancak, birçoğu başarısız olan yeni markaların piyasaya sürülmesiyle ilgili büyük maliyetler ve riskler nedeniyle, mevcut bir markayı genişletmek birçokları tarafından yeni ürünleri piyasaya sürmek için daha uygun maliyetli ve daha düşük riskli bir yöntem olarak görülmektedir (Tauber, 1981).

2. MARKA DEĞERİ VE MARKA DEĞERLEMESİ YAKLAŞIMLARI

Bu bölümde öncelikle marka değeri kavramının kavramsal çerçevesine yer verilmiş, sonrasında marka değerlemesi yaklaşımları, tüketici temelli marka değeri, finansal temelli marka değeri ve birleşik marka değerlemesi yaklaşımları bağlamında ele alınmıştır.

2.1. Marka Değeri Kavramı

Marka değeri (brand equity) terimi, varlığı ve rolü uygulayıcılar tarafından çok uzun bir süredir fark edilmiş olmasına rağmen, ilk kez 1980'lerde ortaya çıkmıştır. Araştırmacılar, markanın ve ürünün toplam birleşik etkisi ile ilgilenmişler ve 1970'lere kadar markanın etkisini ürünün etkisinden ayırt etmemişlerdir. Srinivasan (1979), markanın ürüne belirgin katma değerini araştıran ve gösteren ilk kişidir. 1980'lerden bu yana marka değeri için çeşitli tanımlar ve boyutlar verilmiştir. Marka değerinin standart bir tanımı olmamasına rağmen, en azından marka değerinin "Markanın ürüne veya hizmete sağladığı katma değeri ifade ettiği" (Farquhar, 1989) konusunda bir fikir birliği vardır. Bu değer, markanın geçmiş deneyimleri ile gelecekteki beklentileri arasında bir bağlantı sağlar (Keller, 2003). Aaker (1996: 7) marka değerini, "Bir ürün veya hizmetin bir firmaya ve/veya o firmanın müşterilerine sağladığı değere eklenen veya bundan çıkarılan, bir marka, adı ve sembolü ile bağlantılı bir dizi varlık ve yükümlülükler" olarak tanımlamıştır. Keller (1993) ise kavramı "Marka bilgisinin tüketicinin markanın pazarlanmasına verdiği tepki üzerindeki farklı etkisi" şeklinde ele almıştır. Park ve Srinivasan'a (1994) göre marka değeri, "Tüketici tarafından algılandığı şekliyle markanın ürüne sağladığı katma değerdir". Yoo ve arkadaşlarına göre marka değeri, "Aynı düzeyde ürün özellikleri göz önüne alındığında, odak markalı ürün ile markasız bir ürün arasındaki tüketici tercihindeki farktır" (Yoo, Donthu ve Lee, 2000). Vazquez ve arkadaşları, marka değerinin "Tüketicinin markanın kullanımı ve tüketimi ile ilişkilendirdiği fayda" olduğunu belirtmişlerdir (Vazquez ve diğer., 2002). Bailey ve Ball (2006) marka değerini "Müşterilerin ve işletme sahiplerinin bir markayla ilişkilendirdiği değer ve bu ilişkinin müşterilerin davranışları ve markanın sonraki finansal performansı üzerindeki etkisi" olarak tanımlamışlardır.

Marka değerini ifade eden "brand equity" ve "brand value" kavramları birbirinden farklı ama aynı zamanda birbiriyle ilişkili kavramlardır. Wood'a (2000) göre genellikle finansal muhasebeciler marka değerini "brand value" terimi ile ifade ederler. Pazarlamacılar

ise marka değeri için “brand equity” terimini kullandıklarında, marka değeri marka tanımı (brand description/ brand image) veya marka gücü (brand strength) anlamına gelir. Wood (2000), Feldwick’in “Do we really need brand equity?'” isimli makalesindeki sınıflandırma temelinde “marka gücünü” tüketicilerin bir markaya bağlanma düzeyini ölçme kavramı olarak ve “marka tanımı” veya “marka imajını” ise tüketicinin marka hakkında sahip olduğu çağrışımların ve inançların bir açıklaması olarak ele almıştır.

Marka değeri (brand equity), bir markayı diğerlerinden ayıran ve müşterinin bir marka hakkındaki bilgi algısını etkileyen marka çağrışımları, pazar temelleri ve pazarlama varlıkları gibi unsurlardan oluşur. Bir müşterinin zihninde marka unsurları olumlu olduğunda, marka değeri olumlu, marka unsurları olumlu olmadığında marka değeri negatiftir. Pozitif marka değerine sahip markalar, sürekli olarak nakit akışları üretecektir. Bu nakit akışı, fiyat primi, marka genişletmeleri, lisanslama, giriş engelleri, değerli müşterilerin elde tutulması gibi markanın şirkete sağladığı imkanlar doğrultusunda mümkün olmaktadır. Pozitif marka değerinden yararlanmak için pazarlamacılar, şirket ve ürünleriyle ilgili marka öğelerini belirleme, geliştirme ve yönetmeden sorumludurlar. Marka değeri (brand equity), pazarlama çabası tarafından yaratılan maddi olmayan bir varlıktır (Ambler, 1997). Bir hissedar açısından, bir markanın değeri (brand value) ise, markanın faydalı ömrü boyunca üreteceği finansal getirilere eşittir ve bu getiri, farklı riskleri hesaba katmak için iskonto edilmelidir. Srivastava ve Shocker’a (1991) göre marka değeri (brand equity) iki çok boyutlu kavramı kapsar: marka gücü (brand strength) ve marka değeri (brand value). Marka gücü, tüketicilerin algı ve davranışlarına dayanırken, marka değeri (brand value), yönetimin marka gücünden yararlanma becerisine bağlıdır. Tiwari’ye (2010) göre “brand value”, markalı bir üründen gelecek nakit akışlarının net bugünkü değeri eksi benzer bir markasız üründen gelecek nakit akışlarının net bugünkü değeridir veya daha basit bir ifadeyle, markanın yönetim ve hissedarlar için değeridir. “Brand equity” ise markalı bir ürün için talep ve/veya fiyat primi yaratan, diğer bir deyişle markanın bir müşteri için değeri olan, müşterilerin algıları, bilgileri ve davranışlarıdır (Tiwari, 2010). Bir başka deyişle, “brand value” markanın işletme yönetimi ve hissedarları için ifade ettiği değer iken, “brand equity” ise markanın müşteriler için ifade ettiği değerdir.

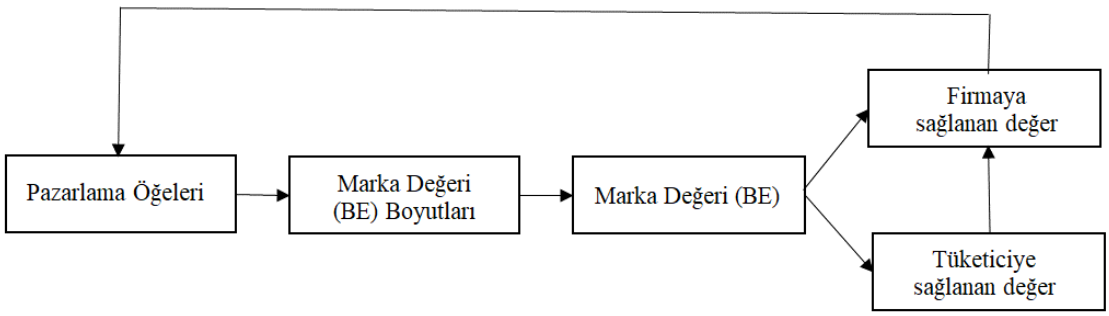
Kapferer’e (2008) göre "equity" teriminin kullanılması, aslında bir yükümlülüğe değil, işin yatırımı sayesinde zaman içinde inşa edilen bir varlığa atıfta bulunur ve aslında marka değerinden değil, marka varlıklarından söz edilmelidir. Yazara göre markalar kar sağlamadığı sürece finansal değeri yoktur.

Marka değeri için kullanılan “brand equity” kavramı için Türkçe’de genel kabul görmüş bu kavramı ifade eden tek bir karşılık olmaması nedeniyle kullanımda karışıklıklar olabilmektedir. Türkçe literatür tarandığında “brand equity” kavramının “marka değeri”, “marka ederi”, “marka sermayesi” ve “marka denkliği” olarak farklı şekillerde ifade edildiği görülmektedir. “Brand equity” kavramı yukarıda da belirtildiği üzere uluslararası literatürde daha kapsayıcı bir ifade olarak kullanılmakta ve birebir bir parasal büyüklüğü yansıtmamaktadır. Bu nedenle “marka ederi”, “marka sermayesi” ve “marka denkliği” şeklindeki ifadeler “equity” olarak kullanıldığında aynı anlamı birebir karşılamadığından, bu çalışmada “brand equity” kavramı “marka değeri” olarak ifade edilmiştir.

2.2. Marka Değerinin Tüketiciler ve Firmalar Açısından Önemi

Literatüre göre marka değerinin ana alıcıları ya firmalar ya da müşterilerdir ve böyle bir görüş Aaker'in marka değeri tanımında açıkça sunulmaktadır. Aaker’e göre marka değeri “Bir ürün veya hizmet tarafından bir firmaya ve/veya o firmanın müşterilerine sağlanan değere eklenen veya bundan çıkarılan bir marka, adı ve sembolü ile bağlantılı bir dizi varlık ve yükümlülüktür” (Aaker, 1996: 7).

Marka değeri, marka değeri boyutları (Aaker, 1991) veya marka varlıkları (Kapferer, 2008) olarak da adlandırılan bir dizi marka varlığına dönüştürülebilir. Bu boyutlar/varlıklar, bir sonuç değişkeni olarak pazarlama faaliyetleri ile genel marka değeri arasındaki aracı yapılardır (Yoo ve diğer., 2000). Marka değeri boyutları pazarlama karmasının, yani ürün, fiyat, promosyonlar ve yerin işlevleridir. Temel düzeyde, pazarlamacılar markalarını oluşturmak için dört P’yi yani “ürünü, fiyatını, promosyonunu ve yeri” yönetir. İyi bir marka oluşturmanın sonucu, marka sahibi için güçlü ve karlı bir nakit akışıyla sonuçlanan, ortalamanın üzerinde fiyatlarla yüksek düzeyde tüketici yeniden alımıdır. Yoo ve arkadaşları (2000) marka değerinin kavramsal çerçevesini şematik olarak Şekil 2.1’de olduğu gibi göstermişlerdir.



Şekil 2.1. Marka Değerinin Kavramsal Çerçevesi

Kaynak: Yoo, B., Donthu, N. ve Lee, S. (2000). An examination of selected marketing mix elements and brand equity. *Journal of the Academy of Marketing Science*, *28*(2), 195–211, s.196.

Güçlü markalar, hem şirketlere hem de müşterilere değer sağlayan önemli varlıklardır (Aaker, 2014). Marka değeri yüksek bir marka, ürünle sağlanan bilgilerin güvenilirliğini artırır, algılanan riski azaltır, tüketicinin düşünme ihtiyacını azaltır ve genel olarak, tüketicinin ürün/markadan alacağı faydayı artırır (Erdem ve Swait, 1998). Tüketiciler açısından marka değeri, satın alma sürecinde güvenlerini etkileyen marka hakkında onlara bilgi sağlayabilir. Algıları iyi olan tüketicilerin, algıları zayıf olan tüketicilere göre aynı mağazadan tekrar alışveriş yapma eğilimi yüksektir. Geçmişteki satın alma deneyimleri ve markaya aşinalık, tüketiciler tarafından oluşturulan algılara atfedilebilir (Aaker, 1991). Marka değeri, verimli bilgi işleme ve alışverişi geliştirerek, karar vermede güven inşa ederek, satın almayı güçlendirerek ve özsaygıya katkıda bulunarak müşteriler için değer yaratır.

Marka değeri, pazarlama verimliliğini ve etkinliğini artırarak, marka sadakati oluşturarak, kar marjlarını iyileştirerek, perakendeciler üzerinde avantaj sağlayarak ve rekabette farklılaşma sağlayarak firmalara değer yaratır (Bagozzi, Celly ve Coronel 1998: 320). Marka değeri, firmaya çeşitli rekabet avantajları sağlar. İlk olarak güçlü bir marka, yeni ürünler ve lisanslama için bir platform sağlar. Ayrıca, güçlü bir markanın kriz durumlarına, kurumsal desteğin azaldığı dönemlere veya tüketici zevklerindeki değişimlere dayanma esnekliği vardır (Farquhar, 1989). Bunların yanında, marka değeri ekstra fiyatlandırma ve promosyon faaliyetlerine bağlılığın azalması yoluyla daha yüksek marjlara da izin verebilir (Aaker, 1991).

Birçok araştırmacı, bir ürünün marka değerinin uzun vadeli nakit akışlarını ve gelecekteki karlarını (Srivastava ve Shocker, 1991); hisse senedi fiyatlarını (Simon ve

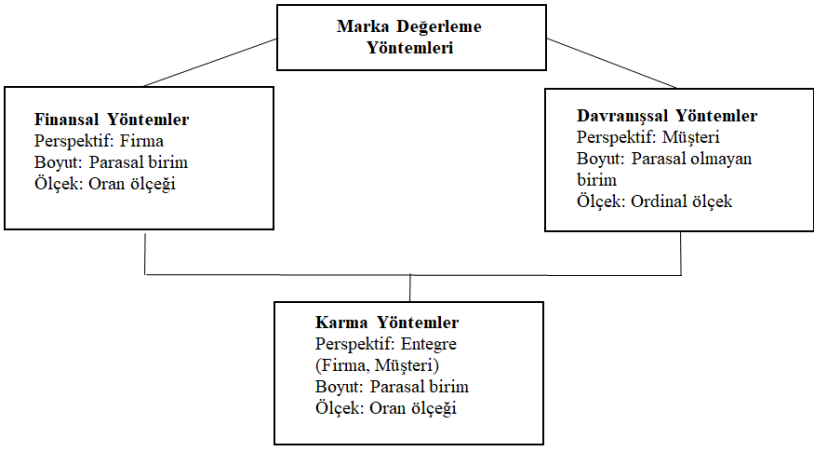
Sullivan, 1993); ürün kalitesine ilişkin tüketici algılarını (Dodds, Monroe ve Grewal, 1991); rekabet avantajını (Bharadwaj, Vardarajan ve Fahy, 1993); tüketici tercihi ve satın alma niyetini (Cobb-Walgren, Ruble ve Donthu, 1995) ve pazar payını (Agarwal ve Rao, 1996) etkilediğini kanıtlamıştır. Yüksek marka değerine sahip markalar, yüksek tüketici tercihi, satın alma niyeti, satın alma sadakati ve hatta daha yüksek hisse senedi getirisinden yararlanırlar (Aaker ve Jacobson, 1994; Cobb-Walgren ve diğer., 1995). Bu nedenle marka değeri, akademik araştırmalarda olduğu kadar ticari uygulamalarda da çok önemli bir kavram olarak kabul edilmektedir.

2.3. Marka Değerlemesi Yaklaşımları

Markaların değerinin ölçülmesi konusu, ilk olarak markaların veya onlara sahip olan şirketlerin alım veya satımı için markaları dolar ve sent olarak ifade etmenin bir yoluna ihtiyaç duyan kurumsal finans uzmanları tarafından dile getirilmiştir. Bu durum, finansal odaklı ilk değerleme metodolojilerini doğurmuştur. Sonraki yıllarda, marka değerinin belirleyicilerinin müşterinin bakış açısından daha iyi anlaşılmasının verimli marka yönetimi için temel göstergeler sağlayacağı umulduğu için, marka değerleme üzerine tüketici temelli bakış açıları da daha güçlü bir şekilde öne çıkmıştır.

Marka değeri yapısı literatürde temelde iki ana perspektiften incelenmiştir: Finansal ve tüketici odaklı. Finansal perspektif, marka değerinin işletme için yarattığı finansal değeri tartışır ve finansal temelli marka değeri veya firma bazlı marka değeri olarak adlandırılır. Marka değerinin finansal değeri, tüketicinin bir marka adına verdiği tepkinin sonucu iken, tüketici odaklı perspektif artan pazar payının ve markanın karlılığının itici gücü olarak kabul edilir ve pazarın algılarına dayanır (Christodoulides ve De Chernatony, 2010). Zamanla her iki yaklaşımın bakış açısını birleştiren karma perspektifler de ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla, marka değeri oluşturmak için bugüne kadar geliştirilen metodolojiler üç gruba ayrılarak incelenmiştir (Şekil 2.2):

1.Finansal yöntemler
2.Davranışsal yöntemler
3.Karma yöntemler



Şekil 2.2. Marka Değerleme Yöntemleri

Kaynak: Kranz, M. (2002). Markenbewertung—Bestandsaufnahme und kritische Würdigung. akt. Soto, T. (2008). *Methods for Assessing Brand Value: A Comparison between the Interbrand Model and the BBDO's Brand Equity Evaluator model*. diplom. de., Hamburg, s.15.

Finansal temelli yöntemler, nicel ölçümleri, çoğunlukla finansal göstergelerin kullanılmasını ve markanın parasal değerinin elde edilmesini içermektedir. Davranış temelli yöntemler ise, nitel ölçümleri, tüketici davranış göstergelerini ve markanın nitel değerinin sağlanmasını içerir. Karma yöntemler ise, finansal ve davranışsal göstergeleri bir araya getiren ve markanın parasal değerini sağlayan hem nicel hem de nitel ölçüleri kullanır.

Marka değerlendirmesinin gerekli olduğu durumlar şu şekilde sınıflandırılabilir (Moisescu, 2007):

- Birleşme ve devralmalar,
- Mali ortakların (yatırımcılar, hissedarlar, bankalar, sigorta şirketleri vb.) bilgilendirilmesi,
- Marka lisanslama,
- Marka isimlerinin izinsiz kullanılması durumunda tazminat tesisi,
- Pazarlama stratejileri ve planlarının detaylandırılması ve uygulamanın etkinliğinin değerlendirilmesi.

Marka değeri modeli (Brand equity model), bir marka sahibinin kazanabileceği nakit girdisi üzerinden gelecekteki tüm net fazlaların net bugünkü değerinden oluşan finansal bir kavram olarak ortaya çıkmıştır (Abele, Wright ve Pickton, 2004). Markaların şirketlerin

finansal tablolarında tanımlanabilir bir maddi olmayan duran varlık olarak kabul edilmesi, nispeten yeni bir gelişmedir ve ancak 1980'lerin sonunda ilgi odağı haline gelmiştir. Finansal perspektifin savunucuları, marka değerini, satıldığında veya bir bilançoya dahil edildiğinde, ayrılabilir bir varlık olan bir markanın toplam değeri olarak tanımlamışlardır (Feldwick, 1996). Firma bazlı marka değeri, markanın bir firma/işletme için yarattığı finansal değere odaklanır (Farquhar, Han ve Ijiri, 1991). Dolayısıyla finansal perspektif, firmaların markanın finansal değerini firmanın toplam değerinden çıkarmasına izin verir. Bu perspektif, bir markanın varlık değerinin değerlendirildiği bir finansal piyasanın bakış açısıdır (Farquhar ve diğer., 1991; Simon ve Sullivan, 1993). Simon ve Sullivan (1993), marka değerini matematiksel olarak ölçmek için bir yöntem sağlayan ilk bilim insanları arasındadır.

Firma bazlı marka değeri, bir markanın toplam değerini firma perspektifinden ayrı bir varlık olarak belirleyerek marka değerini ölçerken, tüketici temelli marka değeri müşterilerin belirli bir markaya yönelik zihniyetini ölçer (Christodoulides ve De Chernatony, 2010). Marka değerlendirmesi, 1990'larda Aaker (1991), Srivastava ve Shocker (1991), Kapferer (1992) ve Keller (1993, 1998, 2003) tarafından popüler hale getirilmiştir. Sonrasında pazarlama hesap verebilirliğinin öneminin artması (Ambler, 2000) ve pazarlama faaliyetlerini ve pazarlama ölçümlerini kurumsal ölçümlemelere entegre etme yönündeki yaklaşımlar (Doyle, 2000; Srivastava ve diğer., 1998) nedeniyle, maddi olmayan marka varlığı ve marka değerlemesi konusu daha da önem kazanmıştır. Tüketici temelli marka değeri, markanın tüketici algısına odaklanmıştır (Aaker, 1991; Keller, 1993; Pappu, Quester, ve Cooksey, 2005; Yoo ve Donthu, 2001) ve tüketicinin bir marka adına verdiği yanıtı değerlendirir (Keller 1993; Shocker, Srivastava ve Reukert, 1994). Tüketici temelli marka değeri (Consumer based brand equity) finansal marka değerine yansır. Tüketici temelli marka değeri ne kadar güçlüyse, markanın finansal değeri de o kadar yüksek olacaktır (Keller, 1993).

Marka değerinin ölçümlenmesinde hem tüketici boyutunu hem de finansal boyutu dikkate alan birleşik modeller geliştirilmiştir. Interbrand, AC Nielsen, Brand Finance gibi uluslararası danışmanlık şirketlerinin geliştirdikleri metodolojiler bu modellere örnek verilebilir. Bu yöntemler, dezavantajları ortadan kaldırmak için finansal odaklı modeller ile tüketici odaklı modelleri birleştirmeyi amaçlamaktadır. Bu sayede bu modeller ile bir markanın pazardaki durumunu analiz edebilmekte ve parasal olmayan bu değerler parasal değerlere (brand equity) aktarılabilmektedir.

2.3.1. Finansal temelli marka değeri

1980'lerden bu yana, pazarlamacılar iki anlamda "hesap verebilirlik" konusunda artan bir baskı altındadır: pazarlama faaliyetinin sonuçlarından sorumlu olmak ve bu sonuçları finans dilini kullanarak raporlamak. Bu nedenle uygulayıcılar ve akademisyenler, markalara finansal olarak değer verme yöntemlerini araştırmışlardır (Aaker, 1991).

Farquhar (1989) marka değerini, "Markanın ürüne sağladığı katma değer" olarak tanımlamıştır. Finansal veya firma bazlı marka değeri ise bir şirketin markalı bir üründen elde ettiği ve ürün markasız olsaydı sahip olmayacağı katma değerdir (Farquhar ve diğer., 1991; Cobb-Walgren ve diğer., 1995; Dyson, Farr ve Hollins, 1996; Kapferer, 1997; Doyle, 2001; Kim ve diğer., 2003). Bu değer, markaya geçmişte ne olduğu ile gelecekte ne olması gerektiği arasında bağlantı kuran bir köprü görevi görebilir (Keller, 2003). Finansal perspektifin savunucuları, marka değerini (brand equity) "Bir markanın, satıldığında veya bir bilançoya dahil edildiğinde, ayrılabilir bir varlık olan toplam değeri" olarak tanımlamaktadır (Atılgan, Aksoy ve Akıncı, 2005). Simon ve Sullivan (1993), marka değerini (brand equity) "Markasız ürünlerin satışından kaynaklanacak nakit akışlarının üzerinde markalı ürünlere tahakkuk eden artan nakit akışları" olarak tanımlamıştır. Ambler (2003) ise marka değerini, geçmişteki pazarlama yatırımlarından kaynaklanan gelecekteki karların veya nakit akışlarının bir deposu olarak ifade etmiştir.

1980'lerde finansal açıdan bakıldığında marka değeri, yöneticilere marka geliştirmeyi anlamada rehberlik eden bir yöntem olarak görülüyordu. Bu perspektifte, ölçüler hisse senedi fiyatlarına veya marka değiştirmeye odaklanmıştır (Myers, 2003). Marka değerleme yöntemlerinin gelişimini en az dört faktör yönlendirmiştir: pazarlama performansının ölçülmesi, hisse fiyatlarının gerekçelendirilmesi, ticari markalar ve vergi yönetimi (Salinas ve Ambler, 2009). Markaların varlık olarak tanınmasının artması, pazarlamadan elde edilen getirinin, marka değerindeki değişimle birlikte artan net kar veya zarar olarak görülmesi gerektiğinin anlaşılmasına yol açmıştır (Ambler, 2003). Bu faktör, pazarlama yatırımını ve kaynak tahsisini finansal terimlerle gerekçelendirerek ve ardından performansı değerlendirmek için aynı yöntemi kullanarak pazarlama ve finans arasındaki boşluğu kapatmaya çalışır. Ayrıca, şirketler için hisse fiyatları ile maddi varlıkları arasında artan tutarsızlıklar, marka da dahil olmak üzere maddi olmayan duran varlıklara atfedilmiştir. Marka değerlemesini gerekli kılan diğer bir husus ise, markalar veya markalara sahip

şirketler alınıp satıldığında ortaya çıkar. Diğer bir gereklilik faktörü ise vergi yönetimi ile ilgilidir.

Markaların finansal açıdan ele alınması, markaların bilançoda tanınması probleminden (Barwise, Higson, Likierman ve Marsh, 1989; Oldroyd, 1994, 1998) kaynaklanmıştır. Oldroyd'a (1994) göre pazarlama ve muhasebe alanlarının markaların belirsizliklerine karşı tutumlarında temel bir odak farkı gözlemlenmektedir. Pazarlama, markaları ürünlerin başarısız olma risklerini azaltan, özünde değerli stratejik cihazlar olarak görürken, muhasebe güvenilir olmayan bilgileri raporlama risklerini artırdıkları için, bunları özünde yanıltıcı olarak görmektedir.

Simon ve Sullivan (1993), markalara atfedilebilen karların finansal piyasa tahminlerine dayalı olarak marka değerini (brand equity) ölçmek için bir teknik geliştirmişlerdir. Daha ileri araştırmalar, marka değerinin bir bileşeni olarak algılanan kalitenin müşteri algılarının hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisi (Aaker ve Jacobson, 1994) ve hissedar değeri ile bir şirketin markalarının finansal değeri arasındaki bağlantı üzerinde durmuşlardır (Kerin ve Sethuraman, 1998).

Finansal Temelli Marka Değeri'nin (FTMD) belirlenmesine ilişkin yöntemler açısından literatürde çeşitli sınıflandırmalar yapılmıştır. Cravens ve Guilding (1999), marka değerleme yöntemlerini dört gruba ayırarak incelemişlerdir. Bunlar; maliyet tabanlı yaklaşımlar, piyasa tabanlı yaklaşımlar, gelir tabanlı yaklaşımlar ve formül tabanlı yaklaşımlardır.

Salinas ve Ambler (2009) ise marka değerleme uygulamasının bir sınıflandırmasını yaptıkları çalışmalarında, çoğu modelin marka değerlemeye yönelik üç genel yaklaşımın varyasyonları olduğunu belirtmişlerdir. Bunlar;

1. Maliyet tabanlı yaklaşımlar,
2. Piyasa tabanlı yaklaşımlar,
3. Gelir tabanlı yaklaşımlardır.

Salinas ve Ambler'a (2009) göre maliyet tabanlı yaklaşımlar markayı yaratmanın tarihsel maliyetine veya benzer bir markayı yeniden yaratmanın maliyetine göre değerlendirirken, piyasa temelli yaklaşımlar varlıkların el değiştirdiği fiyatların kanıtlarının bulunduğu açık piyasa değerlerine atıfta bulunarak marka değerini tahmin ederler. Gelir temelli yaklaşımlar ise bir markaya atfedilebilecek gelecekteki nakit akışlarının, sahibi veya

potansiyel bir yatırımcı için değerini belirlediği varsayımına dayanır ve sermayenin değerine ulaşmak için markaya atfedilebilecek gelecekteki tahmini nakit akışları veya kazançlar, bugünkü değere indirgenir (Salinas ve Ambler, 2009). Aşağıdaki bölümlerde, bu sınıflandırma dahilinde yer alan belli başlı yaklaşımlara yer verilmiştir.

2.3.1.1. Maliyet tabanlı yöntemler

Maliyet odaklı değerlemelerin bir temsilcisi olarak yatırım teorisi, markaya atfedilebilen kümülatif gelirlerden bugüne kadarki kümülatif marka maliyetlerini çıkararak marka değerini hesaplar (Abele ve diğer., 2004). Bu yöntem literatürde temel olarak iki şekilde ele alınmıştır. Bunlar; marka değerinin kendisine yatırılan kaynaklara dayalı bir varlık olarak değerlendiren "tarihsel maliyetlere dayalı yöntem" ve marka değerinin sıfırdan eşdeğer bir marka oluşturmanın bugünkü maliyetine dayalı bir varlık olduğunu dikkate alan "ikame maliyetine dayalı yöntem"dir (Moisescu, 2007).

2.3.1.1.1. Tarihsel maliyetlere dayalı yöntem

Bu yaklaşımın temeli, tüm tarihsel pazarlama maliyetlerini değer olarak toplamasıdır (Keller, 1998). Marka değerini tahmin etmek için marka yaratmanın geçmiş maliyetini kullanır (Salinas ve Ambler, 2009).

Bu yöntem ilk bakışta nispeten kolay gibi görünse de çeşitli sorunları vardır (Kriegbaum, 1998). Birincisi, maliyetlerin toplanacağı zaman diliminin belirtilmesi gerekir. Örneğin, Coca-Cola gibi bir marka için markaya atfedilebilecek tüm maliyetleri belirlemek zordur. İkinci olarak, belirli ürünlere maliyet tahsisi problemi vardır ve tüm ürünün değil sadece bir markanın neden olduğu maliyetlerin tahsis edilmesi daha da zordur. Üçüncü olarak, yüksek maliyete neden olan markaların marka değerinin de yüksek olduğu varsayımı her zaman doğru değildir. Bu durum, yüksek marka gücüne ve iyi gelecek beklentilerine sahip olmalarına rağmen, nispeten düşük maliyetlere neden olan markaların küçümsenmesine yol açabilir. Ayrıca yöntemde geçmiş veriler kullanıldığından, markanın gelecekteki beklentilerine ilişkin bir değerlendirme yapılamamaktadır (Kriegbaum, 1998).

2.3.1.1.2. İkame maliyetine dayalı yöntem

Bu yöntem, eşdeğer bir markayı sıfırdan oluşturmanın bugün ne kadara mal olacağına odaklanır (Jucaityte ve Virvilaite, 2007). Aaker'in (1991) önerdiği bu yönteme göre yeni bir markayı piyasaya sürmenin maliyeti, başarı olasılığına bölünmektedir. Bu yöntemin hesaplanması kolay olmakla birlikte, yerleşik markaların başarısını hesaba katmamaktadır (Abratt ve Bick, 2003). Ayrıca iyi bir gelecek göstergesi değildir (Salinas ve Ambler, 2009). Bu yöntem, markanın gerçek maliyetinin daha iyi yansıtılmasını sağlar ancak maliyetin açık piyasa değeri ile bir ilişkisi yoktur. Örneğin, o markaya aşırı yatırım yapmak, satılırsa yatırımın tamamını geri alamamayla sonuçlanabilir.

Bu yöntemlerdeki temel sorun, bir markaya daha fazla kaynak yatırılmasının her zaman daha değerli olmamasıdır (Moisescu, 2007). Bazı markalar, kendilerine nispeten düşük yatırım yapılmasına rağmen güçlü olabilir. Ayrıca maliyete odaklanılması, marka değerini artırmak için bir markaya orantısız miktarda yatırım yapmaya teşvik edebilir. Bunların yanı sıra, maliyetlerin doğru bir şekilde hesaplanması ve ikame değerini belirlemek için bir markayla gerçekten karşılaştırılabilir başka bir marka bulmak zordur. Diğer bir dezavantajlı durum ise bu yöntemlerin geleceği hesaba katmaması ve kararını yalnızca geçmiş verilere dayandırmasıdır.

2.3.1.2. Piyasa tabanlı yöntemler

Bu bölümde marka değerlemesi, firmaların piyasa değeri üzerinden yapılan değerlemeler açısından ele alınmıştır. Bu bağlamda, piyasa değeri odaklı marka değerlemesi ve sermaye piyasası tabanlı yöntem tartışılmıştır.

2.3.1.2.1. Piyasa değeri odaklı marka değerlemesi

Bu yaklaşımda bir markanın değeri, karşılaştırılabilir markaların adil piyasa fiyatlarına göre belirlenir (Virvilaite ve Jucaityte, 2008). Bu metot, markaların hangi miktara satılabileceği tahminine dayalıdır (Cravens ve Guilding, 1999). Markalar için bir pazar olsaydı, pazardaki benzer marka işlemlerinin fiyatına göre marka değerini belirlemek mümkün olurdu. Bu yöntem, sadece karşılaştırılabilir marka bulmanın zorluğundan değil, aynı zamanda böyle bir karşılaştırmadan kaynaklanan öznellikten dolayı uygulamada

sorunlara yol açmaktadır (Abele ve diğer., 2004). Ayrıca çoğu durumda markalar ayrı ayrı değil, tüm firma ile birlikte satılır ve satın alınır (Kapferer, 1992). Gerçek bir piyasanın yokluğunda tahminler finansal piyasaların markayla ilişkili değeri nasıl tahmin ettiğine bağlı olarak oluşturulabilir (Cravens ve Guilding, 1999).

2.3.1.2.2. Sermaye piyasası tabanlı yöntem

Simon ve Sullivan (1993) tarafından geliştirilen bu yöntemde marka değerini tahmin etmek için finansal piyasa değeri kullanılmıştır. Simon ve Sullivan (1992: 29), marka değerini (brand equity) yalnızca markalaşmaya atfedilebilecek gelecekteki tüm kazançların bugünkü değeri olarak tanımlamıştır. Model, bir "marka şirketin" hisse senedi fiyatının, markalarının gelecekte sağlayacağı potansiyeli yansıtacak şekilde performans göstereceği fikrine dayanmaktadır (Huber, 2001: 32). Bu yöntemde marka değeri, şirketin aktifleştirilmiş veya gerçekleşen piyasa değerinden (hisse senedi fiyatı x hisse sayısı) maddi ve kalan maddi olmayan varlıklarının çıkarılmasıyla bulunur (Moisescu, 2007). Bu yöntemin ampirik kanıtlara dayalı olması en önemli avantajıdır. Yöntem etkin piyasa hipotezini varsayar ve buna göre tüm bilgiler hisse fiyatına dahil olmaktadır. Ayrıca bu yöntem, yalnızca borsada işlem gören şirketlerde kullanılabilir ve tek markalı şirketler için uygundur (Moisescu, 2007).

2.3.1.3. Gelir tabanlı yöntemler

Gelire dayalı yaklaşımlar, markanın mevcut kullanımındaki değerini belirlemek için doğrudan markaya atfedilebilecek gelecekteki net kazançların değerlemesine dayanır (Mills, 2005). Bu yöntemler, markaların gelecekteki potansiyellerine bakarak, maliyetlere bağımlılıktan kaynaklanan problemleri ortadan kaldırmaktadır (Cravens ve Guilding, 1999).

2.3.1.3.1. Fiyat primi odaklı marka değerlemesi

Marka kalitesi, marka bilinirliği veya marka gücü gibi faktörler, bir şirketin müşterilerine ek değer sunmasını sağlar ve müşteriler de bunun için biraz daha fazla ödemeye hazırdırlar. Fiyat primi yaklaşımının öncülü, markalı bir ürünün jenerik bir ürüne

göre daha yüksek bir fiyata satılması gerektiğidir (Aaker, 1991). Bu yöntem ile fiyat primlerinde ifade edilen marka değeri, markalı bir ürünün fiyatı ile diğer tüm yönleriyle aynı olan markasız bir ürünün fiyatı karşılaştırılarak ölçülebilir (Moisescu, 2007). Bir başka deyişle bu yaklaşımda, markalı bir ürünün fiyatı ile aynı markasız ürünün fiyatı karşılaştırılır. Abratt ve Bick'e (2003) göre bu yaklaşımın en büyük avantajı şeffaf ve anlaşılması kolay olmasıdır. Bu yöntemde, marka değeri ve fiyat arasındaki ilişki kolayca açıklanabilir. Yazarlara göre bu yöntemin bir dezavantajı ise yalnızca fiyat ve maliyet verilerini dikkate alması ve marka değerinin birçok yönünü dikkate almamasıdır. Fiyat, genellikle pazar payı dinamiklerinde kendini gösteren stratejik amaçlar gibi başka yönleri de taşıyabilir. Fiyat primi yaklaşımı yalnızca gerçekten mevcut olan markalı ürüne gerçek bir markasız eşdeğer varsa uygulanabilir. Ayrıca sadece mevcut ek karlar dikkate alınırken, gelecekteki kar potansiyeli hiç dikkate alınmaz (Aaker, 1992).

2.3.1.3.2. Telif ücretinden arındırma yöntemi

Telif hakkı indirimi yaklaşımı, işletmenin ticari markalarını başka bir işletmeden ticari markaya sahip olmak yerine bir piyasa fiyatı üzerinden lisansladığını hayal eder ve telif hakkı oranı genellikle satışların yüzdesi olarak ifade edilir (Mills, 2005). Bir başka deyişle, bir şirketin, ticari markayı lisanslamak zorunda kalırsa, kullanımı için ödemek zorunda kalacağı telif hakkı esas alınır (Aaker 1991). Bu yöntemde öncelikle ciro yüzdesi, net satışlar veya başka bir taban veya birim sayısı gibi altta yatan temel değer belirlenir ve daha sonra uygun bir telif ücreti belirlenir ve en son olarak da marka için bir büyüme oranı, beklenen ömür ve iskonto oranı belirlenir (Abratt ve Bick, 2003). Bu yöntem, sektöre özel değerleme yapması, geleneksel marka lisanslama uygulamalarına dayalı olması, markaya atfedilebilen karlılık ve risk farklılıklarını tahmin etmenin içsel zorluğunu ortadan kaldırması ve birçok mali otorite tarafından makul bir model olarak kabul edilmesi gibi avantajlara sahiptir (Salinas ve Ambler, 2009). Diğer yandan, geçmişteki lisans anlaşmalarının bir veri tabanı kullanılsa da ve diğer birkaç kilit faktör dikkate alınsa da nesnel karşılaştırılabilirlik sağlamak için uygun bir referans marka belirlemek yine de son derece zordur (Abratt ve Bick, 2003). Ayrıca lisanslar normalde sınırlı bir süre içindir ve bir tür teknik bilgi ödemelerini kapsar (Barwise ve diğer., 1989). Bazen telif ücreti sadece markanın kullanım ücretini içermez. Buradaki sorun, telif ücretinin hangi kısmının markadan, hangi kısmının

sözleşmenin diğer yükümlülüklerinden kaynaklandığını belirlemektir (Salinas ve Ambler, 2009).

2.3.1.3.3. Kazanç kapasitesi odaklı yöntem – Kern modeli

Bu yöntemde markanın parasal değeri, potansiyel kazançların değeri sermayeleştirilerek belirlenir. Kern'in Kazanç Kapasitesi Yöntemi olarak da adlandırılan bu yöntemde, gelecekteki kazanç akışları tahmin edilerek, önceden belirlenmiş bir faiz faktörü kullanılarak bugünkü değerlerine iskonto edilir. Bir şirketin veya markanın değerinin belirlenmesi için, şirket veya markanın elde ettiği kazanç veya gelirlere, ilgili sektöre uygun çarpanlar uygulanır (Huber, 2001). Böylece bir markanın değeri, marka kaynaklı kazançların bugünkü değerine indirgenmesiyle elde edilir (Kern, 1962).

Kazanma kapasitesine yönelik yaklaşımlar, potansiyel kazançların değerini aktifleştirerek bir markanın parasal değerini belirler. Bu, gelecekteki kazanç akışlarının tahmin edilmesini ve önceden belirlenmiş bir faiz faktörü kullanılarak bugünkü değerlerine iskonto edilmesini gerektirir.

Aslında, model doğrudan kazançlara değil, gelirlere dayalıdır ve sektör ortalamasına uygun bir satış getirisi elde etmenin mümkün olması gerektiğini varsayarak, marka değerini gelirin bir fonksiyonu haline getirir ve gelirle birlikte büyüyeceğini, ancak yavaşlayan bir yukarı eğri üzerinde olacağını varsayar (Jucaityte ve Virvilaite, 2007). Model, aynı zamanda bir lisans ücreti oranı içerir (Huber, 2001).

Bu modelin olumlu tarafı, marka değerinin içsel doğasını dikkate alan geleceğe yönelik bir bakış açısı sağlamasıdır. Diğer yandan, gelecekteki gelişmelere ilişkin tahminler, lisans ücreti oranına ilişkin uzman görüşleri, markanın faydalı ömrünün keyfi olarak belirlenmesi ve emsal faiz oranının bir araya gelerek nihai sonucu etkileyecek önemli bir etkiye sahip olması gibi öznel parametrelere izin vermesi, bu yöntemin olumsuz yönüdür (Herreiner, 1992, akt. Abele ve diğer., 2004). Ayrıca gelirlere paralel olarak marka değerindeki büyüme için yavaşlayan eğri varsayımını destekleyecek hiçbir kanıt bulunmamaktadır (Huber, 2001). Genel anlamda bu modelin avantajı, markaların gelecek potansiyelini göz önünde bulundurması nedeniyle geleceğe yönelik olması iken, olumsuz yönü gelecekteki gelir ve harcama akışlarını tahmin etmek, iskonto amacıyla hangi faiz

oranının kullanılacağı gibi çok sayıda sübjektif faktörün kullanılmasını içermesidir (Huber, 2001).

2.3.1.3.4. Birleşik ölçümle marka değerlemesi

Belirli bir fiyat düzeyinde, belirli bir ürün için pazar payını belirlemek mümkündür (Aaker, 1996a). Birleşik ölçüm, bir müşteri anketi yoluyla bir ürünün tüm müşteri değeri üzerindeki ürün özelliklerinin etkisini ve önemini belirlemek için kullanılabilir. Birleşik analiz, yanıt verenlerin ürün özellikleri hakkında karar vermelerini ister. Marka değerini belirlemek için, bir müşteri örneğinin satın alma davranışının bir analizi yapılır. Marka değeri, iskontolu gelecekteki gelir potansiyeli olarak hesaplanır.

Bu teknik ile tüketici ürünü faydası üç bileşene ayrılır (Rangaswamy, Burke ve Oliva, 1993):

1. Ürünün fiziksel özelliklerinden türetilen fayda,
2. Markanın varlığından elde edilen fayda,
3. Marka ve ürün özellikleri arasındaki etkileşimden kaynaklanan fayda.

Bu yönteme ilişkin olarak, yüksek fiyatın normalde maruz kaldığı sorunların dışında, fiyat seviyeleri değişmeye başladığında markanın algılanan değeri azalabilir. Marka primi düzenli olarak değişirse, markanın konumu değiştikçe müşterilerin kafasında karışıklık oluşabilir (Abratt ve Bick, 2003).

2.3.1.3.5. Hedonik fiyat fonksiyonu ile marka değerlemesi

Bir ürünün fiyatı ile özellikleri arasındaki ilişkiye hedonik fiyat fonksiyonu denir. Hedonik yaklaşım, fiyatı farklı ürün özelliklerinin bir fonksiyonu olarak ele alır ve bunlardan birisi de markadır (Salinas ve Ambler, 2009). Hedonik fiyat fonksiyonuna göre marka değeri doğrudan müşteri değerlendirmelerine dayanmaz, fiyat değişimlerini açıklamak için pazardaki farklı özelliklere sahip ürünlerin fiyat değişimleri analiz edilir (Sattler, 1997).

Hedonik modelin avantajı, kamuya açık ikincil verilerin kullanılması ve tüketicilerin ürünün özelliklerine ilişkin değerlendirmelerine odaklanmasıdır. Diğer yandan, modelin eleştirilen tarafları ise, liste fiyatının tüketicilerin ödeme istekliliğini değil, firmanın

pazarlama stratejilerini ve kar marjını yansıtması; “doğru” fonksiyonun istatistiksel olarak bilinememesi; zaman serisi verilerinin kullanımını içermesi ve zamanla teknolojik ilerlemenin genellikle daha fazla tüketici satın aldıkça aynı kalitedeki ürünlerin maliyetlerini ve nihayetinde fiyatlarını düşürmesi durumudur (Chiaravutthi, 2010).

2.3.1.3.6. Crimmins metodu

Crimmins (2000), tüketicinin bakış açısıyla marka isminin sağladığı ek değere odaklanmıştır. Buna göre tüketici bakış açısıyla, bir markanın sağladığı değerin 3 boyutu vardır (Crimmins, 2000);

- Bir kategoride marka adının kattığı değer miktarı,
- Katma değerin genişliği, yani marka adının değer katabileceği ürün kategorileri yelpazesi,
- Katma değerin içeriği, yani marka adının ima ettiği belirli nitelikler (örneğin; güvenilirlik gibi).

Bir markanın katma değer miktarının ölçülmesi, tüketicilerin marka ile rakip bir ürün arasında kayıtsız kaldığı noktaya ulaşılana kadar incelenen markalı ürünün fiyatını yükselterek veya düşürerek gerçekleştirilebilir. İki ürünün fiyatları arasındaki kalan fark, fiyat primidir. Katma değerinin genişliği de benzer şekilde ölçülür. Diğer kategoride kullanılan referans marka, o belirli pazarda pazar lideri veya iki numaralı markadır ve yine tercihler eşit olduğunda kalan fiyat farkına bakılır. Crimmins, ayrıca marka değerinin içeriğine ve kaynaklarına odaklanmış ve marka değerinin belirleyicilerinin belirlenmesi için boylamsal çalışmaların yapılması gerektiğini de öne sürmüştür.

Crimmins, bir markanın rekabetçi değerini ölçmek için "katma değer" terimini "her iki ürün de tüketiciler için eşit derecede arzu edildiğinde, fiyatının rakibinin fiyatına oranı eksi bir" olarak belirtmiştir (Crimmins, 2000: 141). Ayrıca, yazara göre “Bir marka adıyla katma değeri ölçmek, tüketicilere fiyatların değiştiği bir dizi seçenek sunmayı ve bu seçeneklerden bir markanın ve rakibinin eşit derecede arzu edilir olduğu fiyatları keşfetmeyi gerektirir” (Crimmins, 2000: 141).

Crimmins’in ölçümleme yönteminin bazı eksiklikleri mevcuttur (Huber, 2001);

- Marka değeri göreceli bir değer olarak oluşturulmaktadır,

- Marka değerinin ölçülmesinin, tüketicilerin belirtilen niyetleri ile gerçekte yaptıkları arasında çoğu zaman farklılık olduğunun bilinmesine rağmen, tüketicilerin belirli fiyatlarda satın almaya istekli olduklarına ilişkin beyanlarına dayanmaktadır,
- Ürün özelliklerindeki farklılıkları dikkate almamaktadır.

2.3.1.3.7. Hiroşe modeli

Hiroşe marka değerleme modeli (Hirose, 2002), Japon Ekonomi, Ticaret ve Sanayi Bakanlığı bünyesinde örgütlenmiş bir danışma organı olan Marka Değerleme Komitesi tarafından geliştirilmiştir. Hiroşe modeli, şirketlerin yıllık faaliyet raporlarından elde edilen finansal veriler kullanılarak geliştirilen bir marka değerleme modelidir.

Japon modeline göre marka değeri (V), birkaç faktörün fonksiyonudur;

V = f (PD;LD;ED;rf)

PD: "Prestij Sürücüsü" (Markanın fiyat avantajı)

LD: "Sadakat Sürücüsü" (Markanın kararlılığı)

ED: "Genişletme Sürücüsü" (Marka genişletme yeteneği)

rf: risksiz faiz oranı

PD, şirketin ürünlerini sürekli olarak rakiplerinden daha yüksek fiyatlarla satmasını sağlayan markanın gücünün yarattığı fiyat avantajına odaklanır ve markanın fiyat avantajına atfedilebilen nakit akışları ile temsil edilir. Reklam giderinin veya marka yönetim maliyetinin toplam işletme maliyetine oranı, ilişkilendirme oranı olarak kullanılır. LD, markanın istikrarlı müşterilere veya yüksek sadakate sahip tekrarlayıcılara dayalı olarak uzun süre istikrarlı satışları sürdürme yeteneğine ilişkindir ve satış maliyetinin istikrarı ile temsil edilir. ED, yüksek statüye sahip bir markanın geniş çapta tanındığı ve bu nedenle geleneksel endüstri ve pazarlardan benzer veya farklı endüstrilere ve ayrıca denizaşırı ülkelere genişleme, coğrafi olarak pazarı genişletme yeteneğine odaklanmaktadır. ED, denizaşırı satışların büyüme hızının ve ana olmayan işletmelerden yapılan satışların büyüme oranının ortalaması üzerinden hesaplanır (Beccacece, Borgonovo ve Reggiani, 2006).

Marka değeri V, faktörlerin bir f fonksiyonu olarak aşağıdaki şekilde yazılır:

$$V = \frac{PD.LD.ED}{r}$$

Hiroşe yöntemi, kullandığı verilerin kolay erişilebilir ve hesaplanabilir olması ve marka değerini tutar cinsinden ifade edebilmesi gibi nedenlerle uygulamada sıklıkla tercih edilmektedir (Uygurtürk, Uygurtürk ve Korkmaz, 2017). Bununla birlikte, Japon modelinin sağladığı metodoloji oldukça geneldir ve markalar dışındaki gayri maddi varlıkların değerlemesi için de kolayca genişletilebilir fakat marka değerinin finansal yönlerinin net bir yorumunu sağlamamaktadır (Beccacece ve diğer., 2006).

2.3.2.Tüketici temelli marka değeri

Tüketici Temelli Marka Değeri (TTMD) kavramsallaştırmaları, temel olarak bilişsel psikoloji ve bilgi ekonomisinden türetilmiştir (Christodoulides ve De Chernatony, 2010). Bu yaklaşım, belirli ürün özellikleriyle zorunlu olarak ilgili olmayan çağrışımlar, yani ürünün kendisinden bağımsız olarak var olan çağrışımlar nedeniyle tüketicilerin belirli bir ürüne ilişkin duygularını ifade eder (Keller ve Lehmann, 2006). TTMD yaklaşımı, pazarlama araştırmalarında akademisyenlerin ve uygulayıcıların çoğunluğu tarafından tercih edilen baskın bir yaklaşımdır çünkü bir markanın tüketici için bir anlamı veya değeri yoksa, yatırımcılar, üreticiler veya perakendeciler de anlamı yoktur (Cobb-Walgren ve diğer., 1995). Bu bakış açısı, tüketici tutum ve davranışlarını anlama ve yönetmede stratejik yaklaşım geliştirilmesini sağlar. Bu nedenle, tüketici temelli perspektif, pazarlama alanında birçok araştırmacı tarafından (Aaker, 1991; Keller, 1993; Yoo ve Donthu, 2001; Vazquez ve diğer., 2002; De Chernatony, Harris ve Christodoulides, 2004; Pappu ve diğer., 2005; Christodoulides, De Chernatony, Furrer, Shiu ve Abimbola, 2006) üzerinde durulan bir yaklaşım olmuştur.

1980'li yılların başından itibaren marka değerlendirmesine ilişkin olarak önemli tartışmalar yaşanmıştır. 1990'larda marka değerlendirmesi Aaker (1991), Srivastava ve Shocker (1991), Kapferer (1992) ve Keller (1993, 1998, 2002) tarafından popüler hale getirilmiştir. Tüm marka değeri kavramsallaştırmalarında Aaker (1991) ve Keller (1993) en etkili iki tanesini geliştirmişlerdir (Baalbaki ve Guzman, 2016). Baskın araştırma akışı, bellek yapısına odaklanan bilişsel psikolojiye dayandırılmıştır (Aaker 1991; Keller 1993). Aaker (1991), marka değeri üzerine kavramsal bir çerçeve geliştirmiş ve marka değerinin

beş boyutunu, marka farkındalığı (brand awareness), marka çağrışımları (brand associations), algılanan kalite (perceived quality), marka sadakati (brand loyalty) ve diğer tescilli marka varlıkları (other proprietary brand assets) olarak belirlemiştir. Srivastava ve Shocker (1991) marka değerini, (brand equity) marka gücü (brand strength) ve marka değeri (brand value) olmak üzere iki alt boyutta incelemiştir. Keller, 1993'te marka değerini ilk kez tüketici bakış açısıyla kavramsallaştırmıştır. Keller (1993), marka değerine atıfta bulunmak için "Tüketici Temelli Marka Değeri" terimini kullanmıştır. Keller (1993: 2), TTMD'ye tüketici psikolojisi perspektifinden bakmış ve kavramı "Marka bilgisinin tüketicinin markanın pazarlanmasına tepkisi üzerindeki farklı etkisi" olarak tanımlamıştır. Keller (1993), marka değerini ölçmek için iki temel yaklaşımı benimsemiştir: marka farkındalığı ve marka imajı. Kapferer (2004) ise marka değerini (brand equity) marka varlıkları, marka gücü ve marka değeri olarak ayırmıştır. Kapferer (2004), fiyat primi gibi tüketici temelli marka değeri sonuçları aracılığıyla tüketici temelli marka değeri boyutlarını (marka varlıklarını) marka değeriyle ilişkilendirmeye çalışmıştır.

TTMD ile ilgili kavramsal çalışmaların çoğu 1990'ların başlarında ve ortalarında gerçekleştirilmiş ve sonraki araştırmalar çoğunlukla görgül olmuştur. TTMD'nin tanımları, kavramsallaştırılması ve belirleyicilerine ilişkin olarak en çok alıntılanan ve kabul edilen çalışmalar Aaker (1991, 1996), Keller (1993) ve Kapferer'in (1994) çalışmalarıdır. Christodoulides ve De Chernatony'ye (2010) göre kavramsal araştırmanın vurgusu, zamanla ilişkisel maddi olmayan varlıktan (marka değeri=brand equity) tüketici-marka ilişkisine (Fournier, 1998) ve müşteri değerine (Rust, Zeithaml ve Lemon, 2004) kaymıştır.

Aaker (1991), Keller (1993) ve Kapferer (1994), marka değerini kavramsallaştırmış olmalarına rağmen, bu kavramlara ilişkin ölçek uygulamamışlardır. Fakat sonrasında marka değerinin ölçümlenmesine yönelik olarak bir dizi metodolojiler ortaya konulmuştur. Tüketici düzeyindeki ölçümler, bir markanın değerini tamamen tüketicilerden kaynaklanacak şekilde (örneğin; ne satın aldıkları, nasıl satın aldıkları, neden satın aldıkları vb.) algılarlar (Baalbaki ve Guzman, 2016). Tüketici temelli marka değerini ölçümlemeye yönelik çalışmalar, ölçüm yaklaşımlarına göre "doğrudan" veya "dolaylı" olmak üzere iki kategoride sınıflandırılabilir (Christodoulides ve De Chernatony, 2010). Doğrudan yaklaşımda, marka bilgisi üzerinden pazarlama unsurlarına verilen müşteri tepkisi üzerindeki gerçek etki değerlendirilir (Baalbaki, 2012). Dolaylı yaklaşım ise müşterilerin marka bilgi yapısını belirleyerek ve izleyerek potansiyel müşteri bazlı marka değeri kaynaklarını değerlendirir (Baalbaki, 2012). Marka değeri ölçümüne yönelik doğrudan

yaklaşımlar, tüketicilerin tercihlerine veya faydalarına odaklanarak doğrudan bir ölçümleme yapmaya yönelik çalışmalardır ve yapının teorik boyutlarını ihmal ederler. Sonuç olarak, bu çalışmalar, markanın değerini ürünün değerinden ayırmaya çalışırlar (Christodoulides ve De Chernatony, 2010). Dolaylı yaklaşımlar ise marka değerini kanıtlanabilir tezahürleri aracılığıyla ölçen çalışmalardır. Dolaylı yaklaşımda, birden fazla boyut değerlendirilerek genel marka değeri ölçülür (Örneğin; Lassar, Mittal ve Arun, 1995; Yoo ve Donthu, 2001; De Chernatony ve diğer., 2004).

Yoo ve Donthu'nun (2001) marka değeri ölçeği, bazı yazarlara göre dolaylı yaklaşımlar arasında literatürde bugüne kadarki en sağlam ölçek olarak değerlendirilmiştir (Christodoulides ve de Chernatony, 2010). Yoo ve Donthu (2001), Aaker (1991) ve Keller'ın (1993) çok boyutlu marka değeri yaklaşımlarını baz alarak, marka değerini "marka sadakati, markanın algılanan kalitesi ve marka farkındalığı/çağrışımları" boyutlarından oluşan üç boyutlu bir ölçek haline getirmişlerdir.

Marka değeri ölçümüne ilişkin akademik araştırmalara paralel olarak, çeşitli danışmanlık ve pazar araştırması şirketleri de kendi metodolojilerini geliştirmişlerdir ve bu metodolojiler zaman zaman bilimsel araştırmaların da konusu olmuştur (Örneğin; Chu ve Keh 2006; Mizik ve Jacobson, 2008). Young & Rubicam'ın Marka Varlık Değerlendiricisi (Young & Rubicam's Brand Asset Valuator), McKinsey Marka Değerleme Modeli (McKinsey Brand Valuation Model), Interbrand Marka Gücü (Interbrand Brand Strength) bu metodolojilere örnek verilebilir.

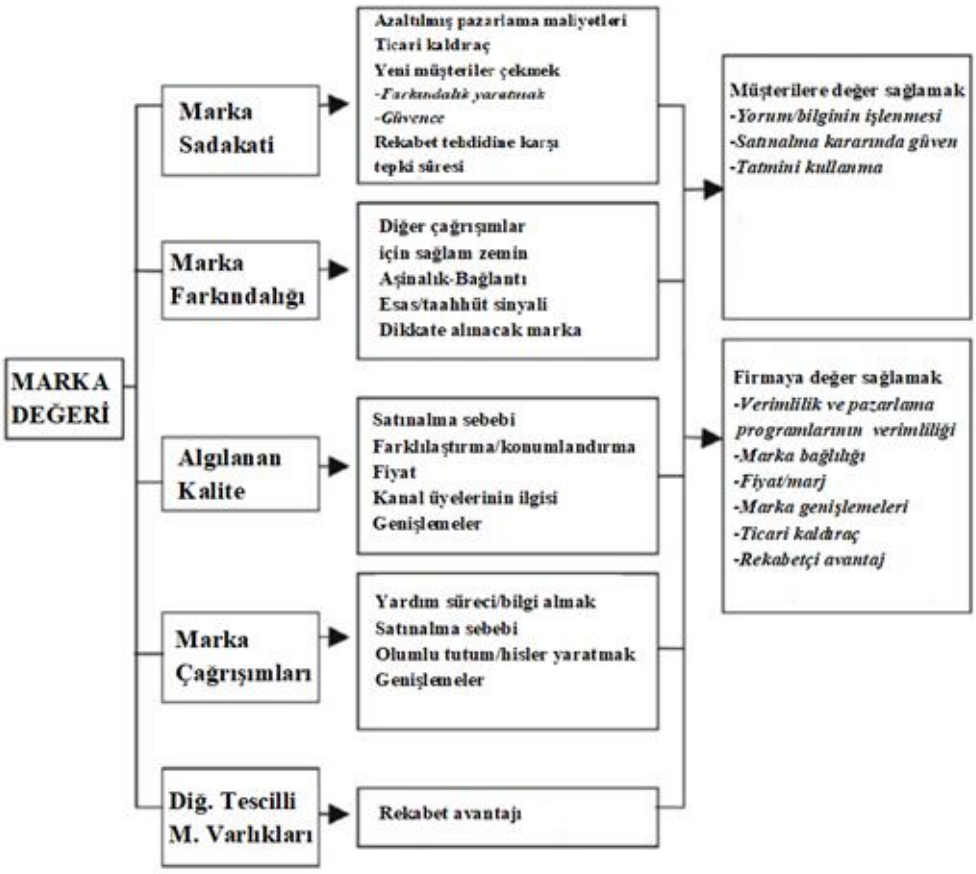
TTMD'ye ilişkin olarak belli başlı marka değerleme yaklaşımları izleyen alt bölümlerde ele alınmıştır.

2.3.2.1. Aaker'in marka değeri yaklaşımı (1991, 1996a, 1996b)

Aaker, marka değerini, "Bir ürün veya hizmetin bir firmaya ve/veya o firmanın müşterilerine sağladığı değere eklenen veya bundan çıkarılan bir marka, adı ve sembolü ile bağlantılı bir varlık ve yükümlülükler seti" olarak tanımlamıştır (Aaker, 1991: 15).

Marka, ürünleri tanımlamaya ve farklılaştırmaya hizmet eden çok sayıda zihinsel varlık ve yükümlülükle ilişkili bir semboldür. Değer (equity) varlık olarak değerlendirilebilir ve müşterilere sunulan ürün veya hizmetlere değer katabilir ve aynı zamanda bir yükümlülük

olabilir ve sağlanan değeri azaltabilir. Aaker'e (1992) göre, marka değeri modelinin içerdiği boyutlar, marka sadakati (brand loyalty), marka ismi farkındalığı (brand awareness), algılanan marka kalitesi (perceived quality), marka çağrışımları (brand associations) ve diğer tescilli marka varlıkları- örneğin patentler, ticari markalar ve kanal ilişkileridir (Şekil 2.3). Bu kavramsal çerçevenin ilk dört bileşeni tüketici ile ilgilidir ve son boyut, patent ve ticari marka gibi varlıkların finansal değeri ile ilgilidir. Yazara göre üstün marka değerine sahip bir marka, müşteri sadakatini etkin bir şekilde teşvik edebilir, yüksek bir piyasa fiyatı talep edebilir ve diğer markalarla başarılı bir şekilde rekabet edebilir (Aaker, 1991, 1996a). Aaker'in marka değeri modeli kavramsal bir modeldir ancak daha sonraki çalışmalar bu modeli ampirik olarak test etmiş (Yoo ve Donthu, 2001; Pappu ve diğer., 2005) ve bir markanın değerine katkılarını büyük oranda açıkladığını bulmuşlardır.



Kaynak: Aaker, D. A. (1991). *Managing brand equity: capitalizing the value of a brand name*. New York: The Free Press

Şekil 2.3. Aaker'in Marka Değeri Modeli

Marka sadakati, bir müşterinin bir markaya olan bağlılığıdır (Aaker, 1991). Marka sadakati, ürünün fiyatı ile ilişkilidir ve bu temel sadakat göstergesidir (Aaker, 1996a). Aaker (1992), marka sadakatine odaklanmanın genellikle değeri yönetmenin etkili bir yolu olduğuna inanmaktadır. Mevcut müşterileri elde tutmak, yenilerini çekmekten çok daha az maliyetlidir. Müşteriler arasında sadakat oluşturarak rakiplerden gelen tehdit azaltılır (Aaker, 1991).

Marka farkındalığı, potansiyel bir alıcının, bir markanın belirli bir ürün kategorisinin üyesi olduğunu tanıma veya hatırlama yeteneği anlamına gelir (Aaker, 1991). Bu boyut, marka değerinin diğer bileşenlerinin var olması için bir ön koşuldur. Farkındalık, hatırlamayı (tüketici tarafından markanın yardımsız hatırlanması) ve tanınmayı (yardımlı hatırlama) içerir.

Algılanan marka kalitesi, tüketicinin ürünün üstünlüğü veya mükemmelliği ile ilgili yargısıdır (Zeithaml, 2000). Aaker (1992), algılanan kalitenin satın alma nedeni sağlayarak, markayı farklılaştırarak, kanal üyelerinin ilgisini çekerek, hat uzantılarına temel oluşturarak ve daha yüksek bir fiyatı destekleyerek değer sağladığını açıklamıştır. Algılanan kalite, yeterince önemli ve kabul edilen bir stratejik düşüncedir (Aaker, 1992). Algılanan kalite, markadan farklı bir varlıktır. Gerçek bir ürün kalitesi ile ilgili değildir, ancak rekabete kıyasla tüketicinin genel ürün kalitesi hakkındaki algısı ile ilgilidir (Aaker, 1991; Zeithaml, 1988). Yüksek düzeyde algılanan kalite, bir markayı rakiplerinden farklı kılar ve pazarda yüksek bir fiyat talep eder (Aaker, 1991).

Marka çağrışımları (veya marka imajı), müşterilerin hafızasında bir markaya bağlı olan herhangi bir şeydir. Marka çağrışımları, ürün özelliklerini, müşteri faydalarını, kullanımları, kullanıcıları, yaşam tarzlarını, ürün sınıflarını, rakipleri ve ülkeleri içerir. Tüketiciler, hafızadaki bilgileri işlemek, düzenlemek ve almak için marka çağrışımlarını kullanır ve bu onların satın alma kararları vermelerine yardımcı olur (Aaker, 1991, 1992). Çağrışımlar, müşterilerin bilgileri işlemesine veya almasına yardımcı olabilir, farklılaştırma ve genişletme için temel oluşturabilir, satın almak için bir neden sağlayabilir ve olumlu duygular yaratabilir.

Marka varlıkları, güçlü rekabet avantajı sağlayabilen patentler, ticari markalar ve kanal ilişkileri anlamına gelir (Ovidiu, 2005). Ticari marka, benzer bir ad, sembol veya paket kullanarak müşterilerin kafasını karıştırmak isteyebilecek rakiplerden marka değerini korur. Patent, güçlü ve satın alma karar süreciyle ilgiliyse doğrudan rekabeti önleyebilir. Ayrıca

müşteriler markanın kullanılabilir olmasını beklediği için bir dağıtım kanalı bir marka tarafından dolaylı olarak kontrol edilebilir.

Aaker'in modelinde marka değerinin ilk dört unsuru TTMD'ye katkıda bulunur ancak, beşinci bileşen TTMD ile ilişkili değildir (Christodoulides ve De Chernatony, 2010). Aaker 1996'da, modelini, marka liderliğini ve markanın pazar davranışını ekleyerek ve tescilli varlıklar bileşenini kaldırarak revize etmiştir (Aaker, 1996b) (Tablo 2.1).

Tablo 2.1. Aaker'in Tüketici Temelli Marka Değeri On Ölçü Modeli

Ölçüm	**Alt Bileşenler**
Marka Farkındalığı	Marka Farkındalığı
Algılanan Kalite	Algılanan Kalite
	Liderlik
Marka Çağrışımları ve Farklılaştırıcılar	Algılanan Değer
	Marka Kişiliği
	Örgütsel Çağrışımlar
Marka Sadakati	Fiyat Primi
	Memnuniyet/Sadakat
Markanın Pazar Davranışı	Marka Pazar Payının Pazar Davranışı
	Fiyat ve Dağıtım

Kaynak: Aaker, D.A. (1996b). Measuring brand equity across products and markets. *California management Review*, *38*(3), 102-120, s.105.

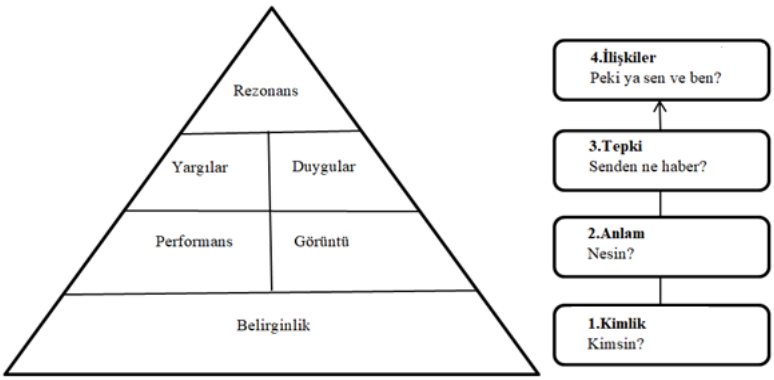
Aaker'in dört boyutundan marka bilinirliği, marka sadakati ve algılanan kalitenin ölçülmesi nispeten kolaydır ve bu yapılara ilişkin ölçekler üretilmiştir ve bu ölçekler hem akademik hem de uygulayıcı kullanımı için mevcuttur. Aaker'in kendisi marka değerini ölçmek için bir ölçek uygulamamıştır ancak diğer araştırmacıların bu yönde çalışmaları olmuştur (Örneğin; Atılgan ve diğer., 2005; Pappu ve diğer., 2005; Yoo ve diğer., 2000; Yoo ve Donthu, 2001).

Birkaç kavramsallaştırma olmasına rağmen, Aaker'in (1991) Tüketici Temelli Marka Değeri'nin boyutluluğu görgül araştırmalarda en yaygın kullanılanıdır. Bununla birlikte, marka çağrışım yapısının ölçülmesinin zor olduğu kanıtlanmıştır çünkü marka çağrışımları, nihayetinde öznel ve ölçülmesi zor olan bireysel tüketici algılarıdır. Bu yaklaşımın temel eleştirilerinden birisi, belirleyicilerin birbirinden bağımsız olmamasıdır (Moisescu, 2007). Örneğin kalite, kısmen farkındalığın, çağrışımların ve sadakatin bir işlevidir. Diğer bir problem ise, Aaker'in belirlediği faktörlerin, marka değerinin sadece belirleyicileri değil, aynı zamanda sonuçları olmasıdır ve bu nedenle girdi ve çıktı aşamaları birbirine

karışmaktadır. Ayrıca, modelde belirli boyutlarda herhangi bir sayısal değer yer almadığından, psikografik fenomen herhangi bir parasal eşdeğere dönüştürülmemektedir (Moisescu, 2007).

2.3.2.2. Keller'ın marka değeri yaklaşımı (1993, 2003)

Keller, TTMD'ye tüketici psikolojisi perspektifinden bakmıştır ve TTMD'yi "Marka pazarlamasına tüketicilerin tepkileri üzerindeki marka bilgisinin farklılaştırıcı etkisi" olarak tanımlamıştır (1993: 2). Bir başka deyişle "TTMD, tüketicilerin ürün veya hizmetin hayali olarak adlandırılmış veya isimsiz bir versiyonuna atfedilen aynı pazarlama karması unsuruna verdikleri tepkilerle karşılaştırıldığında, marka için pazarlama karmasının bir unsuruna tepkisini içerir" (Moisescu, 2007: 96). Keller, marka için pazarlama çabalarının verimliliğini artırmak amacıyla marka değerini kavramsallaştırmıştır. Marka değerinin arkasındaki mantık, müşterilerin ürün veya hizmet hakkında olumlu deneyime dayanarak nasıl düşündüklerini ve hissettiklerini ortaya koymaktır. Bir şirket, müşterisinin marka hakkında olumlu düşünce, duygu ve algılara sahip olacağı bir durum yaratmalıdır. Keller, bu doğrultuda bir marka değeri piramidi oluşturmuştur (Şekil 2.4). Bu piramitte, marka değeri, marka belirginliği (saliance), marka performansları (performance), marka imajı (imagery), marka duyguları (feelings), marka yargıları (judgements) ve marka ilişkileri (resonance) dahil olmak üzere 6 unsurdan oluşmaktadır.

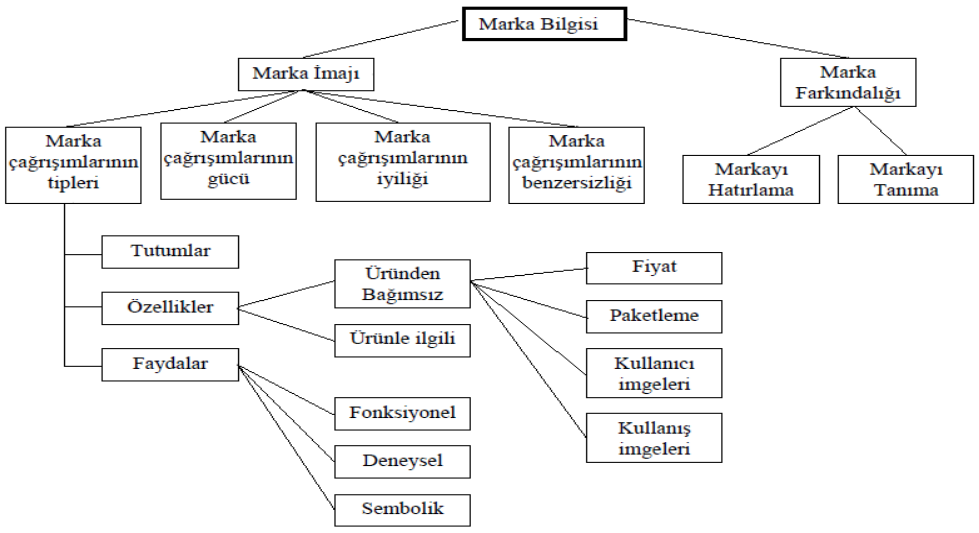


Şekil 2.4. Keller'ın Marka Değeri Piramidi

Kaynak: Keller, K. L. (2003). Understanding brands, branding and brand equity. *Interactive marketing*, *5*(1), 7-20, s.11.

İlk aşama marka kimliği ile ilgilidir ve marka farkındalığının bir ölçüsü olarak marka belirginliğini kullanır (Keller, 2008). İkinci aşama, marka anlamına ilişkindir. Marka anlamı, ya işlevsel (marka performansı) ya da soyut (imajla ilgili) çağrışımlarla karakterize edilir. Kuhn ve arkadaşları, Keller'ın modeline dayanarak, güçlü bir marka oluşturmanın ilk adımının doğru marka kimliğini sağlamak ve amacın markanın müşterilerle özdeşleşmesi ve belirli bir ürün sınıfı veya ihtiyacı ile zihinlerinde bir çağrışım oluşturmak olduğunu belirtmişlerdir (Kuhn, Alpert ve Pope, 2008). Marka tepkisi, Keller'ın modelindeki üçüncü adımdır ve marka anlamında tanımlanan çağrışımların bir kombinasyonuna dayalı olarak markanın görüş ve değerlendirmelerini temsil eder. Bu yargılar genel kalite, güvenilirlik, değerlendirme ve üstünlüğü içerir. Marka duyguları, müşterilerin markaya yönelik duygusal cevapları ve tepkileridir. Piramidin zirvesi, müşteri ile marka arasındaki ilişkinin doğasına atıfta bulunan rezonanstır ve davranışsal sadakat, tutumsal bağlılık, topluluk duygusu ve aktif katılımdan oluşan dört elemente sahip olarak tanımlanır (Keller, 2001).

Keller'a (1993) göre marka değeri, marka bilgisinin sonucunda oluşmaktadır ve marka bilgisi, marka farkındalığı ve marka imajı olmak üzere iki bileşenle tanımlanmaktadır (Şekil 2.5).



Kaynak: Keller, K. L. (1993). Conceptualizing, measuring, and managing customer-based brand equity. *Journal of marketing*, *57*(1), 1-22, s.7.

Şekil 2.5. Keller'ın Tüketici Temelli Marka Değeri Modeli

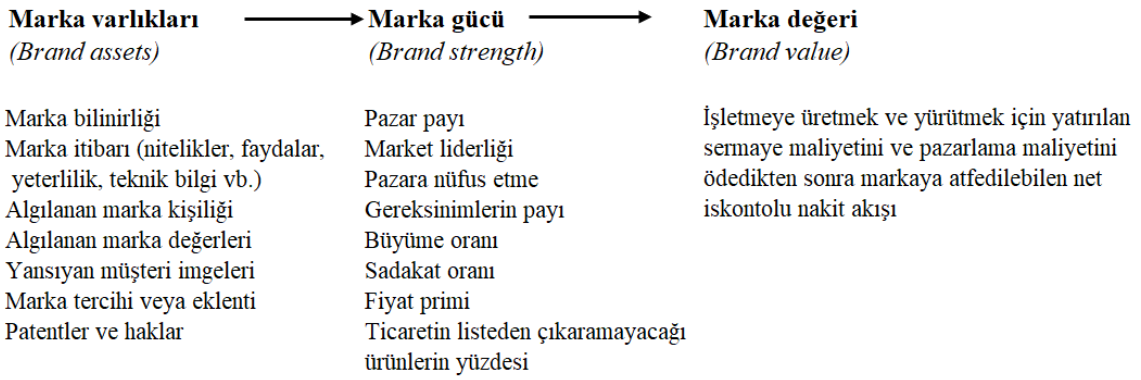
Marka farkındalığı, tüketicilerin markayı farklı koşullar altında tanımlama yeteneğidir (Rossiter ve Percy, 1987) ve tüketiciler tarafından marka hatırlama ve tanıma performansı ile ilgilidir. **Marka imajı**, tüketici hafızasında tutulan marka çağrışımlarının yansıttığı bir marka hakkındaki algılar olarak tanımlanmaktadır (Keller, 1993). Keller, marka imajına ilişkin olarak marka çağrışımlarının tipleri, iyiliği, gücü ve benzersizliği olmak üzere dört boyut belirtmiştir.

Keller, marka değeri gelişiminin analitik ve kavramsal bir tanımını sunmuştur fakat niteliksel temelli marka değerlendirmesinin nasıl parasal birimlere dönüştürülebileceği belirsizliğini korumaktadır (Moisescu, 2007). Keller'ın önerdiği marka değerleme boyutlarının tek bir sayısal büyüklüğe dönüştürülmesi problemlidir. Ayrıca Keller'ın marka imajını oluşturmak imkansız değilse de çok zordur. Kavramsal olarak sağlam ve bir markanın değeri için şüphesiz önemli olmasına rağmen, tüketicinin öznel algılarını nesnel bir şekilde ölçmek, hem Aaker'in (1991) hem de Keller'in (1993) modellerini işlevselleştirmeye girişenler için zorlu bir görevdir.

2.3.2.3. Kapferer'in marka değeri yaklaşımı (1994)

Kapferer'e göre, markalar tedariki tanımlar, garanti eder, yapılandırır ve dengeler. Markalar risk ve belirsizliği azalttıkları için değerlidirler (Kapferer, 1992). Markalar algılanan riski azaltırlar. Algılanan risk ortadan kalktıktan sonra markanın hiçbir faydası kalmaz (Kapferer, 2008). Marka değeri, marka ile müşterileri arasında yeniden satın almada kaliteyi içeren zımni bir sözleşmeye dayanır. Aaker (1992), algılanan kalitenin satın alma nedeni sağlayarak değer sağladığını belirtirken, Kapferer ise otomatik tekrar satın almayı satın alma riskinin azalmasına bağlamıştır. Ana odak, tüketicinin markalı ürünle bağlantılı olarak markanın kalitesi ve fiyatıyla ilgili deneyimine bağlı olan tüketicinin satın alma modelidir. Marka adı, hem üretici hem de tüketici için işlem riskini azaltarak fayda sağlar. Kapferer'e göre marka kazançları ile pozitif bir ilişki içinde olan markanın pazar payı, öncelikle markaya sadık tüketici sayısı tarafından belirlenir.

Kapferer (2008) marka değerini (brand equity) marka varlıkları (brand assets), marka gücü (brand strength) ve marka değeri (brand value) olarak ayırmıştır (Şekil 2.6).

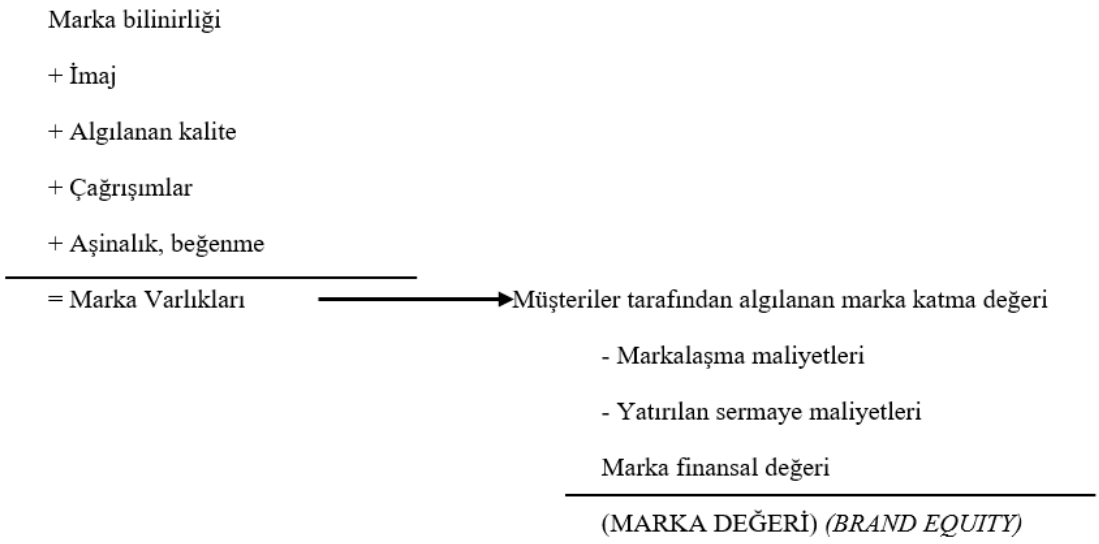


Kaynak: Kapferer, J.N. (2008). *The New Strategic Brand Management: Creating and Sustaining Brand Equity Long Term* (4th ed.). London: Kogan Page, s. 14.

Şekil 2.6. Farkındalıktan Finansal Değere

Müşteri açısından marka değeri olarak da bilinen **marka varlıkları**, öğrenilmiş zihinsel çağrışımlar ve etkilerdir. Bunlar markanın etki kaynakları (farkındalık/dikkat çekme, imaj, tüketicilerle olan ilişki türü) ve patentlerdir. **Marka gücü**, markanın mevcut durumunun bir ölçüsüdür ve çoğunlukla davranışsaldır (pazar payı, liderlik, sadakat, fiyat primi). Markanın gücü, dağıtım parametresini bütünleştirir. **Marka değeri** (brand value) ise, marka pazar gücünün aracılık ettiği marka varlıklarının kar potansiyelidir. Markaların ekonomik katma değer (EVA) üretmesi beklenir. EVA'nın bir kısmı diğer maddi olmayan varlıklara (patentler, teknik bilgiler vs.) değil, markanın kendisine atfedilebilir olmalıdır. Kapferer'e göre eğer marka gelirleri verimlilik artışı, pazarlama gibi faaliyetler için kullanılırsa, düşen maliyetler ve artan gelirler ile birlikte marka gelirleri ve marka değeri artacağından olumlu bir döngü yaratılacaktır.

Kapferer'e (1997) göre marka analizinin farklı kavramları arasındaki ilişkiler aşağıdaki şekilde gösterildiği gibi (Şekil 2.7) özetlenebilir.



Şekil 2.7. Marka Varlıklarından Marka Değerine

Kaynak: Kapferer, J.N. (1997), *Strategic Brand Management*, Great Britain, Kogan Page, s.37.

Bu model, belirleyiciler ve sonuçları arasında net bir ayrım yaptığından, işlevsel bir mantığı vardır ancak Kapferer, hipotezlerini herhangi bir görgül teste tabi tutmamıştır. Ayrıca model, değişen tüketici değerlerini, rakiplerin stratejilerini veya marka değeri büyümesi üzerinde geciktirici etkisi olabilecek diğer faktörleri dikkate almaz (Moisescu, 2007). Kapferer'in modelinde tüketici tercihlerinin aynı kalacağı düşünülmektedir. Değişen koşullar ve rakipler dikkate alınmadığından, markanın sadık müşterilerinin kaybedilebileceği göz ardı edilmiştir.

2.3.2.4. Kamakura ve Russell'ın marka değeri ölçeği (1993)

Kamakura ve Russell'a (1993: 10) göre, TTMD, "Tüketiciler tarafından bir markaya atanan zımni fayda veya değer" olarak ölçülür. Yazarlar, tüketicilerin gerçek satın alma davranışlarını, süpermarket kasa tarayıcılarından alınan gerçek satın alma verilerine dayandırarak incelemişlerdir.

Kamakura ve Russell (1993), marka değerini maddi ve maddi olmayan bileşenlere ayırmış ve bunun bir sonucu olarak iki ana marka değeri kaynağı tanımlamışlardır. Bunlar;

- Algılanan kalite,
- Maddi olmayan marka değeridir.

Yazarlar, “marka değeri”ni ve “maddi olmayan marka değeri”ni marka değerinin iki alternatif ölçüsü olarak önermişlerdir. Yazarlara göre marka değeri algılanan kaliteyi, tüketiciler tarafından markaya verilen değeri ölçer ve bu marka rekabet edebilirliği için bir teşhis işlevi görmektedir. Maddi olmayan marka değeri ise öznel algısal faktörlerle ilişkili faydayı, bir başka deyişle marka çağrışımları ve algısal çarpıtmalar gibi maddi olmayan faktörlerle ilişkili faydayı izole eder.

Bu yöntem, tüketici temelli marka değerini sadece toplu düzeyde değerlendirdiği için sınırlıdır (Baalbaki ve Guzman, 2016). Bununla birlikte, gerçek tüketici davranışını yansıtma avantajını sunması ve marka ayrılabilirliğinin mümkün olduğunu varsayması olumlu yönleridir (Christodoulides ve De Chernatony, 2010).

2.3.2.5. Yoo ve Donthu'nun çok boyutlu marka değeri ölçeği (2001)

Yoo ve Donthu (2001), Aaker (1991) ve Keller'ın (1993) yaklaşımlarını baz alan bir ölçek geliştirmişlerdir. Yazarlara göre marka değeri üç boyuttan oluşmaktadır. Bunlar;

- Marka sadakati,
- Markanın algılanan kalitesi,
- Marka farkındalığı/çağrışımlarıdır.

Yazarların geliştirdikleri “çok boyutlu marka değeri”ni ölçen ölçek, bu üç boyutu yansıtan on maddeden oluşmaktadır. Bu ölçeğin geçerliliğini değerlendirmek için, Yoo ve Donthu (2001) dört maddeli tek boyutlu bir marka değeri ölçüsü geliştirmişler ve bunu “genel marka değeri” olarak adlandırmışlardır. Yazarlar iki ölçüm arasında güçlü ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır.

Yoo ve Donthu’nun (2001) geliştirdikleri bu ölçek, müşteri odaklı olmaması nedeniyle işlevsel olmadığı yönünde eleştirilmektedir (Baalbaki, 2012). Çünkü tamamen öznel olan marka çağrışımları gibi yapıların ölçülmesi çok zordur. Christodoulides ve De Chernatony’ye (2010) göre ise Yoo ve Donthu'nun (2001) geliştirdikleri ölçek, dolaylı yaklaşımlar arasında literatürde bugüne kadarki en sağlam ölçektir. Çünkü, yazarlara göre

Yoo ve Donthu (2001) birden çok kültürden örneklerin aynı anda kullanılmasına atıfta bulunan ölçek geliştirmeye yönelik etik bir yaklaşım benimsemişlerdir. Ayrıca ölçek daha fazla ayarlama gerektirmeden çeşitli ürün kategorilerine uygulanabilir ve aynı zamanda oluşturması ve yönetimi kolaydır. Marka değeri ölçümünün bireysel tüketici düzeyinde yapılması ve ölçümde titiz birçok adımlı doğrulama süreci yürütülmesi de ölçeğin ölçüm gücünü sağlamlaştıran unsurlardır.

2.3.2.6. Young & Rubicam'ın marka varlık değerleyicisi

Reklam ajansı Young & Rubicam, Marka Varlık Değerleyicisi (BAV) ölçümünü geliştirmiştir. Marka Varlık Değerleyicisi (BRANDASSET® VALUATOR), Bavgroup (2022a) tarafından yapılmakta olan tüketici marka algılarına ilişkin dünyanın en büyük ve önde gelen ampirik çalışmasıdır. Bu yaklaşıma göre marka değeri, marka gücü ve marka itibarının bir fonksiyonu olarak görülür ve marka değeri dört başlık altında değerlendirilir (Bavgroup, 2022b);

- *Farklılaşma:* Bir markanın kültürel ortamda dikkat çekme yeteneğini ölçer,
- *Alaka düzeyi:* Bir markanın tüketiciler için ne kadar uygun ve anlamlı olduğunu ölçer,
- *İtibar:* Bir markanın ne kadar saygın olduğunun ve vaatlerini ne kadar yerine getirdiğinin bir ölçüsüdür,
- *Bilgi:* İnsanların bir marka hakkında sahip olduğu anlayış derinliğini, hem olumlu hem de olumsuz bilgileri ölçer

Modelde bu bileşenlerin ayrı ayrı bileşenlerinin ne olduğunu ve neye katkıda bulunduklarını belirlemek için elli iki kriter analiz edilir.

Bu modele ilişkin en önemli eleştiri, bileşenler içinde hangi bireysel kriterlerin belirlendiği ve bu değerlerin nasıl birleştirildiğinin bilinmemesine ilişkindir. Bu model aynı zamanda ortaya çıkan marka değerlerini somut parasal terimlere dönüştürmekte de başarısız olmaktadır (Moisescu, 2007).

2.3.2.7. McKinsey marka değerleme modeli

McKinsey Danışmanlık Şirketi'nin (1994) geliştirdiği bu yöntemde, marka değerlendirme sistemi, bireysel marka gücü değerlerini varsayar ve bunları ölçülebilir olarak belirtir. McKinsey, nicel marka gücü değerlerinin üç P'nin bir fonksiyonu olduğunu varsayar. Buna göre markanın üç P'si şunlardır:

- Performans (Performance),
- Kişilik (Personality),
- Varlık (Presence).

Performans, yani ürünün teslim etme yeteneği, güçlü bir marka için vazgeçilmez bir ön koşuldur. Marka kişiliği, bir markanın etkileyici olması ve bir şeyi temsil etmesi gerektiği anlamına gelir. Güçlü bir markanın diğer bir özelliği ise sürekli, yükselen bir varlık, her yerde bulunabilirlik, reklam malzemelerinde yenilik ve en güncel, çağdaş bir imaj anlamına gelen varlıktır. Bu faktörler, böyle bir güç markasının temel belirleyicileridir.

McKinsey'in yöntemi, bu üç P'nin marka gücünün tüm ilgili faktörlerini gerçekten kapsayıp kapsamadığı veya diğerlerinin de olup olmadığı net olmadığı için eleştirilmektedir. Ayrıca bu yöntem işlevsel bağlam veya küresel marka değeri hakkında herhangi bir bilgi sunmamaktadır (Moisescu, 2007).

2.3.3. Birleşik marka değerlemesi yaklaşımları

Birleşik marka değerlemesi yaklaşımları, marka değerinin hem finansal hem de tüketici temelli bakış açılarını ilişkilendirmiştir. Buradaki fikir, dezavantajları ortadan kaldırmak için şirketin finansal odaklı ve tüketici odaklı modellerini birleştirmektir. Bu modeller, bir markanın pazardaki durumunu analiz edebilmekte ve parasal olmayan bu değerleri parasal değerlere (marka değeri) aktarabilmektedir.

Markaların değerlemesinin ortak değerlendirmelerini sağlamada pazarlama ve muhasebe alanlarının karşılıklı bağımlılığı kabul edilmiştir (Calderon, Cervera ve Molla, 1997; Cravens ve Guilding, 1999). Birleşik ekonomik ve davranışa yönelik marka değerleme modelleri, Schulz ve Brandmeyer (1989), Sattler (1997) ve Bekmeier-Feuerhahn

(1998) gibi araştırmacılar tarafından incelenmiş, ayrıca Interbrand, Brand Finance ve AC Nielsen gibi danışmanlık şirketleri tarafından da modeller geliştirilmiştir.

Schulz ve Brandmeyer, 1989 yılında, "AC Nielsen Marka Bilançosu" modelini geliştirmek için puanlama modelini kullanmışlardır. Bu modeldeki bazı sorunlar sebebiyle A.C. Nielsen 1991 yılında Marka Performans Değerleyicisi (Brand Performancer) Yöntemini geliştirmiştir. Dyson ve arkadaşları (1996), bir markanın maddi olmayan algıları ile elde ettiği maddi gelirler arasındaki boşluğu kapatmak için işlemleri tahmin eden "Tüketici Değer Modeli"ni geliştirmişlerdir. Sattler (1997), uzun vadeli marka değerlemesine yönelik bir model geliştirmiştir. Bekmeier-Feuerhahn (1998), yine hem tüketici hem de firma bakış açısını dikkate alan Pazar Odaklı Marka Değerleme Modeli'ni geliştirmiştir. Semion Brand Broker GmbH tarafından, 1998'de finansal değerlerin yanı sıra davranışsal ve imaj verilerine de güçlü bir şekilde dayanan bir marka değerleme sistemi geliştirilmiştir. Motameni ve Shahrokhi (1998), değer bileşenlerini ölçebilen ve finansal teknikleri uygulayabilen "Global Brand Equity" (GBE) olarak bilinen disiplinler arası bir yaklaşım kullanmışlardır. Baldauf, Cravens ve Binder (2003), finansal parametrelerin yanı sıra, marka değeri ölçütleri olarak algılanan kalite, marka sadakati ve marka çağrışımının kullanılmasını önermişler ve bu ölçütlerin daha yüksek seviyelerine sahip firmaların daha yüksek performans seviyelerine sahip olduğunu bulmuşlardır. Interbrand, Brand Finance ve AC Nielsen gibi danışmanlık şirketleri, her yıl en iyi markalar için ekonomik ilkelere dayalı sıralama listeleri sunmaktadırlar ve bu markaların ne kadar değerli olduğu sorusuna yanıt aramaktadırlar. En iyi küresel markaların sıralamaları, bu çalışmaları yapan şirketlerin ölçümlemelerine bağlıdır. Bu şirketlerin kullandığı marka değerlemesi, hem pazarlama hem de bir finansal ölçütlerini içerir. Öne çıkan modellere ilişkin bilgilere aşağıdaki bölümlerde detaylı olarak yer verilmiştir.

2.3.3.1. Sattler marka değeri yaklaşımı

Sattler'ın (1997) geliştirdiği marka değeri yaklaşımı, uzun vadeli marka değerlemesine yönelik bir modeldir. Uzun vadeli parasal marka değeri, uzun vadeli marka faydasının bir fonksiyonu olarak belirlenir. Modele göre marka değerlemesi, beş aşamalı olarak yapılır:

1. Potansiyel marka değeri göstergeleri belirlenir,
2. Markaların uzun vadeli değeri tahmin edilir,

3. Birleşik analiz ve regresyon kullanılarak uzun vadeli marka değerinin tahmin edilmesindeki göreceli önem belirlenir,

4.Katsayılar belirlenir ve markanın uzun vadeli faydalarını belirlemek için kullanılır,

5.Uzun vadeli marka faydası uzun vadeli parasal marka değerine dönüştürülür.

Sattler analizi, markadan markaya benzer objektif ürün kalitesinin yanı sıra uzun vadede neredeyse sabit kalan bir pazar hacmini varsayarak yapar. Ancak bu koşullar Sattler'ın incelediği ürün grupları dışındaki ürün grupları tarafından her zaman sağlanmaz. Dolayısıyla genel olarak, hesaplanan fayda değerlerinin parasal dönüşümü önemli düzeyde belirsizlik içerir (Huber, 2001).

2.3.3.2. Bekmeier-Feuerhahn'ın pazar odaklı marka değerleme modeli

Bekmeier-Feuerhahn'ın (1998), Pazar Odaklı Marka Değerleme Modeli, tüketici temelli bir bakış açısı ile firma temelli bir bakış açısını birleştirmiştir. Yaklaşım iki adımdan oluşmaktadır:

1. Marka değerinin belirleyicileri belirlenir (Bunlara marka gücü ve marka kazançları dahildir),
2. Marka değeri ve marka kazançları için bir piyasa fiyatının belirlenmesine yönelik marka değerinin veya şirket odaklı marka değerlemesinin pazarla ilgili analizi yapılır.

Model, marka değerinin, piyasa fiyatları temelinde, marka gücü ve marka kazançlarından türetildiğini varsayar. Modelin, marka değerlendirmesinin özel gereksinimlerini dikkate alması ve somut bir parasal değer üretmesi nedeniyle bütünleştirici bir yaklaşım sunması öne çıkan özelliğidir. Bekmeier-Feuerhahn modelinin diğer bir olumlu özelliği, markanın değerlendirilmesine ayrıntılı, bütünleştirici bir tutum sunmasıdır ve ileriye dönük olmasıdır. Markanın gücü, sadece günümüzün davranışları üzerinde değil, aynı zamanda geleceğin tutarlı kalıpları üzerinde de önem taşır (Bivainiene ve Sliburyte, 2008). Ancak olumlu yanlarının yanı sıra, modelin problemli tarafları da vardır. Örneğin, analiz edilecek ürün pazarına yönelik herhangi bir kategori algısı sağlamaz. Bu nedenle, marka gücünü belirlemek için gereken kategori çağrışımları tanımlanamaz. Ayrıca "Analiz edilecek markanın bir ürün yeniliği olması durumunda, öncü olarak adlandırılan bir markanın lansmanında marka gücünü belirlemeye yardımcı olacak hiçbir kategori ürünü

veya diğer karşılaştırmalı ürünler bulunmadığından, büyük zorluk vardır.” (Huber, 2001: 68).

2.3.3.3. Semion marka değeri yaklaşımı

V. Semion tarafından 1998’de geliştirilen marka değeri yaklaşımı**,** Semion Brand Broker GmbH tarafından kullanılan marka değerleme sistemidir. Model, finansal değerlere ek olarak davranışsal verilere ve imaj verilerine dayanmaktadır. Wermelskirchen’ın (1999) “İsmin Gücü” isimli makalesinde ifade ettiği üzere Semion, dört marka değeri sürücüsü tanımlamıştır (akt., Abele ve diğer., 2004). Bunlar;

- Şirketin finansal değeri,
- Marka koruması,
- Marka gücü,
- Marka imajıdır.

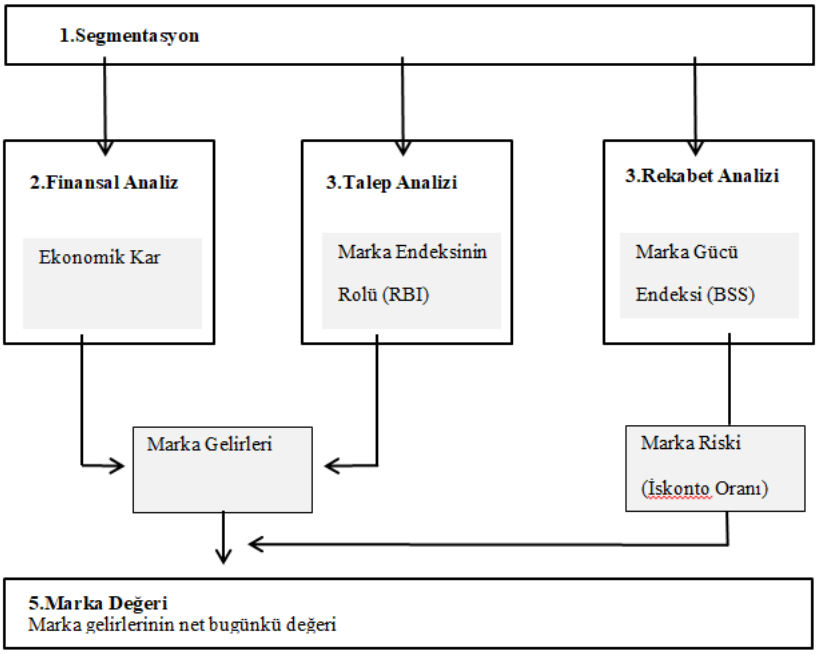
Modelde, hem belirleyicilerin seçimi hem de faktör değerlerini oluşturmak için bireysel ağırlıklandırma faktörlerinin keyfi ve doğrulanamaz olması öznel etkilere yol açtığı için eleştirilmiştir (Huber, 2001). Modelin diğer bir eksikliği ise geleceğe yönelik projeksiyonu olmamasıdır. Ayrıca marka imajının temel faktörlerinin oluşturulması çok çaba gerektiren bir konudur (Bivainiene ve Sliburyte, 2008).

2.3.3.4. Interbrand marka değerleme modeli

Interbrand Group, marka değeri değerlendirme modelini ilk olarak 1984 yılında tanıtmıştır. 2000 yılından bu yana "En İyi Küresel Markalar" adlı raporunu her yıl yayınlamakta ve raporda marka değeri "markasız ürünlere kıyasla markalı ürünlere tahakkuk eden artan nakit akışları" açısından değerlendirilmektedir. Interbrand, değerlemelerde üç temel bileşeni dikkate almaktadır (Interbrand, 2021):

- Markalı ürün veya hizmetlerin finansal performansı,
- Markanın satın alma kararlarında oynadığı rol,
- Markanın rekabet gücü.

Interbrand marka değerleme modeli aşağıdaki şekilde gösterilmiştir (Şekil 2.8).



Şekil 2.8. Interbrand Marka Değerleme Modeli

Kaynak: Rocha, M. (2012). Brand Valuation, A Versatile Strategic Tool for business, Interbrand, s.6.

Değerlemelerde *ilk olarak*, finansal analiz kısmında bir kuruluşun yatırımcılarına toplam finansal getirisi veya ekonomik karı ölçülmektedir. Ekonomik kar ise markanın vergi sonrası işletme karı eksi markanın gelirini ve marjlarını oluşturmak için kullanılan sermayenin ücretidir. *İkinci olarak*, markanın satın alma kararlarında oynadığı rolün analizinde, satın alma kararının diğer faktörlere (örneğin, fiyat, uygunluk veya ürün özellikleri gibi satın alma sürücüleri) karşıt olarak markaya atfedilebilen kısmı ölçülmektedir. Marka İndeksinin Rolü (RBI-Role of Brand Index) bunu yüzdesel olarak göstermektedir. RBI hesaplanması için üç yöntemden birisi kullanılır: Görevlendirilmiş pazar araştırması, aynı sektördeki markalarla Markanın Rolü Puanları'nın kıyaslanması veya uzman paneli değerlendirmesi. *Üçüncü olarak,* marka gücü analizi ile markanın sadakat yaratma yeteneği ölçülür. Bu analiz, 10 faktör üzerinden bir değerlendirmeye dayalı olarak yapılmaktadır ve markanın güçlü ve zayıf yönlerinin kapsamlı bir görüntüsünü sunmaktadır. 10 Marka Gücü faktörü hem iç hem de dış boyutlara dayanmaktadır (Interbrand, 2021). Bu boyutlar ise şunlardır:

İç Faktörler

1. *Yön:* Marka için açık bir amaç ve hırs, bunları zaman içinde gerçekleştirme planı ve bu planların nasıl yürütülmesi gerektiğine rehberlik edecek tanımlanmış bir kültür ve değerler derecesi,
2. *Hizalama:* Tüm organizasyonu aynı yöne çekme, marka stratejisine bağlı olma ve bunu iş genelinde yürütmek için sistemler tarafından yetkilendirilme derecesi,
3. *Empati:* Kuruluşun müşteriler ve daha geniş paydaşlarla uyum içinde olma, onların ihtiyaç ve inançlarına etkin ve uygun şekilde yanıt verme derecesi,
4. *Çeviklik:* Bir şirketin fırsatlar veya zorluklar karşısında gösterdiği pazarlama hızı.

Dış Faktörler

1. *Ayırt edicilik:* Müşterilerin tanıdığı ve kopyalanması zor olan işaret varlıklarına ve deneyimlere sahip olması,
2. *Tutarlılık:* Müşteri etkileşimlerinin, kanala ve bağlama göre değişmekle birlikte, markanın anlatımı ve hissi için özgün kalma derecesi,
3. *Katılım:* Markanın müşterileri ve ortakları kendine çekme, diyalog duygusu yaratma ve katılımı ve iş birliğini teşvik etme becerisine sahip olma derecesi,
4. *Mevcudiyet:* Bir markanın ilgili kitlelere her yerde hazır hissetme derecesi, olumlu olarak konuşulması ve bir müşterinin marka kategorisinde bir ihtiyacı olduğunda kolayca hatırlanması,
5. *Güven:* Bir markanın, müşterilerin sahip olduğu (yüksek) beklentilere karşı ne ölçüde hizmet verdiğinin görülmesi, bütünlük içinde ve müşterilerin çıkarları göz önünde bulundurularak hareket ettiğinin algılanması,
6. *Yakınlık:* Sağlanan işlevsel ve duygusal faydalara bağlı olarak müşterilerin markayla olumlu bir bağ hissetme derecesi.

Kaynak: Interbrand (2021). Best Global Brands 2021: Methodology. 20 Aralık 2021, https://interbrand.com/thinking/best-global-brands-2021-methodology/

Bu yaklaşım, yaygın olarak kabul görmekte ve marka bilinci oluşturmanın tüm yönlerini dikkate almaktadır. Modelde ekonomik kar rakamı kullanılarak tüm ek maliyetler ve tüm pazarlama harcamaları hesaplanmaktadır. Modelin en büyük eksikliği, uluslararası bileşeni, yerel marka kazançları üzerinden uygulamasıdır (Abratt ve Bick, 2003). Diğer bir zayıflığı, öznel bileşenlerin güçlü etkisidir (Abele ve diğer., 2004). Örneğin, faktörlerin

seçimi ve ağırlıklandırılması, marka gücü kriterlerinin belirlenmesi, çarpan için kullanılan ölçek sistemi gibi uygulamalar öznellik içermektedir.

2.3.3.5. Brand Finance marka değerleme modeli

Brand Finance Şirketi, 1996 yılında "pazarlama ve finans arasındaki boşluğu doldurmak" amacıyla kurulan dünyanın önde gelen bağımsız marka değerleme ve strateji danışmanlığı şirketidir (Brand Finance, 2022). Değerlemeler için, 14 sektörde 30 ülkede 5.000 markanın tüketici algılarını ölçmek için Global Marka Değeri İzlemesi yürütülmekte ve Marka Gücüne dahil edilmektedir (Haigh, 2021).

Brand Finance şirketi marka değerlemesinde iki temel ölçümü dikkate almaktadır;

1. Bir marka altında faaliyet gösteren işletmenin finansal performansı (gelirleri),
2. Marka gücü ölçümleri.

Ölçümler için genel anlamda sırasıyla;

1.Marka gücü endeksi hesaplanır. Marka Gücü ölçümü üç bileşenden oluşmaktadır;

- Pazarlama Yatırımı (Marka sadakati ve pazar payı oluşturmak için pazarlamacılar tarafından uygulanan yaygın olarak tanınan faktörler),
- Paydaş Değeri (Müşteriler başta olmak üzere, paydaşlar tarafından markanın algılanması),
- İş Performansı (Markanın fiyat ve hacim primine ulaşmadaki başarısını temsil eden kantitatif pazar ve finansal ölçüler).

2.Marka telif hakkı oranı (Hak bedeli) belirlenir. Bu aşamada marka gücü endeksi uygun bir sektör telif hakkı bedeli aralığına uygulanır.

3.Marka getirileri hesaplanır (Bir markaya atfedilebilecek gelecekteki gelirin tahmini).

Marka Değeri'nin hesaplanması için**,** marka gücü endeksi, telif hakkı oranı ve marka gelirleri çarpılır. Bulunan bu değer, vergi sonrası gelirlerin bugünkü değere indirgenmiş halidir (Haigh, 2021).

Model, kısaca aşağıdaki şekilde ifade edilebilir;

Marka Gücü Endeksi (BSI-Brand Strenght Index) Marka Telif Oranı (Brand Royalty Rate)* Marka Gelirleri (Brand Revenues)= Marka Değeri (Brand Value)*

Sıralamalara ilişkin olarak, "Telif Ücretinden Arındırma Yöntemi" (Royalty Relief Methodology) olarak adlandırılan bir metodoloji kullanılmakta, değerlemelerde temel olarak lisans anlaşmalarının gerçek dünyadaki örnekleri kullanılmaktadır. Bu yöntemde, bir şirketin markasına sahip değilmiş gibi lisans vermek için ödemeye razı olacağı değer belirlenmektedir. Bu yaklaşım, bir markaya atfedilebilecek gelecekteki gelirin tahmin edilmesini ve markanın kullanımı için ücretlendirilecek bir telif ücretinin hesaplanmasını içerir. Bu süreçteki aşamalar aşağıdaki gibidir (Haigh, 2021);

1. Duygusal bağlantı, finansal performans ve sürdürülebilirlik gibi bir dizi ilgili özelliğin dengeli bir puan kartını kullanarak 0 ile 100 arasında bir ölçekte Marka Gücü Endeksi (BSI) hesaplanır,
2. İlgili marka sektörleri için telif oranı aralığı belirlenir,
3. Telif ücreti hesaplanır; marka gücü puanı, telif ücretine ulaşmak için telif ücreti aralığına uygulanır.
4. Her bir belirli marka ve endüstri sektörüne atfedilebilen ana şirket gelirlerinin bir oranı tahmin edilerek markaya özel gelirler belirlenir,
5. Geçmiş gelirler, öz sermaye analist tahminleri ve ekonomik büyüme oranlarının bir işlevi kullanılarak tahmini markaya özel gelirler belirlenir,
6. Markanın kullanımı için zımni telif ücretini elde etmek için telif ücreti tahmini gelirlere uygulanır,
7. Tahmini telif hakları, vergi sonrası, marka varlığına atfedilebilecek gelecekteki gelirin bugünkü değerini temsil eden net bugünkü değere indirgenir.

Brand Finance yöntemi, markadan elde edilen kazançları piyasa parametrelerine bağlama özelliğine sahiptir. Yöntem, hem marka gücü endeksi ile müşteri bakış açısını hem de işletmenin finansal performansını ölçümlemelere entegre ederek, pazarlama ve finans açısından bütünleşik bir bakış açısı sunmaktadır. Bununla birlikte, telif hakkı indirimi yönteminin potansiyel sınırı, artık gelirin yokluğunda veya hatta negatif geliri olan şirketler için pozitif marka değerlerinin belirlenmesi olasılığı ile temsil edilir. Bunun nedeni ise marka kazançlarının her zaman pozitif olan iki faktörün (satışlar ve telif oranı) çarpılmasıyla elde edilmesidir (Bagna, Dicuonzo, Perrone ve Dell'Atti, 2017).

2.3.3.6. A.C. Nielsen marka bilançosu ve A.C. Nielsen marka performans değerleyicisi

A.C. Nielsen marka bilançosu yöntemi, Interbrand modelinde olduğu gibi Schulz ve Brandmeyer tarafından geliştirilmiştir. Ancak daha sonra A.C. Nielsen şirketi, marka bilançosu yöntemini iyileştirmek amacıyla Marka Performans Değerleyicisi Yöntemini geliştirmiştir.

Marka bilançosu, marka değerinin iyi göstergelerine ilişkin toplam 19 ayrı kriterden oluşmaktadır (Schulz ve Brandmeyer, 1989). 19 kriterin her birinin göreceli derecesi, karşılaştırmayı ve operasyonelleştirmeyi kolaylaştırmak için standartlaştırılmış bir ölçek değerine dönüştürülür. Daha sonra, gelir yaklaşımı ile markanın parasal değeri hesaplanır. Bunun için de satışlardan elde edilen marka gelirleri, tahmini pazar payı ve markanın sektörel getirileri hesaplanır ve bir iskonto faktörü belirlenerek uygulanır. Bu yöntemde, kazanç-kapasite değeri, marka değerinin bir ifadesi olarak görülmektedir.

Marka bilançosu yönteminde, puanlama sistemlerine özgü kriterlerin subjektif olarak belirlenmesi ve ağırlıklandırılması, aralarındaki karşılıklı bağımlılık ve yetersiz işlevsel hiyerarşi gibi birtakım problemler söz konusudur (Huber, 2001). Ayrıca kriterlere dayalı markanın güçlü ve zayıf yönlerinin nasıl iyi bir pazar payı tahmini veya bu payda herhangi bir değişiklik sağlayabileceği açık değildir.

Marka bilançosu yönteminin iyileştirilmesine yönelik olarak A.C. Nielsen Marka Performans Değerleyicisi (Brand Performancer) yöntemini geliştirmiştir. Marka Performans Değerleyicisi, marka bilançosunun temel fikrini korumaktadır ve toplam dört modülden oluşmaktadır. Bunlar marka izleme, marka idare sistemi, marka kontrol sistemi ve marka değer sistemidir (Huber, 2001).

A.C. Nielsen (2006) değerleme modeli, “Temsilci markanın yıllık satışları”, “Net faaliyet marjı”, “Göreceli marka gücü” ve “Sürekli yıllık net bugünkü değer iskonto faktörü”nün katları olan bir marka değeri hesaplamasına sahiptir. A.C. Nielsen'in (2006) modeline göre, markanın parasal değeri tahmini pazar hacmi ile ölçülür ve ardından bir bütün olarak pazarın kazanç potansiyelini hesaplamak için yıllık net işletme marjı ile çarpılır. Bu satış potansiyeli ve göreceli marka gücü çarpılarak markanın içinde bulunulan iş yılı için marka değeri payı belirlenir. Daha sonra marka değeri, bir sermaye piyasası faiz faktörü

kullanılarak gelecekteki marka kazançlarını iskonto ederek, kalıcı bir yıllık gelir varsayılarak belirlenir.

Bu model, pazarlama karar vericilerine ve marka planlaması için ihtiyaç duydukları spesifik bilgilere odaklanır. Böylece karmaşık pazar ortamları, uzun vadeli marka olgunlaştırma ve başarılı marka yönetimi arasında bir korelasyon oluşturarak ilgili verileri sağlar. Diğer yandan, AC Nielsen modelinde, Interbrand modelinde olduğu gibi, gelir potansiyelinin belirlenmesi, net faaliyet marjının tahmin edilmesi ve kazanç kapasitesi-değer formülüne entegre edilmiş risk priminin hesaplanması sürecinde hala öznel faktörler bulunmaktadır (Abele ve diğer., 2004).

2.3.3.7. BBDO marka değeri değerlendirme sistemi

Alman danışmanlık firması BBDO Consulting GmbH tarafından geliştirilen BBDO Marka Değeri Değerlendirme Sistemi, sektörler arasındaki farklılıkları dikkate alan çok aşamalı bir marka değerleme faktörü modelidir. Model, marka değerinin sekiz belirleyicisini dikkate alır (Huber, 2001). Bunlar;

- Satış performansı ve potansiyeli,
- Gelişme beklentileri,
- Uluslararası yönelimi,
- Reklam desteği,
- Bulunduğu sektördeki gücü,
- İmajı,
- Son üç yıldaki vergi öncesi kazanç,
- Net işletme marjı.

BBDO marka değerleme modelinin avantajı, endüstriler arasında ayrım yapmasıdır ve bu özellikle reklam desteği açısından önemlidir (Huber, 2001). Modelin diğer bir avantajı ise geleceğe yönelik değişkenleri dikkate almasıdır. Bu, marka geliştirme fırsatlarının değerlendirilmesini sağlar. Ayrıca modelin ölçüm prosedürü ile hesaplamalar için gerekli veriler karmaşık değildir ve oldukça kolay elde edilebilir (Bivainiene ve Sliburyte, 2008).

2.3.3.8. Millward Brown'ın brandz marka değerleme yöntemi

Millward Brown, 55'ten fazla ülkede faaliyet gösteren küresel bir araştırma şirketidir ve WPP'nin veri yatırım yönetimi bölümü olan Kantar'ın bir parçasıdır. Millward Brown ve WPP, üç temel adıma dayanan kendi marka değerleme metodolojilerini geliştirmişlerdir (Millward Brown, 2015; Duguleana ve Duguleana, 2014):

1. Finansal Değerin Hesaplanması,
2. Marka Katkısının Belirlenmesi,
3. Marka Değerinin Hesaplanması.

Finansal değerin belirlenmesine ilişkin olarak öncelikle yıllık raporlardan ve Kantar Perakende gibi diğer kaynaklardan gelen finansal bilgiler analiz edilir. Bu analiz, Atfetme Oranı dediğimiz bir metrik verir. Belirli bir markaya atfedilen Kurumsal Kazanç miktarı olan Markalı Kazançlar'a ulaşmak için Kurumsal Kazançlar Atfetme Oranı (Attribution Rate) ile çarpılır. Daha sonra gelecekteki kazançları tahmin etmek için Çoklu Marka (Brand Multiple) bileşeni hesaplanır. Bu bileşen, gelecekteki kazanç beklentilerini mevcut kazançların bir katı olarak değerlendirir. Ayrıca, hisse senetlerinin piyasa değerini belirlemek için Bloomberg verileri tarafından sağlanan bilgiler, Brand Multiple'ın hesaplanmasında kullanılır. Daha sonra markalı kazançlar Çoklu Marka ile çarpılır (Millward Brown, 2015). *Marka katkısının* belirlenmesine yönelik olarak, markanın tüketicilerin zihninde var olan maddi olmayan duran varlığının değeri hesaplanır. Bunun için de markaların üç yönüne odaklanılmıştır; anlamlı olmak, farklı olmak ve öne çıkmak. Bu marka çağrışımları tarafından sağlanan satın alma hacmi ve ekstra fiyat primi belirlenir. Son olarak *marka değerinin* hesaplanması için Finansal Değer ile Marka Katkısı çarpılır (Millward Brown, 2015).

BrandZ metodunu farklı kılan özelliği, müşteri bakış açısının hem çevrimiçi hem de yüz yüze dünya çapında devam eden, derinlemesine nicel tüketici araştırmaları yürüterek, kategori bazında ve pazar bazında markaların küresel bir resmi oluşturularak elde edilmesidir (Millward Brown, 2015). Bununla birlikte bu metot maddi olmayan varlıklara dayalı karları yeterince ayıramaması ve kurumsal markaları değerlendirememesi nedeniyle eleştirilmektedir (Terzic ve Dalic, 2019).

3. HİSSEDAR DEĞERİ VE HİSSEDAR DEĞERİ ÖLÇME YÖNTEMLERİ

Bu bölümde öncelikle hissedar değeri kavramı ele alınmış, daha sonra hissedar değerini ölçme yöntemleri muhasebe temelli, finansal piyasa fiyatına dayalı ve değer temelli ölçümler bağlamında tartışılmıştır. Devamında marka değerinin hissedar değerine etkisinin ölçümlenmesinde kullanılan belli başlı yöntemlere yer verilmiştir.

3.1. Hissedar Değeri Kavramı

Hissedar değeri, karlılığı, dolayısıyla değer yaratmayı hissedar veya yatırımcı perspektifinden değerlendiren bir kavramdır. Hissedarlara değer yaratmak, kuruluşların temel hedeflerinden biri haline gelmiştir ve finansal yöneticiler, finansal kararlar alırken hissedarların çıkarlarını göz önünde bulundururlar. Giderek artan bir şekilde, üst yöneticiler ve kurullar tarafından kullanılan retorik, yönetimin birincil görevinin hissedarlara getirileri maksimize etmek olduğu şeklindedir (Black, Wright, Davies ve Bachman, 2001). Kuruluşlar sahiplerinin araçları olarak görülür, bu nedenle onlar için değer sağlamalıdırlar. Bu kavramdaki değer, hisse fiyatı, temettüler ve ekonomik kar gibi ölçütlerle ölçülür. Hissedar değeri maksimizasyonu hedefi, bir organizasyonun tek risk sahibi olan ve organizasyonla ilgili tüm riskleri üstlenen ve sermayeye katkıda bulunan sahiplerin kontrolünde bir araç olarak görüldüğü firma teorisine dayanmaktadır. Servet maksimizasyonu, hisselerin piyasa değerindeki artışla birlikte sermayenin değer kazanmasıyla veya temettü şeklinde veya her ikisi şeklinde olabilir.

Modern finans dört ilkeye dayanmaktadır: nakit akışının önemi, paranın zaman değeri, sermayenin fırsat maliyeti ve net bugünkü değer kavramı (Doyle, 2000). Nakit akışı değerin başlıca unsurudur çünkü yükümlülükler yerine getirildikten sonra hissedarlar nakit elde ederler. Nakit aynı zamanda bir zaman değerine sahiptir. Sermayenin fırsat maliyeti ise yatırımcıların benzer risklere sahip alternatif yatırımlardan elde edebilecekleri getiridir. Net bugünkü değer kavramı ise bir varlığın değerinin hesaplanmasında sermayenin fırsat maliyeti ile iskonto edilen serbest nakit akışlarının toplamını ifade eder. Hissedar değeri analizi ise yöneticiler gelecekteki tüm nakit akışlarının indirgenmiş değerini artıran kararlar aldığında bir işletmenin değerinin arttığını belirten sağlam temelli bir finans teorisine dayanmaktadır (Lukas, Whitwell ve Doyle, 2005). Brigham ve Houston'a (2004) göre,

hissedar değeri üç temel değişkene, risk, kar ve yatırılan sermaye miktarına bağlı olarak belirlenir. Bir yatırım sermaye maliyetinden (iskonto oranı) daha büyük bir ekonomik getiri sağladığında değer yaratılır. Şirketlerin, hissedar değeri yaratmaları için, bir başka deyişle sermaye maliyetlerini aşan kazançlarını sürdürmek için, farklı bir avantaj geliştirmeleri gerekir.

Bugünkü anlamıyla finansal performansın değerlendirilmesinde, Modigliani ve Miller'ın işletmenin değer kaynağı olarak nakit akışlarını ön plana çıkarmaları ve İndirgenmiş Nakit Akışları tekniğini tanımlamaları bir başlangıç oluşturmuş ve ayrıca Markowitz'in geliştirdiği Modern Portföy Kuramı ve Finansal Varlık Fiyatlama Modeli ile de hissedar değeri kavramı tartışılmaya başlanmıştır. Sermaye Varlığı Fiyatlandırma Modeli'ne (CAPM) göre hissedar değeri, yatırımcılar tarafından finansal varlıklara ilişkin hem gerçekleşen hem de beklenen getirilerin belirli bir hisseye sahip olmanın getirdiği riskle ilgili görülmüştür. Sonrasında *asil-vekil kuramı* kapsamındaki tartışmalar işletme sahipleri ve yöneticileri arasındaki çıkar çatışmasına odaklanmış ve bu problemden hareketle yeni performans ve yönetim tekniklerinin gereği ortaya çıkmıştır. Anlayıştaki bu değişimin bir sonucu olarak da işletmelerin nihai amacının karı maksimize etmek yerine, işletme değerinin/hissedar servetinin maksimize edilmesini öne süren "Değer Temelli Yönetim" anlayışının temelleri atılmıştır. "Değer" kavramı ile anlatılmak istenen, işletmenin "piyasa değeri"dir. Piyasa değeri ise bir işletmenin yaşamı süresince sağlayacağı öngörülen nakit akışlarına bağlı olarak belirlenir. 1990'lı yıllara kadar yöneticiler firmaların performansını gelir tablosuna göre değerlendirmişlerdir (Helfert, 2001). Daha sonra kar maksimizasyonunun büyüme ve sürdürülebilirlik için tek kriter olmadığı anlaşılmış ve yöneticiler karlılık ile birlikte getirileri de analiz etmek için daha iyi göstergeler aramaya başlamışlardır.

Değer Temelli Yönetim (Value Based Management), değer yaratmayı şirket stratejisinin merkezine koyan, yönetim kontrol sistemleri de dahil olmak üzere çeşitli unsurlara dayalı entegre bir yönetim yaklaşımı olarak tanımlanabilir (Copeland, 2002; Ittner ve Larcker, 2001). Bu yaklaşım, iş süreçlerinde, kurumsal değerlerde ve sorumluluk alma biçiminde uzun vadeli değişiklikler üretir (Munteanu, Danaita, Hurbean ve Bergler, 2012). Değer Temelli Yönetim'in temel özelliği, yatırılan sermayenin maliyetlerini ve firmanın karlılığını birleştiren değere dayalı ölçütlerdir (Copeland, 2002). Değer Temelli Yönetim yaklaşımının kökenleri, Rappaport'un (1981) hissedar değeri yönetim doktrinine dayanmaktadır. Rappaport'un hissedar değeri yaklaşımının temel fikri, artan sahiplik ve

kontrol ayrımının neden olduğu halka açık firmalarda vekalet maliyetlerini azaltmak için dahili kurumsal hedefleri hissedarların değer maksimizasyonu çıkarlarıyla uyumlu hale getirmektir (Rapp, Schellong, Schmidt ve Wolff, 2011: 174). Değer temelli yönetim, üç ana bileşen üzerinde yoğunlaşmaya yol açar: değer yaratmak, değeri yönetmek ve değeri ölçmek (Munteanu ve diğer., 2012). Değer Temelli Yönetim altı temel adımı içermektedir (Ittner ve Larcker, 2001: 353):

1. Hissedar değerinin artmasına yol açan belirli dahili hedeflerin seçilmesi,
2. Seçilen hedeflere ulaşılmasına yönelik tutarlı stratejilerin ve organizasyonel tasarımların seçilmesi,
3. Kurumun stratejileri ve kurumsal tasarımı göz önüne alındığında, işte gerçekten değer yaratan belirli performans değişkenlerinin veya "değer sürücüleri"nin belirlenmesi,
4. Değer sürücü analizinde belirlenen önceliklere dayalı olarak eylem planları geliştirilmesi, performans ölçütlerinin seçilmesi ve hedeflerin belirlenmesi,
5. Eylem planlarının başarısının değerlendirilmesi ve organizasyonel ve yönetsel performans değerlendirmelerinin yapılması,
6. Mevcut sonuçlar ışığında organizasyonun iç hedeflerinin, stratejilerinin, planlarının ve kontrol sistemlerinin süregelen geçerliliğinin değerlendirilmesi ve gerektiğinde değiştirilmesi.

Hissedar Değeri kavramı ilk defa 1986 yılında Rappaport tarafından "Hissedar Değeri Yaratmak" adlı çalışmasında tanımlanmıştır. Rappaport bu kitapta, hissedar değerinin önemini açıklamış ve hissedar değerini ölçmeye yönelik yeni ölçümlerin ROE, ROI ve EPS gibi diğer muhasebe yöntemlerinden nasıl farklı olduğunu açıklamıştır. Rappaport'a (2006) göre, hissedar değeri için en önemli ilkelerden biri, kısa vadeli kazançları düşürme pahasına bile, beklenen değeri en üst düzeye çıkaran stratejik kararlar almaktır. Bir şirketin veya bir iş biriminin toplam ekonomik değeri borç ve özsermayelerinin toplamıdır (Rappaport, 2001). Şirketin bu değeri *kurumsal değer* olarak bilinirken özsermaye kısmının değerine ise *hissedar değeri* adı verilir. Bu tanıma göre şirketin değeri aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir;

Kurumsal Değer = [Borç Değeri + Hissedar Değeri].

Hissedar Değeri için ise formül aşağıdaki gibi olmaktadır:

Hissedar değeri = [Kurumsal Değer-Borç Değeri]

Bu formülde borcun değeri, borcun piyasa değerini temsil eder. Kurumsal değer, toplam firma veya iş biriminin değeridir ve aşağıdaki bileşenlerin toplamı olarak hesaplanır:

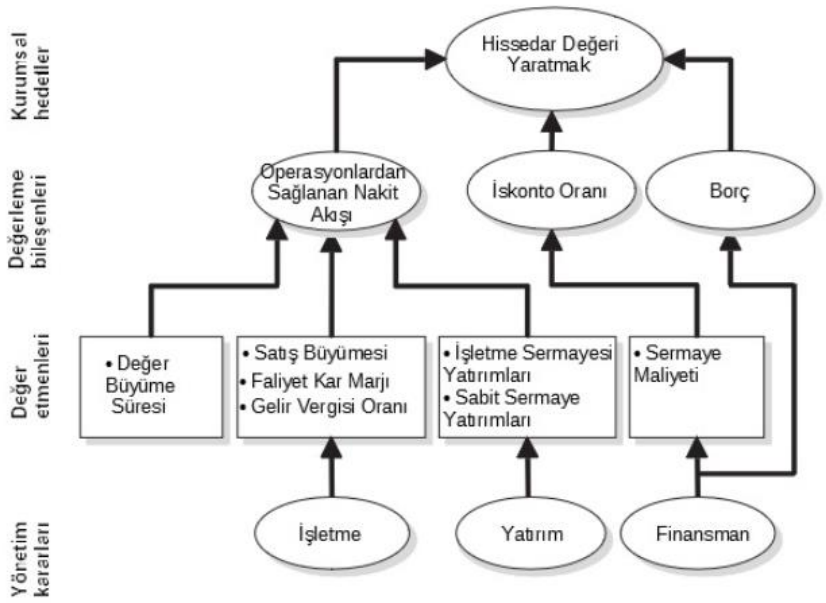
- Tahmin dönemi boyunca faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışlarının bugünkü değeri,
- Tahmin döneminin ötesindeki döneme atfedilebilen işin değerini temsil eden "artık değer",
- Nakde dönüştürülebilen ve işletme faaliyeti için gerekli olmayan menkul kıymetlerin ve diğer yatırımların cari değeri.

Bu yöntem, indirgenmiş nakit akışı yöntemi (DCF) olarak da bilinir.

Rappaport'a (1986) göre, bir şirketin ekonomik değeri, gelecekteki tüm serbest nakit akışlarının bugünkü değerine karşılık gelir. Hissedar değeri yaklaşımı, serbest nakit akışlarını iskonto eder çünkü sadece bunlar hissedarları ve alacaklıları memnun etmek için kullanılabilir. Ayrıca yönetimsel tedbirler, değer faktörleri ve ilgili yönetim kararları temelinde değerlendirilebilir. Buna göre Rappaport (1986), bir işletmede değer yaratmak için yönetilebilecek yedi değer faktörü önermiştir. Bunlar;

- Satışlarda büyüme,
- Faaliyet kar marjında artış,
- Nakit vergi oranının düşürülmesi,
- İşletme sermayesi yatırımında (WCI-Working Capital Investment) azalma,
- Sabit varlık yatırımında azalma,
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (WACC-Weighted Average Cost of Capital) azaltılması,
- Rekabet avantajı süresinin artmasıdır.

Rappaport, bu değer faktörlerini bir hissedar değeri ağı içerisinde Şekil 3.1'de olduğu gibi göstermiştir.



Şekil 3.1. Hissedar Değeri Ağı

Kaynak*:* Rappaport, A. (1986). *Creating shareholder value: the new standard for business performance*. New York: Free Press.

Özetle değer yaklaşımı, yönetim sürecine farklı bir yaklaşım getirmiş ve yöneticiler odaklarını hissedar değeri yaratmaya yönlendirmeye başlamışlardır. Bu kavramdaki değer, hisse fiyatı, temettüler ve ekonomik kar ile ölçülmektedir (Munteanu ve diğer., 2012). Bu yaklaşıma göre hissedarlar için değer, yalnızca "kar" sermaye maliyetini aştığında elde edilir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC), tüm yatırımcılar için gelecekteki beklenen serbest nakit akışını bugünkü değere dönüştürmek için kullanılan iskonto oranı veya paranın zaman değeridir (Copeland, Koller ve Murrin, 2000).

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC), üç bölümden oluşur;

- Borç maliyeti (r_d),
- İmtiyazlı hisse senedi maliyeti (r_{ps})
- Adi hisse senedi maliyeti (r_s)

w_d, w_s, w_{ps} – her birimin ağırlıkları.

$$WACC = w_d r_d(1 - t) + w_{ps} r_{ps} + w_s r_s$$

Borç maliyetinde, borç faiz oranı r_d, kurumlar vergisi oranı t'dir.

İmtiyazlı hisse senedi sermayesinin ağırlıklı ortalama maliyeti, temettünün (D_{ps}) net ihraç fiyatına veya varsa imtiyazlı hisse senedinin piyasa fiyatına bölünmesiyle bulunur (Copeland ve diğer., 2000). P_n, firmanın menkul kıymet ihraç giderleri düşüldükten sonra aldığı fiyattır:

$$r_{ps} = \frac{D_{ps}}{P_n}$$

Adi hisse senedi maliyeti üç şekilde hesaplanabilir:

(1) Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli

Özkaynağın maliyetini tahmin etmek konusunda en fazla kullanılan yöntemdir ve aşağıdaki gibi hesaplanır (Brigham ve Houston, 2014):

rs = RF + βi(RM – RF).

RF : Risksiz oran,

RM : Beklenen piyasa riski,

βi : Şirketin betasını ifade eder.

(2) İndirgenmiş nakit akışı (DCF) veya Gordon büyüme yöntemi

Temettülerin sabit bir oranda artması bekleniyorsa, o zaman bir hisse senedinin fiyatı şu şekilde hesaplanır (Brigham ve Houston, 2014):

$$P_0 = \frac{D_1}{(r_s - g)}$$

P_0 hissenin cari fiyatıdır; D_1, 1. yıl sonunda ödenmesi beklenen temettü ve r_s ise gerekli getiri oranıdır.

Marjinal yatırımcı için aynı zamanda beklenen getiri oranına eşit olan adi hisse senedi üzerinde gerekli getiri oranını elde etmek için r_s'yi hesaplarız (Brigham ve Houston, 2014).

$$r_s = \hat{r}_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

g, sermaye kazancı, $\hat{r}_s$ toplam beklenen getiridir.

Denge durumunda beklenen getiri, gerekli getiriye eşittir.

(3) Tahvil getirisi artı risk primi yaklaşımı

Tahvil getirisi artı risk primi yaklaşımı, halka açık olmayan şirketler için kullanılır. Riskli, düşük oranlı ve dolayısıyla yüksek faiz oranlı borcu olan firmalar riskli, yüksek maliyetli öz sermayeye sahip olacaktır. Aşağıdaki şekilde hesaplanır (Brigham ve Houston, 2014):

r_s = *Tahvil getirisi + Risk primi*

Özetle, hissedar değeri, karlılığı, dolayısıyla değer yaratmayı hissedar veya yatırımcı perspektifinden değerlendirir. Hissedar değeri, uygun bir faiz oranı kullanılarak iskonto edilen gelecekteki beklenen nakit akışlarının toplamı olarak tanımlanır ve sermaye getirisi sermaye maliyetini aştığında oluşturulur (Morin ve Jarrell, 2001: 5). Bir başka deyişle, firmalar sermaye maliyetinin üzerinde gelir elde ettikleri sürece hissedar değeri artacaktır. Yönetim, bir yatırım sermaye maliyetinden (iskonto oranı) daha büyük bir ekonomik getiri sağladığında değer yaratır. Böylece amaç, zaman içinde nakit akışlarının değerini maksimize edecek stratejiler izlemektir. Bu nakit akışları, yatırımın İskonto Edilmiş Nakit Akışını (DCF) veya Net Bugünkü Değerini (NPV) belirlemek için paranın zaman değerini ve gelecekteki nakit akışlarının riskini yansıtan bir oranda iskonto edilir. Bu yaklaşımda, hissedarlar için değer, şirket değerinin uzun vadeli maksimizasyonu yoluyla ulaşılabilecek bir hedeftir. Şirket hisseleri, ön ödemeli yatırım kararlarını temsil ederken, gelecekteki tüm geri ödemeler, temettüler ve/veya hisse fiyatlarındaki artış şeklinde gelir (Schneider, 1992, akt. Munteanu ve diğer. 2012). Bu görüş, hissedarların belirli bir risk-kazanç profili altında en yüksek nakit akışlarını vaat eden hisselere yatırım yapacaklarını varsayar.

3.2. Hissedar Değeri Ölçme Yöntemleri

Hissedar değerini ölçmek için literatürde yer alan üç temel yaklaşım vardır: muhasebeye dayalı geleneksel ölçümler, finansal piyasa fiyatına dayalı ölçümler ve değer temelli ölçümler. Hissedar değerinin ölçülmesinde, hisse başına kazanç (EPS), yatırım getirisi (ROI), özkaynak getirisi (ROE) gibi *muhasebeye dayalı geleneksel ölçümler*, firmanın değerini ölçmeyen yalnızca muhasebe karını dikkate alan yaklaşımlardır. Bu yöntemlerle belirlenen değer firmaların finansal tablolarına dayanmaktadır. Geleneksel muhasebe ölçütleri aynı şeyi açıklamakta başarısız olduğundan, hissedar değerini ölçmek için yıllar içinde çeşitli ölçüler geliştirilmiştir (Chen ve Dodd, 1997). *Finansal piyasa*

fiyatına dayalı ölçümler ise sermaye piyasası verilerine dayanmaktadır ve bu nedenle sadece halka açık şirketler için uygulanabilmektedir. Bu ölçümler, hissedar refahı ile ilgilidir ve hissedar refahındaki değişimler hisse senedi fiyatlarına, temettü ödemelerine ve sermaye artırımlarına göre tespit edilmektedir. *Değer temelli ölçümler* ise hem finansal tabloları hem de sermaye piyasası verilerini birlikte değerlendirirler. Değere dayalı finansal performans ölçüleri, savunucuları tarafından geleneksel performans ölçütlerine göre büyük bir gelişme olarak sunulmaktadır. Bu yöntemler, mali tablolarda yer alan muhasebe bozulmalarını ortadan kaldırarak geleneksel ölçümlerle ilişkili bazı sorunların üstesinden gelmeye çalışır (Stewart, 1994).

3.2.1. Muhasebe temelli ölçümler

Hissedar değerini ölçmek için kullanılan geleneksel ölçüler, şirketin denetlenmiş muhasebe kayıtlarından alınan verilere dayanmaktadır. Bu ölçüler işletmenin öngördüğü bütçelere ulaşması/ulaşmaması ve çalışanların istenenleri yapması/yapmaması gibi günümüzde geçerliliği zayıflamış unsurları ölçerler (Ertuğrul, 2009). Geleneksel muhasebe bakış açısının kar anlayışı ile değer temelli/ekonomik bakış açısının kar anlayışı farklıdır. Çünkü maliyet ve getiri kavramlarına bakış açıları farklıdır. Muhasebe, özsermayeyi bedelsiz kabul eder. Ekonomik bakış açısında özsermayenin bedeli vardır. Muhasebe bakış açısına göre ortaklara ödeme kardan yapılır, diğer taraftan ekonomik bakış açısına göre ortaklara ödeme yapıldıktan sonra kar elde edilir (Recklies, 2001). Ayrıca muhasebe yöntemlerinde, nakit çıkışı gerektiren harcamaların gelecekte ekonomik fayda sağlayabileceği göz ardı edilmektedir (Evans, 1999). Bu ölçüler muhasebe karını temsil ederken, hissedar değeri açısından ise odak noktası ekonomik kardır.

Muhasebeye dayalı ölçümler, değer geliştirme amacıyla performansı ölçmek için uygun olmayan ölçümler olarak eleştirilmektedir. Bu tür ölçümler tipik olarak bir firmanın gelecekteki değeri hakkında çok az bilgi içerir veya hiç bilgi içermez (Geyskens, Gielens ve Dekimpe, 2002). Muhasebe uygulamalarındaki endüstri ve firma farklılıkları nedeniyle, bu ölçümlerin endüstriler ve firmalar arasında karşılaştırılması da sorunludur. ROI ve ROA gibi oran ölçüleri, firmalar arasında, en azından bir sektördeki firmalar arasında daha fazla karşılaştırılabilirlik avantajına sahiptir.

3.2.1.1. Yatırım getirisi (ROI -Return on investment)

Yatırım Getirisi (ROI), şirketlerin performanslarını değerlendirmek için kullandıkları en popüler ölçütlerden birisidir. Fakat popüler bir ölçü olmasına rağmen, hissedar değeri yaratımının garantisi değildir. Çünkü yatırım getirisi, şirket için sermaye maliyetini aşarsa, hissedar değeri yaratılır. Aşağıda verildiği gibi hesaplanır:

ROI =Net gelir + Faiz (1 - vergi oranı)/ Varlıkların Defter Değeri

ROI, önceki yatırımların yalnızca cari dönem kazançlarını etkilediğini varsayar, ancak gerçekte gelecekteki kazançları da etkileyebilir. Bu nedenle, ROI ileriye dönük bir ölçü değildir. Ayrıca ROI muhasebe sözleşmelerine ve vergi kanunlarına da duyarlıdır. Diğer bir dezavantaj ise yatırım getirisinin manipüle edilmesinin sermaye piyasası verilerinden daha kolay olmasıdır.

3.2.1.2. Özkaynak getirisi (ROE- Return on equity)

Özkaynak Getirisi (ROE), net gelirin özsermayeye oranıdır ve hissedarların yatırımlarından elde ettikleri getiriyi ölçer (Brigham ve Houston, 2014: 110). Diğer bir deyişle ROE, performansı hissedarların bakış açısıyla ölçer (Phani ve Bhattacharyya, 2000). Aşağıda verildiği gibi hesaplanır:

Özkaynak Getirisi (ROE) = Net Gelir / Özkaynakların Defter Değeri

ROE, kaldıraca karşı çok hassastır ve yaratılan değerin yanıltıcı bir resmini verebilir. Yatırım getirisinden daha düşük bir oranda finansman için optimal borçtan daha fazla borçlanıldığında ROE artacaktır. Ancak kaldıraç fazlası aslında finansal riske katkıda bulunmakta ve riske göre ayarlanmış değer azalmaktadır. Yani burada ROE ve hissedar değeri kriteri çatışmaktadır.

3.2.1.3. Aktif karlılık (ROA-Return on assets)

Aktif Karlılık (ROA), net gelirin toplam varlıklara oranıdır (Brigham ve Houston, 2014: 109) ve şirketin toplam varlıkları ile ilgili karlılığını gösteren bir göstergedir. ROA, varlık üretkenliğini ölçer (Phani ve Bhattacharyya, 2000). Bir başka deyişle, şirket

varlıklarının şirkete kar sağlamadaki etkinliğini ölçen karlılık oranlarından biridir. Aktif Karlılığın hesaplanması için şirketlerin net gelir ve toplam aktiflerine ilişkin finansal bilgiler gereklidir. ROA formülü aşağıdaki gibidir:

ROA = Net Gelir / Toplam Varlıklar

3.2.1.4. Hisse başına kazanç (EPS- Earnings per share)

Hisse Başına Kazanç (EPS), şirketler tarafından elde edilen ve hesap dönemi için hissedarlara dağıtılmaya hazır olan karı ifade eder. Aşağıda verildiği gibi hesaplanır:

Hisse başına kazanç (EPS) = Net Kar / Hisse Senedi Sayısı

Tanınmış, başarılı markalar genellikle yüksek kar marjlarına karşılık gelen yüksek fiyatlarla satılmaktadır. Daha yüksek kar marjları, daha yüksek EPS ile sonuçlanabilir (De Mortanges ve Van Riel, 2003). Ayrıca, kazançlarının tamamını temettü olarak ödemeyen ve bir kısmını bir kenara koyan firmaların bir yıldan diğerine yüksek EPS'ye sahip olmaları beklenmektedir (Panigrahi, Zainuddin ve Azizan, 2014).

3.2.1.5. Hisse başına temettü ve temettü getirisi (Dividend per share and dividend yield)

Hisse Başına Temettü ve Temettü Getirisi**,** mevcut piyasa fiyatlarında hisse senedine yatırım yapan bir hissedarın temettü getirisi ile ilgilidir. Hisse başına temettü, şirketin hesap dönemi için mevcut hisse sayısı üzerinden beyan ettiği toplam temettü tutarı olarak ölçülür. Hissedarlar tarafından alınan fiili ödemedir. Hissedarlar için sadece kısmi servetin bir ölçüsüdür. Hissedarların toplam yatırım getirisi hem temettü hem de sermaye getirilerinden oluşur. Temettü verimi şu şekilde ölçülür:

Temettü Getirisi = Hisse Başına Temettü / Piyasa Fiyatı

3.2.2. Finansal piyasa fiyatına dayalı ölçümler

Borsada işlem gören ve hisseleri borsada işlem gören şirketler için, hisselerin piyasa fiyatına dayalı değer ölçümleri yapılmaktadır. Bu ölçümler, sermaye piyasalarında hissedarlar için yaratılan değerin ölçülmesine yardımcı olur. Borsaya kote olmayan şirketlerde ise piyasa fiyatı bulunmamakta ve finansal piyasa bazlı değer ölçüleri hesaplanamamaktadır. Dolayısıyla, bu gibi durumlarda hissedar değeri diğer yöntemlerle ölçülmektedir.

3.2.2.1. Piyasa/ defter Oranı (M/B-Market to book ratio)

Piyasa/ Defter Oranı (M/B), bir hissenin piyasa değerinin defter değerine oranını ifade etmektedir ve aşağıdaki gibi hesaplanır:

Piyasa/Defter Oranı =Hisse Başına Piyasa Fiyatı / Hisse Başına Defter Değeri

1'den büyük Piyasa/Defter oranı, şirketin hissedarlara katkıda bulundukları sermayeden daha fazla değer kattığı anlamına gelir. Hisse senedi piyasasının bir şirketin beklenen finansal performansına ilişkin değerlendirmesi, Piyasa/ Defter oranına yansır. Piyasa değeri, defter değerini aştığında hissedar değeri yaratılır.

3.2.2.2. Elde tutma dönemi getirisi (HPR- Holding period return)

Elde Tutma Dönemi Getirisi (HPR), bir yatırımın tutulduğu süre boyunca piyasa fiyatındaki değişime dayalı olarak hesaplanır. HPR hesaplama formülü aşağıdaki gibidir (Reilly ve Brown, 2008):

HPR = (Yatırım bitiş değeri) / (Yatırım başlangıç değeri)

1'den büyük bir Elde Tutma Dönemi Getirisi değeri, hissedar değerinin yaratıldığı anlamına gelir. HPR'nin 1 olması, servetin yaratılmadığı veya yok edilmediği anlamına gelirken, 1'den daha düşük bir HPR değeri, hissedar servetinin yok edildiği anlamına gelir. Sıfır HPR, hissedarın tüm yatırımını kaybettiği anlamına gelir.

3.2.2.3. Fiyat/kazanç oranı (P/E -Price / earnings ratio)

Fiyat/Kazanç oranı (F/K), yatırımcıların her 1 TL vergi sonrası hisse başına karına karşılık yatırımcıların kaç TL ödemeyi kabul ettiklerini gösterir. Bir başka deyişle, bu oran hisse senedi fiyatının, hisse başına karının kaç katı olduğunu göstermektedir ve aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

Fiyat/Kazanç Oranı= Hisse Senedi Piyasa Fiyatı / Hisse Başına Kazanç

F/K oranı aynı zamanda, şirketlerin büyüme fırsatlarının net şimdiki değeri ile ilişkilidir. Fiyat/Kazanç oranının mevcut ortaklar açısından yüksek olması, potansiyel yatırımcılar açısından ise düşük olması istenir (Karadeniz ve Koşan, 2021: 251). Yatırımcılar açısından bir değer yatırım stratejisi olarak kullanılmaktadır (İçke ve Aytürk, 2011: 103). Düşük fiyat kazanç oranı sermaye yatırımının nispeten ucuz, yüksek bir fiyat kazanç oranı ise nispeten pahalı olduğunu göstermektedir. Genellikle düşük Fiyat/Kazanç oranına sahip pay senetlerinin yüksek Fiyat/Kazanç oranına sahip pay senetlerinden daha iyi bir performansa sahip olduğu tespit edilmiştir (Sevil, Temizel ve Meriç, 2017: 782).

3.2.2.4. Tobin's q oranı (TBQ ratio)

Tobin's q oranı, James Tobin (1969) tarafından geliştirilmiş bir yöntem olup, bir firmanın piyasa değerini varlıklarının yerine koyma maliyetine göre ölçmektedir. Yatırımcıların bir firmanın gelecekte gelir elde etme potansiyeline ilişkin beklentilerini gösteren ileriye dönük bir ölçüdür (Lindenberg ve Ross, 1981). Tobin's q oranı, firmanın piyasa değerinin, mülk, tesis, ekipman, envanter, nakit ve hisse senedi ve tahvil yatırımları dahil olmak üzere maddi varlıklarının yenileme maliyetine oranıdır (Tobin, 1969). Aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Srinivasan ve diğer. 2012):

$$Tobin's\ q\ oranı = \frac{Piyasa\ fiyatı}{Varlıkları\ yerine\ koyma\ maliyeti}$$

TBQ değeri 1'e eşitse, firmanın maddi duran varlıklarının yerine koyma maliyeti ile firmanın piyasa değeri eşittir. Bu, firmanın ilave bir değer yaratmadığı anlamına gelmektedir. TBQ değerinin 1'den yüksek olması, firmanın maddi olmayan duran varlıklara sahip olduğunu göstermektedir. Varlıklarının yerine koyma maliyetinden daha yüksek bir piyasa değeri yaratmış olan bir firma, kaynaklarını daha etkin kullandığı yönünde ve

dolayısıyla hissedar değerini artırdığı şeklinde bir algı oluşturur (Lewellen ve Badrinath, 1997). Maddi olmayan varlıklar, maddi varlıklarının getirisinden daha fazla kazanç ve nakit akışı yaratılmasını ve yatırılan sermayeden anormal bir getiri elde edilmesini sağlar (Kerin ve Sethuraman, 1998). Tobin's q, bir firmanın ekonomik performansının bir ölçüsü olarak geniş kabul görmüştür. Dolayısıyla Tobin's q oranı, maddi olmayan duran varlıkların firmaya katkısını gösteren bir gösterge niteliğindedir. Maddi olmayan varlıklar olarak ele alınan markalar veya markayla ilgili faktörler, yüksek Tobin's q değerleri ile ilişkili görülmektedir. Bununla birlikte, maddi duran varlıkların yenileme maliyetinin hesaplanmasının zor olması ve maddi olmayan duran varlıkların maliyetinin genellikle göz ardı edilmesi ise bu yöntemin sınırlılıklarıdır (Mittal, Anderson, Sayrak ve Tadikamalla, 2005).

3.2.3. Değer temelli ölçümler (Value based measures)

Şirketler performanslarını geleneksel anlamda, kar veya hisse başına kazanç gibi değerlerle ölçmüştür. Bununla birlikte, bu ölçümlerle ilgili eleştiriler, "hissedar değeri" veya "değer temelli ölçümler" başlığı altında tamamen yeni bir dizi ölçümün geliştirilmesine yol açmıştır. Bir şirketin finansal tablosunda kar ölçümü, öz sermaye maliyetini göz ardı eder ve hesaplamasında yalnızca borcun maliyetini dikkate alır. Değere dayalı yönetim sistemleri, geleneksel muhasebe tabanlı firma performansı ölçümlerini hissedarların performans beklentileriyle birleştiren performans göstergelerine dayanır (Ryan ve Trahan, 2007). Değere dayalı ölçümler, yönetimin odağını karlardan uzaklaştırıp nakit akışlarına yönlendirmeye çalışmıştır. Ayrıca bu yöntemler, bir kuruluşa yatırılan sermayenin ücretsiz olmadığını kabul eder ve bir kuruluş tarafından faaliyetlerinde kullanılan sermayenin kullanımı için bir ücret talep eder (O'Hanlon ve Peasnell, 1998).

"Hissedar değeri" kavramı literatürde "yaratılmış hissedar değeri" (created shareholder's value) kavramı ile açıklanmaktadır. Yaratılmış hissedar değeri kavramı Fernandez (2002) tarafından geliştirilmiştir ve bu görüşe göre bir şirket, hissedar getirisi gerekli özsermaye getirisini aştığında hissedarlar için değer yaratır. Bu yaklaşım aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir (Panigrahi ve diğer., 2014);

Yaratılmış Hissedar Değeri = Özsermaye Piyasa Değeri x (Hissedar Getirisi – Özsermayenin Beklenen Getirisi)

Rappaport (1986), bir işletmede değer yaratmak için yönetilebilecek yedi etmenden bahsetmiştir (satışlarda büyüme, faaliyet kar marjında artış, nakit vergi oranının düşürülmesi, işletme sermayesi yatırımında azalma, sabit varlık yatırımında azalma, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin azaltılması ve rekabet avantajı süresinin artması). Bu değer faktörlerindeki iyileşme hissedar değerinde bir artışa yol açar. Değer temelli ölçümlerin ortak noktası, bu etkenleri alıp bunları "ekonomik katma değer" (EVA), "hissedar değeri analizi" (SVA) veya geliştirilen diğer değer temelli yöntemlerden herhangi biriyle tek bir ölçümde özetlemeleridir. Değer temelli ölçümler, yöneticilerin hissedar değerini etkileyen faktörlere odaklanarak daha iyi kararlar almasına yardımcı olur.

Hissedar değeri yaklaşımı, bir yatırımın ekonomik değerini, tahmini nakit akışlarını sermaye maliyetiyle iskonto ederek tahmin eder (Rappaport, 1998). Hissedar değeri yaklaşımının savunucuları, analizlerini serbest nakit akışlarına (FCF- Free Cash Flows) ve sermaye maliyetine dayandırmışlar ve bu doğrultuda çeşitli ölçümler geliştirmişlerdir. Değer temelli yaklaşıma dayalı hissedar değeri ölçümleme yöntemlerine aşağıdaki bölümlerde yer verilmiştir.

3.2.3.1. Hissedar katma değeri (SVA- Shareholder value added)

Bu yöntem Rappaport (1986) tarafından tanımlanmış olup, İndirgenmiş Nakit Akımı (DCF-Discounted Cash Flow) yöntemine benzer bir ölçüdür. İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemi, tahmin edilen senaryodan kaynaklanan ekonomik değere ulaşırken, hissedar katma değeri, tahmin süresi boyunca değerdeki değişimi ölçer.

Rappaport'a göre, bir şirketin değeri üç ana bileşene ayrılabilir: tahmin süresi boyunca faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışının cari değeri, artık değer ve menkul kıymetlerin piyasa değeri. Bu görüşe göre Hissedar Katma Değeri, yeni yatırım öncesi artan nakit akışının bugünkü değeri ile sabit ve işletme sermayesine yapılan yatırımın bugünkü değeri arasındaki fark olarak tanımlanır. Dolayısıyla, bu açıdan Hissedar Katma Değeri (SVA) şu şekilde hesaplanır:

Hissedar Katma Değeri (SVA) = (Tahmin dönemindeki faaliyetlerden elde edilen nakit akışının bugünkü değeri + artık değer) – Borç

Literatürde SVA'nın bazı kaynaklarda, EVA'ya benzer şekilde hesaplandığı da görülmektedir. Buna göre Hissedar Katma Değeri (SVA) hesaplama yollarından bir diğeri de şu şekildedir:

Hissedar Katma Değeri (SVA) = NOPAT - (WACC × SERMAYE)

NOPAT (Net Operating Profit After Taxes): Vergi sonrası net faaliyet karıdır

WACC (Weighted Avarege Cost of Capital): Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir.

SVA'yı hesaplamak için öncelikle NOPAT hesaplanır. Daha sonra, kullanılan sermaye tahmin edilir. Üçüncü aşamada, uygun WACC tahmin edilir. Dördüncü adımda, sermaye yükü hesaplanır ve son aşamada SVA hesaplanır.

Finansman kaynaklarının maliyeti, ister borç veren ister hissedar olsun, fon sağlayıcının talep ettiği getiri ile yansıtılır. Bu sermaye maliyeti, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC) olarak adlandırılır.

Hissedar katma değeri, değer yaratma için en kritik olan işin itici güçlerini anlamaya, yönetimin analizini bir stratejinin temel unsurlarına daha verimli bir şekilde odaklamasına olanak tanır. Riski hesaba kattığı, muhasebe bozulmalarından uzak olduğu ve değerdeki değişimi ölçtüğü için performans değerlendirmesi için daha uygundur (Rappaport, 2001).

3.2.3.2. Ekonomik katma değer (EVA-Economic value added)

Ekonomik Katma Değer, hissedarların yarattığı değerin ekonomik bir ölçüm göstergesidir. EVA, değere dayalı ölçüm sistemindeki en popüler araçtır. İlk olarak Stern ve Stewart Corporation tarafından önerilen bu yaklaşıma göre yönetimin temel amacı, hissedarların değerini artırmaktır. EVA kavramı, Byrne ve Stewart (1992) tarafından geliştirilmiştir. EVA, işletme karından sermaye maliyetinin düşülmesiyle artık geliri hesaplar ve bu şekilde hissedarlar için yaratılan serveti ölçer. EVA, ekonomik kar olarak da adlandırılmaktadır. Ekonomik kar, hissedarların ekonomik getirilerinin gerçek ölçüsüdür. Geleneksel ölçüler, risk ve enflasyonun ölçülmesinde paranın zaman değerini dikkate almamaktadır. Stewart'a (1991) göre "Firmanın temel amacı EVA'sını artırmaktır".

EVA için temel formül aşağıdaki gibidir:

EVA = NOPAT – (Sermaye maliyeti x Kullanılan sermaye)

NOPAT = Vergilerden Sonra Net Faaliyet Karları,

Kullanılan sermaye = Borçlular ve özsermaye sahipleri tarafından yatırılan sermaye,

Sermaye maliyeti (WACC) = Vergi sonrası borç maliyeti ile öz sermaye maliyetinin ağırlıklı ortalaması.

Stewart'a (1991) göre ekonomik katma değer, şirketler için ekonomik karı hesaplayabilen ve yakalayabilen finansal bir ölçüm aracıdır. EVA, bir performans ölçüm aracıdır. Yöneticilerin uygun finansal kararları almasına yardımcı olur, getirileri anlamada çeşitli muhasebe ölçümlerinin (ROI, ROE vb.) yarattığı karışıklığı önler. Ancak, EVA'nın hisse getirilerini tahmin etmediği yönünde eleştiriler vardır (Biddle, Bowen ve Wallace, 1997). Ayrıca firmaların değerinin ölçülmesinde muhasebe sürecinde düzeltmelere ihtiyaç duyulmaktadır. Keys, Azamhuzjaev ve Mackey (2001: 69), EVA'nın genel anlamdaki sınırlamalarını şu şekilde özetlemişlerdir:

- Yöneticilerin finansman operasyonlarında daha az seçeneğinin olması,
- Riskli projelerin kabul edilmesine, orta riskli projelerin reddedilmesine sebep olabilmesi,
- EVA'nın çok karmaşık olması,
- EVA'nın manipüle edilmesinin kolay olması,
- EVA'nın kısa vadeli bir ölçüm olması,
- EVA'nın, hiçbir kalite veya zaman ölçüsü içermeyen tek bir performans ölçüsü olması,
- EVA'nın terminolojisinin yanıltıcı olması,
- EVA'nın sermaye bütçelemesi için kullanılmaması.

3.2.3.3. Piyasa katma değeri (MVA-Market value added)

Piyasa Katma Değeri (MVA), Stern Stewart & Co. tarafından popüler hale getirilen hissedar zenginliğinin bir ölçüsüdür. MVA, firmanın piyasa değeri ile yatırılan sermaye arasındaki fark olan firmanın piyasa katma değerine dayanan basit bir ölçüdür (Peterson ve Peterson, 1996). Bir başka deyişle, bir işletmenin hisse senedi fiyatı ile temsil edilen piyasa

değeri ile sermayesinin veya ekonomik defter değerinin farkıdır. Piyasanın şirketin yarattığı ve yaratma potansiyeline sahip olduğunu algıladığı değeri ölçer. Bu, hissedar zenginliğinin mutlak bir ölçüsüdür. Aşağıdaki gibi hesaplanır:

MVA = Şirketin Piyasa Değeri- Yatırılan Sermaye

Şirketin piyasa değeri, borcun piyasa değeri ile öz sermayenin piyasa değerinin toplamıdır. Yatırılan sermaye, şirketin öz sermayesi ve borç sermayesinin toplamıdır.

Piyasa katma değeri, yöneticilerin tahsis edilen kaynaklarla nasıl bir performans ortaya koyduklarını göstermektedir. Daha yüksek MVA, yüksek hissedar servet yaratımı anlamına gelir. MVA, bir firmanın performansının kümülatif ölçüsüdür (Byrne ve Stewart, 1992).

Stern Stewart & Co. Danışmanlık şirketine göre MVA değer yaratmanın kesin ölçüsüdür. Çünkü işletmeye giren ve işletmeden çıkan nakdin, yani yatırımcıların bugünkü fiyattan hisselerini satması durumunda elde edecekleri tutarla işletmeye koydukları tutar arasındaki farkı gösterir. MVA'nın bu avantajlarının yanı sıra dezavantajları da bulunmaktadır. Örneğin, halka açık olmayan işletmelerin piyasa değerlerinin tespiti daha zor olduğundan, bu işletmeler için kullanımı kısıtlıdır. Ayrıca bir şirkete yatırılan nakit miktarını doğru bir şekilde tahmin etmek, pratikte zor bir görevi temsil eder (Crowther, Davies ve Cooper, 1998). Bununla birlikte, borçların piyasa değeri oldukça değişken olabilir ve çeşitli faktörlerden etkilenebilir ve bu nedenle borçların piyasa değerinin tespit edilmesi her zaman mümkün olmamaktadır. Çünkü işletmenin borçlarının tahvil ve bono şeklinde piyasada işlem görmesi durumunda bilinebilmektedir. MVA piyasa değerine bağlı olduğu için işletmenin hisse senedi fiyatları çeşitli makro değişkenlerden etkilenebilir. Ayrıca MVA bir şirketin yarattığı yatırım miktarını aşan değer miktarının yeterli bir getiri seviyesini temsil edip etmediğini göstermez ve aynı zamanda da hissedarlara temettü getiri seviyesi göz ardı edilir (Crowther ve diğer., 1998).

3.2.3.4. Nakit katma değer (CVA- Cash value added)

Nakit Katma Değer (CVA), işletmelerin nakit akışına odaklanan, yatırım sınıflandırmasına dayalı yeni bir finansal performans değerlendirme modeli türüdür ve değer yönetiminin temellerine ve indirgenmiş nakit ölçüm modellerinin genel avantajlarına sahiptir (Wang ve Li, 2017). Bu değerin Boston Consulting Group (BCG) veya Frederik

Weissenrieder Consulting tarafından yapılan iki hesaplama yolu vardır: Boston Consulting Group tarafından geliştirilen CVA hesaplaması yatırımın karlılığı (Cash Flow Return on Investment-CFROI) kavramı üzerine kurulmuş bir yöntem iken, Weisenrieder ve Ottoson'un geliştirdiği hesaplama stratejik ve stratejik olmayan yatırımlar üzerine kuruludur (Ercan, Öztürk, Küçükkaplan, Başçı ve Demirgüneş, 2006: 88).

Nakit katma değer (CVA), 1990'lı yılların ortalarında İsveçli iktisatçılar Erik Ottoson ve Fredrik Weissenrieder tarafından geliştirilmiştir (Ottosson ve Weisenrieder, 1996). CVA, Faaliyet Nakit Akışı (OCF-Operating Cash Flow) ile Faaliyet Nakit Akışı Talebi (OCFD-Operating Cash Flow Demand) arasındaki fark olarak belirlenir:

$$CVA = OCF - OCFD$$

Faaliyet Nakit Akışı Talebi (OCFD), yatırımcının şirketin stratejik yatırımlarındaki finansal gereksinimlerini karşılamak için gereken nakit akışını, yani sermaye maliyetini (faizler ve temettüler) temsil eder. Yatırımcının sermayenin fırsat maliyetini yüzde olarak ölçmek yerine, CVA modeli yatırımcının sermayenin fırsat maliyetini nakit olarak kullanır.

Faaliyet Nakit Akışı (OCF) ise amortisman, faiz ve vergi öncesi kazançlar (EBDIT), işletme sermayesinin bir yıldan bir önceki yıla dönüştürülmesi (DWK) ve stratejik olmayan yatırımlar (NSI) üzerinden belirlenir. Şirketin stratejik yatırımların gelir üretme kapasitesini korumak için yaptığı yatırım;

$$Faaliyet\ Nakit\ Akışı\ (OCF) = EBDIT + DWK - NSI$$

Nakit Katma Değer (CVA), BCG Group tarafından ise aşağıdaki şekilde formüle edilmiştir (Petravicius ve Tamosiuniene, 2008);

$$CVAj = RCF = AOCFj - kc \times CI_{ad},$$

$AOCF$: *Düzeltilmiş işletme nakit akışı,*

k_c: *Sermaye maliyeti (WACC),*

CI_{ad}: *Brüt yatırım,*

$$Düzeltilmiş\ İşletme\ Nakit\ Akışı\ (AOCFj) = NOPATj + Depj - ENj.$$

$NOPAT$: *Net işletme karı,*

Dep: Yıpranma ve amortisman,

EN: Ekonomik amortisman.

Ekonomik amortisman şu şekilde hesaplanır:

$$EN_j = \frac{RC_j \cdot k_c}{(1+k_c)^n - 1},$$

RC: Brüt sabit varlıklar (Brüt nakit akışı, düzeltilmiş karın yerini alan bileşen olup, brüt yatırım tabanı sermaye ölçüsüdür)

k_c: Sermaye maliyeti.

BCG Group tarafından ikinci bir hesaplama yöntemi daha önerilmiştir. Bu yöntemde, Nakit Akışı Yatırım Getirisi (CFROI) ile sermaye maliyetinin (RCK) yüzde oranı arasındaki fark şirketin brüt yatırımı (GI) ile çarpılmaktadır (Dinca ve Dinca, 2010).

CVA = (CFROI – RCK) x GI

Bu hesaplama yöntemi ilgili sorun, işletme faaliyetine ve bir şirketin operasyonel verimliliğini iyileştirebileceği somut yollara doğrudan bir referans oluşturmamasıdır.

CVA, "Ekonomik Katma Değer (EVA) modelinden farklı olarak yalnızca işletme karını ve sermaye maliyetlerini içermekle kalmaz, aynı zamanda yatırımcıların beklenen karlarını da hesaba katar" (Wang ve Li, 2017: 495).

3.2.3.5. Yatırımın nakit akışı getirisi (CFROI- Cash flow return on investment)

Nakit Akışı Yatırım Getirisi veya CFROI, Holt Value and Associates tarafından geliştirilmiştir ve ticari markalı şirket performansının bir ölçüsüdür. Bir şirketin dayanak varlıklarının ve yatırımlarının faydalı ömrü boyunca nakit üreten bir proje olarak modellenebileceği varsayımına dayanmaktadır. Yatırımın nakit akışı getirisi, "toplam yatırımın yüzdesi olarak bir şirketin tek dönemli nakit akışının bir tahminini ifade eder" (Ryan ve Trahan, 2007). CFROI, şirketin yatırımları konusunda yargıda bulunmak için sermaye maliyetiyle karşılaştırılır. Bir firma, kendi CFROI'si ile sermaye maliyeti arasındaki farkı artırmalıdır. Aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$CFROI = \frac{CF_{ad}}{CI_{ad}}$$

CI_{ad},: Firmanın varlıklarında sahip olduğu brüt yatırımdır,

$CF_{ad,,}$: Cari yılda o varlık üzerinden kazanılan brüt nakit akışıdır.

CI_{ad} = Net Varlık Değeri + Varlıkta Birikmiş Amortisman + Bugünkü Enflasyona Düzeltme,

CF_{ad} = Düzeltilmiş FVÖK × (1 – t) + Cari yılın Yıpranma ve Amortismanı.

Varlıklara yapılan enflasyona göre düzeltilmiş yatırım, bu varlıkların firmada kullanılmasıyla yaratılan enflasyona göre düzeltilmiş nakit akışı dikkate alınarak hesaplanmakta ve varlıkların tahmini ömrü boyunca yaratılan getiriyi belirlemektedir (Erasmus, 2008).

Bu ölçü, sadece hissedarlara değil, firmanın tüm sermaye sağlayıcılarına sunulan getiriye odaklanmaktadır (Madden, 1999). Bununla birlikte, diğer finansal performans ölçütlerine göre CFROI'nin performansı hakkında nispeten az ampirik araştırma yapılmıştır.

3.3. Marka Değerinin Hissedar Değerine Etkisinin Ölçümlenmesine Yönelik Yöntemler

Marka değerinin hissedar değerine etkisini ölçümlemeye yönelik olarak literatürdeki çalışmalar üç başlık altında sınıflandırılabilir. Bunlar;

1. Varlık fiyatlaması modellerine dayalı ölçümler,
2. Olay çalışması yöntemi,
3. Diğer yöntemlerdir.

Marka değeri ile hissedar değeri yaratma arasındaki ilişkiyi incelemeye yönelik olarak çalışmalarda kullanılan metodolojiler arasında *varlık fiyatlama modelleri* öne çıkmaktadır. "Pazarlama-değerleme sorununu ele almanın başlangıç noktası, finans literatüründe geliştirilmiş olan Fama-French Modeli'dir" (Fama ve French, 1992; 1996) (Srinivasan ve Hanssens, 2009: 3). Fama French Modeli, Sharpe (1964) ve Lintner (1965) tarafından geliştirilen Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne (CAPM) dayanır. Varlık fiyatlaması modellerinin temelini oluşturan SVFM ise Markowitz (1952, 1959) tarafından geliştirilen

Modern Portföy Kuramı'na dayanmaktadır. SVFM'ye göre özsermaye maliyetinin gerçek ölçüsü, bir şirketin sunduğu getiri değil, yatırımcıların beklediği getiridir ve özsermayenin fırsat maliyeti, SVFM (CAPM) (Sharpe, 1964) ile hesaplanabilmektedir. SVFM, denge risk/getiri ilişkisinin bir modelini sağlar ve sistematik risk (beta) ile beklenen getiriler arasında doğrusal bir ilişki varsayar. Fama ve French (1993), SVFM'yi üç faktörlü bir modele genişletmiştir. Buna göre, Fama French Üç Faktörlü Model (FF3FM), bir menkul kıymetin beklenen getirisi ile riski arasında üç risk faktörüne maruz kalmasıyla ölçülen bir ilişki olduğunu varsayar. Bu faktörler, toplam piyasa getirisi E (R_{it}), küçük ve büyük firmalar arasındaki getiri farkı (SMB) ve Defter Değeri/Piyasa Değeri (DD/PD) oranı yüksek firmalar ile düşük firmalar (HML) arasındaki getiri farkıdır. Fama-French Modeli daha sonra Carhart (1997) tarafından dördüncü bir sistematik risk faktörü olarak fiyat momentum faktörü eklenerek genişletilmiştir. Momentum "kazanan" hisse senetlerinin (geçen yıl en yüksek getiriye sahip hisse senedi) geçen yıl "kaybeden" hisse senetlerine göre fazla getirisidir. Fiyat momentum faktörü, geçmişte negatif getiriye sahip firmaların negatif gelecek getiri elde etme eğilimini ve pozitif geçmiş getiriye sahip firmaların pozitif gelecek getiri elde etme eğilimini temsil eder.

Olay çalışması yöntemi ise etkin bir piyasada hisse senedi fiyatlarının firma hakkında mevcut tüm bilgileri yansıttığı varsayımından hareket eder ve firmanın nakit akışlarını etkileyen bir olay hakkında yeni bir bilgi alındığında firmanın hisse senedi fiyatının davranışını araştırır. Bu yöntemde, "Bir hisse senedinin anormal getirisi, olayın gerçekleşmediği varsayılarak, olay penceresi boyunca hisse senedinin gerçekleşen getirisinden normal beklenen getirinin çıkarılmasıyla değerlendirilir" (Srinivasan ve Hanssens, 2018: 34).

Marka değeri ve hissedar değeri ilişkisini ölçümlemeye yönelik literatürde kullanılan *diğer yöntemler* ise önceki bölümde aktarmış olduğumuz hissedar değerinin ölçümlenmesine yönelik muhasebe temelli, finansal piyasa fiyatına dayalı ve değer temelli yöntemlerden faydalanılarak yapılan çeşitli ölçümlemelerdir. Özellikle piyasa-defter oranı, Tobin's q oranı ve hisse senedi tepki modelleri önde gelen yöntemler arasında sayılabilir.

3.3.1. Varlık fiyatlaması modellerine dayalı ölçümler

Hissedar değerinin belirlenmesine ilişkin olarak, "Hissedar değerinin nihai ölçüsü, firma değeri veya piyasa değeri, hisse fiyatının ödenmemiş hisse sayısı ile çarpımıdır" (Srinivasan ve Hanssens, 2009: 6). Rassal yürüyüş (random walk) davranışı hisse senedi fiyatlarına dahil edilerek (Fama, 1965), firma değerine ilişkin olarak ampirik çalışmalar yapılabilmektedir. Çünkü, "Tüketici satışlarının veya ürün fiyatlarının tipik zaman serisi davranışından farklı olarak, hisse senedi fiyatı dalgalanmalarındaki kalıcı bileşen baskındır, yani seriler sürekli bir evrim halindedir" (Srinivasan ve Hanssens, 2009: 6). Rassal Yürüyüş Hipotezine göre hisse senetleri fiyatları önceden tahmin edilebilecek bir yol izlemez ve tamamen rastlantısaldır (Konuralp, 2005).

Portföy teorisi (Sharpe, 1964; Lintner, 1965), yatırımcıların, getirileri birbiriyle mükemmel olmayan bir şekilde korelasyon gösteren bir hisse senedi portföyü oluşturarak bir firmanın hisse senetleriyle ilişkili riskin bir kısmını çeşitlendirebileceklerini varsayar. Dengede, borsada fiyatlanan risk, hisse senedinin sistematik riskidir ve bu risk, genel piyasa değiştiğinde hisse senedi getirisinin ne ölçüde değiştiğinin bir fonksiyonudur. Sharpe ve Lintner tarafından geliştirilen SVFM'nin, piyasa riski ve beklenen getiri arasındaki ilişkiyi ilk kez ortaya koyması sonrasında, literatürde özsermayenin alternatif maliyeti ve hissedar değeri yaratımı kavramlarından söz edilmeye başlanmıştır. Bir firmanın toplam hisse senedi getirileri iki kısımdan oluşmaktadır: beklenen getiriler ve anormal getiriler. SVFM, hem hisse senedi maliyetini alternatif fırsat maliyetiyle ilişkilendirmek açısından hem de kaynaklara karşılık hissedarlar için ne kadar bir getiri sağlaması gerektiği konusunda bir bakış açısı ortaya koymuştur. SVFM, riski ölçmek ve bunu beklenen özkaynak getirisi (ROE) tahminlerine dönüştürmek için bir metodoloji sağlar (Rossi, 2016).

SVFM, bir varlığın riskini, getirilerinin genel piyasadaki getirilerle kovaryansı olarak ölçerek, varlıkların getirileri ile riskleri arasındaki dengeyi açıklar. Modele göre her varlığın iki tür riski vardır: sistematik olmayan risk (firmaya özgü risk) ve sistematik risk (piyasa riski). SVFM, firmalar için sermaye maliyetini ve yatırımcıların bir şirketin varlıklarına yatırım yapmak için ihtiyaç duyduğu getirileri tahmin etmek için yararlı bir araçtır.

SVFM, özsermayenin maliyetinin hesaplanmasında kullanılan üç temel yöntemden birisidir (Diğerleri, Tahvil getirisi artı risk primi yaklaşımı ve Gordon yaklaşımıdır). SVFM, finansal piyasaların sermaye yatırımlarının beklenen getirilerini nasıl belirlediğini idealize bir şekilde tasvir eder. SVFM, büyüklük ve değer etkileri gibi piyasa anormalliklerini

yakalamadığı yönünde eleştirilere uğramıştır. Fama ve French (1992), bu eleştirilere yönelik olarak bu piyasa anormalliklerini yakalamak için modele yeni değişkenler eklemişler ve FF3FM'yi geliştirmişlerdir.

"Fama-French yöntemi, finans literatüründe fazla getirileri değerlendirmek için çok daha yaygın olan ancak marka pazarlama araştırmalarında henüz uygulanan oldukça saygın bir alternatiftir" (Madden ve diğer., 2006). Fama ve French (1992), beklenen hisse senedi getirileri için firmanın büyüklüğü, firmanın değeri (DD/PD) ve risk sınıfı (yani betası) ile açıklayıcı bir model önermiştir.

Hem SVFM hem de FF3FM, momentum etkisini (Jegadeesh ve Titman, 1993) açıklayamadığı konusunda eleştirilere uğramıştır. Bu eleştirilere yönelik olarak Carhart, FF3FM'ye dördüncü faktör olarak momentum faktörünü eklemiştir. Carhart (1997), Jegadeesh ve Titman'dan (1993) esinlenerek, momentum etkisini yakalama girişiminde, FF3FM'ye bir kesitsel momentum faktörü ekleyerek Carhart Dört Faktör Modeli'ni (Carhart4FM) önermiştir. Momentum, yakın geçmişte iyi performans gösteren bir hisse senedinin bunu yapmaya devam ettiği ve bunun tersinin de geçerli olduğu fikrine dayanır (Jegadeesh ve Titman, 1993). Bir başka deyişle momentum faktörü, olumsuz geçmiş getirilere sahip firmaların olumsuz gelecek getirileri elde etme eğilimini ve olumlu geçmiş getirilere sahip firmaların olumlu gelecek getirileri elde etme eğilimini temsil eder. Her iki model de SVFM'den (CAPM) türetilmiş olan yöntemlerdir.

Geleneksel finans teorileri, yatırımcıların rasyonel olduğunu ve yatırım sonucunun tüm olasılıklarını dikkate aldığını ve duyguların veya psikolojik faktörlerin yatırım kararlarını etkilemediğini belirtir. Fama (1965), etkin piyasayı "Her biri bireysel menkul kıymetlerin gelecekteki piyasa değerlerini tahmin etmeye çalışan ve önemli güncel bilgilerin tüm katılımcılar için neredeyse serbestçe erişilebilir olduğu çok sayıda rasyonel, kar maksimizasyonunun aktif olarak rekabet ettiği yer" olarak tanımlamıştır (Fama, 1965: 56). Dolayısıyla pazarlama ve firma değeri ilişkisine yönelik varlık fiyatlama modellerine dayalı çalışmalar, finansal piyasaların etkin olduğunu varsayar ve finansal performans seviyelerine veya finansal performanstaki değişkenliklere odaklanır (Srinivasan ve Hanssens, 2009).

Varlık fiyatlamasına dayalı olarak literatürde temel olarak iki şekilde ölçümleme yapılmıştır. İlk yöntemde ölçülmek istenen konuya ilişkin olarak bir firma seti verileri diğer bir karşılaştırma (benchmark) firma seti verileri ile karşılaştırılır (Örneğin, Madden ve diğer., 2006). İkinci yöntemde ise yani pazarlamanın oynaklık (volatility) üzerindeki

etkisine ilişkin çalışmalarda, varlık fiyatlaması modelleri üzerinden örneğin SVFM, etkisi ölçümlenmek istenen bağımsız değişkenin sistematik risk üzerindeki etkisine bakılır (Örneğin; McAlister, Srinivasan ve Kim, 2007).

Finansta ikinci bir temel ölçü, firma hisse senedi riskidir (Hamilton, 1994). Daha yüksek risk, uzun vadede hassas ve belirsiz nakit akışlarına yol açacağından, daha yüksek sermaye finansmanı maliyetlerine neden olacaktır. Toplam risk iki bileşenden oluşmaktadır: sistematik risk (beta yoluyla piyasa getirilerindeki değişkenlikle ilgili) ve sistematik olmayan/firmaya özgü risk (unsystematic or idiosyncratic risk). Sistematik risk, genel piyasa portföy getirilerindeki değişikliklerle açıklanan ve denklemdeki β ile ölçülen kısım iken, sistematik olmayan risk, riskin ortalama piyasa portföy getirilerindeki değişikliklerle açıklanamayan ve denklemdeki artıkların varyansı ile ölçülen kısmıdır. SVFM bazında ve piyasa portföy getirilerine bağlı olarak getirisi piyasa getirisindeki düşüşten (veya artıştan) daha fazla düşen (veya artan) bir hisse senedinin betası 1'den büyüktür ($\beta > 1$) ve bunun tersi de geçerlidir. Sistematik olmayan risk, ortalama olarak toplam riskin yaklaşık %80'ini oluşturur (Goyal ve Santa Clara, 2003). Buradaki varsayım, iyi çeşitlendirilmiş bir portföyde sistematik olmayan riskin ortadan kaldırılabileceğidir. Gelişmekte olan literatür, firma değerinin hem sistematik hem de firmaya özgü riske bağlı olduğu ve bunların da değeri olumsuz yönde etkilediği gerçeğini ele almaktadır (Srinivasan ve Hanssens, 2009).

Marka değeri ve hissedar değeri ilişkisinin incelenmesine yönelik SVFM, Fama-French Üç Faktörlü Model ve Carhart Dört Faktörlü Model'in kullanıldığı çeşitli çalışmalar vardır. Örneğin, Dutordoir ve arkadaşları (2015), Interbrand tarafından bir önceki yıla göre yayınlanan marka değerindeki değişimin duyuru tarihinden önceki mali yılın sonunda ölçülen piyasa değerine bölünmesiyle elde edilen değer üzerinden, Fama ve French'in (1993) üç faktörlü regresyon modelinin uygulanması için üç portföy oluşturmuşlardır. Dolayısıyla hem olay yöntemini hem de varlık fiyatlama yöntemini çalışmalarına entegre etmişlerdir. Billett ve arkadaşları (2014), ürünlerin tüketici algılarının şirketin borsadaki performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Yazarlar, prestij ve aşinalık seviyelerine göre portföylere ayrılmış markalar için Fama ve French'in Üç Faktörlü Modeli'ni (1993) kullanmışlardır. Johansson ve arkadaşları (2012), 2008 borsa krizi sırasında ABD finans piyasasındaki en güçlü markalardan bazılarının nasıl performans gösterdiğini araştırmışlar, bunun için de Fama ve French'in Üç Faktörlü Modeli'ni (1993) ve Interbrand ve EquiTrend'in marka değeri ölçümlerini kullanmışlardır. Bharadwaj ve arkadaşları (2011), marka kalitesindeki değişikliklerin hisse senedi getirileri ve riskleri açısından hissedar serveti üzerindeki etkisini

analiz etmişler ve değişiklikleri ölçmek için Fama ve French'in Üç Faktörlü Modeli'ni (1993) kullanmışlardır. Madden ve arkadaşları (2006), Interbrand'ın "En değerli markalar" sıralamasında yer alan bir şirketler portföyünün finansal piyasa performansını, ABD'nin büyük borsalarında işlem gören diğer şirketlerle karşılaştırırken Fama ve French Modeli'ni (1993) ve Carhart'ın (1997) bu modele dördüncü faktör olarak eklediği momentum faktörünü kullanmışlardır. Fehle ve arkadaşları (2008), değerli markalara sahip şirketlerin risk kontrolünden sonra anormal getiri elde edip etmediğini değerlendirmek için Carhart'ın Dört Faktörlü Modeli'ni (1997) kullanmışlardır. Bank ve arkadaşları (2020) ise marka değeri-hissedar getiri ilişkisini SVFM ve Fama French Üç Faktörlü Model üzerinden değerlendirmişlerdir.

3.3.1.1. Varlık fiyatlama modelleri

Varlık fiyatlandırma modellerinin temelleri Markowitz (1952) tarafından atılmıştır. Modern Portföy Teorisi'nin kurucusu Markowitz, belirli bir portföy riski ölçüsü geliştiren ve bir portföyün beklenen getirisini ve riskini türeten ilk kişidir. Modern Portföy Teorisi ile risk ilk defa sayısal olarak ele alınmıştır. Önceki çalışmalarda ise başarı ölçütü olarak daha çok ortalama getiriler üzerinde durulmuştur. Markowitz'e göre;

1. İki riskli varlık birleştirildiğinde, iki varlıktan elde edilen getirilerin tam olarak pozitif korelasyona sahip olmaması koşuluyla, bunların standart sapmaları toplamsal değildir,
2. Riskli varlıklardan oluşan bir portföy oluşturulduğunda, portföyün standart sapma riski, bileşenlerinin standart sapmalarının toplamından daha azdır.

Markowitz'in geliştirdiği etkin portföy kuramına göre optimum portföy, belirli bir risk düzeyinde, en yüksek beklenen getiriye sahip portföydür. Bir başka deyişle, getirileri arasında tam pozitif korelasyon bulunmamak koşuluyla, menkul kıymetlerin bir portföyde toplanmasıyla, beklenen getiride bir düşme olmadan, sistematik olmayan risk azaltılabilmektedir.

Sharpe (1964) ise tek bir menkul kıymetin getirisinin ortak bir endeksin getirisi ile ilişkili olduğu, hesaplama açısından verimli bir yöntem olan tek endeks modelini geliştirmiştir. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli tekli endeks modelinin uzantısıdır.

Sharpe'a (1964) göre finansal varlıklar ile piyasa arasında doğrusal bir ilişki vardır ve bu ilişki basit regresyon modeli ile aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$E(R_i) = \alpha_i + \beta R_m + \varepsilon_i$

R_i = *Finansal varlık getirisi*
α_i = *Regresyon sabiti*
β= *Finansal varlık getirisinin piyasa getirisine olan hassasiyeti*
R_m = *Piyasa getirisi*
ε_i = *Hata terimi*

Sharpe (1964) ve Lintner (1965), bireysel bir menkul kıymetin beklenen getiri oranını sistematik riskinin bir ölçüsüyle ilişkilendiren Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli'ni (SVFM) geliştirmişlerdir. Model, sonrasında Mossin (1966) ve Treynor ve Black'in (1972) katkılarıyla daha da genişletilmiştir. Bu model, varlık fiyatlama modellerinin temelini oluşturmuştur.

3.3.1.1.1. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli

Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM), "Bir hisse senedinin istenen getiri oranının, risksiz faiz oranı ile sadece çeşitlendirme sonrası kalan riski yansıtan risk priminin toplamı olduğu varsayımına dayanan bir modeldir" (Brigham ve Houston, 2014: 267). Uzun ve teorik bir araştırma geçmişi bulunan SVFM'nin geliştirilmesine çeşitli yazarlar katkıda bulunmuştur. Her bir varlık fiyatlama modeli sermaye varlık fiyatlama modeli olmasına rağmen, finans profesyonelleri çalışmalarında SVFM (CAPM) adını Sharpe (1964) Lintner (1965) ve Black'in (1972) çalışmalarında belirtilen spesifik model için kullanmışlardır (Fama ve French, 2004).

SVFM, Markowitz (1959) tarafından geliştirilen portföy seçimi modeline dayanmaktadır. Model, yatırımcıların riskten kaçındıklarını ve portföyler arasından seçim yaparken yalnızca bir dönemlik yatırım getirilerinin ortalamasını ve varyansını önemsediklerini varsayar. Buna göre yatırımcılar "ortalama varyans etkin" portföyleri seçerler. Ortalama varyans etkin portföyden kastedilen, portföy getirisinin varyansını en aza indirgeyen ve verilen varyans açısından beklenen getiriyi maksimize eden portföylerdir.

Portföy modeli, ortalama varyans etkin portföylerdeki varlık ağırlıkları üzerinde cebirsel bir koşul sağlarken, SVFM verimli olması gereken bir portföy belirleyerek bu koşulu risk ve beklenen getiri arasındaki ilişkiye ilişkin test edilebilir bir tahmine dönüştürür (Rossi, 2016).

Sharpe (1964) ve Lintner (1965), ortalama varyans açısından verimli olması gereken bir portföyü tanımlamak için Markowitz modeline iki temel varsayım eklemişlerdir:

1. t -1'deki piyasa takas varlık fiyatları veriliyken, yatırımcılar varlık getirilerinin t-1'den t'ye kadar ortak dağıtımı konusunda anlaşırlar,

2. Tüm yatırımcılar için aynı olan ve ödünç alınan veya verilen miktara bağlı olmayan risksiz bir oranda borçlanma ve borç verme olmaktadır.

Bir başka deyişle, yatırımcılar getirilerin istatistiksel dağılımları konusunda anlaşmışlardır ve miktara bağlı olmaksızın risksiz faiz oranından borç alıp-vermek mümkündür ve bu oran miktar ile ilgili değildir.

Markowitz portföy modelinin varsayımları ve ayrıca Sharpe (1964) ve Lintner (1965) tarafından eklenen iki varsayımla birlikte Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modelinin varsayımları şunlardır (Reilly ve Brown, 2003):

1. Tüm yatırımcılar, tüm yatırımların faydayı maksimize ettiği etkin sınırda bir pozisyon alır. Yatırımcılar riskten kaçınırlar, faydayı maksimize ederler ve sadece getirilerine (ortalama) ve ilgili riske (varyans) odaklanırlar. Yatırımcıların etkin sınır üzerindeki tam konumu ve seçtikleri portföy, fayda fonksiyonlarına ve risk ile getiri arasındaki dengeye bağlı olacaktır,
2. Yatırımcılar, risksiz getiri oranından herhangi bir fon ödünç alabilir veya ödünç verebilirler,
3. Tüm yatırımcıların homojen beklentileri vardır, bu da gelecekteki getiri oranları için aynı dağılımları tahmin ettikleri anlamına gelir,
4. Tüm yatırımcılar aynı dönem için yatırım tutar,
5. Yatırımcılar, sahip oldukları herhangi bir menkul kıymet veya portföyün paylarından pay alabilir veya satabilirler,
6. Varlıkların satın alınması veya satılmasında herhangi bir vergi veya işlem maliyeti yoktur,
7. Faiz oranlarında herhangi bir enflasyon veya değişiklik yoktur,

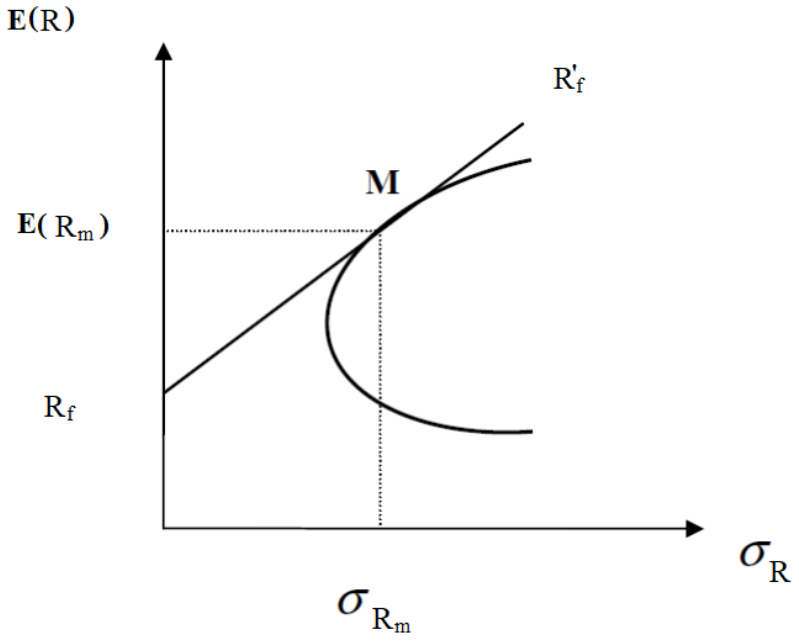
8. Sermaye piyasaları dengededir ve tüm yatırımlar adil fiyatlıdır. Yatırımcılar fiyatları etkileyemezler.

Markowitz, portföy seçim problemi için genel bir çözüm önermiştir. Sharpe (1964), yatırımcı tercihlerini, yükseldikçe faydanın arttığı bir kayıtsızlık eğrileri üzerinde sunarak riski de dikkate alan bir bireysel yatırımcı davranışı modeli sunmuştur. Ayrıca, sermaye piyasası için denge koşullarını göstererek, sermaye pazar doğrusunu türetmiştir (Elbannan, 2015).

Sermaye Pazar Doğrusu (Capital Market Line-CML) bireysel bir yatırımcının bir portföyden almayı beklediği getiriyi belirtir (Şekil 3.2). Sadece etkin portföyler için geçerlidir ve yatırımcıların piyasa portföyüne ve kendi yatırım portföylerine ilişkin davranışlarını ifade eder (Galagedera, 2007: 3). Sermaye Pazar Doğrusu, yatırımcı hiç risk almasa da getiri sağlayabileceğini ve daha fazlası için yatırımcının daha çok risk alması gerektiğini göstermektedir (Usta, 2005). Risk ve verimli portföylerin getirisi arasındaki doğrusal ilişki, aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir (Galagedera, 2007: 3):

$$E(R_p) = R_f + \sigma_p \left[\frac{E(R_m) - R_f}{\sigma_m} \right]$$

R_p = *portföy getirisi,*
R_f = *risksiz varlık getirisi,*
R_m = *piyasa portföyü getirisi,*
σ_p = *portföy getirilerinin standart sapması,*
σ_m = *piyasa portföyü getirilerinin standart sapması.*



Şekil 3.2. Sermaye Pazar Doğrusu

Sharpe ve Lintner'in varsayımlarına göre SVFM denklemi aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$E(R_i) = R_f + \beta_{im}[E(R_m)-R_f]$

$E(R_i)$ = "i" varlığının beklenen getirisi,
R_f = Risksiz faiz oranı,
β_{im} = Piyasa portföyündeki (m) i varlığının riski ,
$E(R_m)$= Pazar portföyünün beklenen getirisi,
$[E(R_m) – R_f]$ = Pazar risk primi.

Modele göre, riskli bir varlık yatırımı üç unsurdan oluşmaktadır. Bunlar, paranın zaman değeri R_f, pazar risk primi $[E(R_m)- R_f]$ ve varlığın betasıdır (β_i). Bir varlığın veya portföyün risk primi, pazar portföyünün risk primi ve varlığın betasının çarpımının bir sonucudur. Bir başka deyişle, SVFM'ye göre bir menkul kıymetin beklenen getirisi risksiz faiz oranına, piyasa risk primine ve menkul kıymetin betasına bağlıdır.

Modelde risksiz faiz oranı olarak devlet tahvilleri ele alınmıştır. Fakat devlet tahvilleri yalnızca ödememe riski açısından risksiz kabul edilmektedir. Risk primi, belirli bir riske sahip varlıkla daha az riskli varlığın getirileri arasındaki farkı ifade etmektedir. SVFM'de

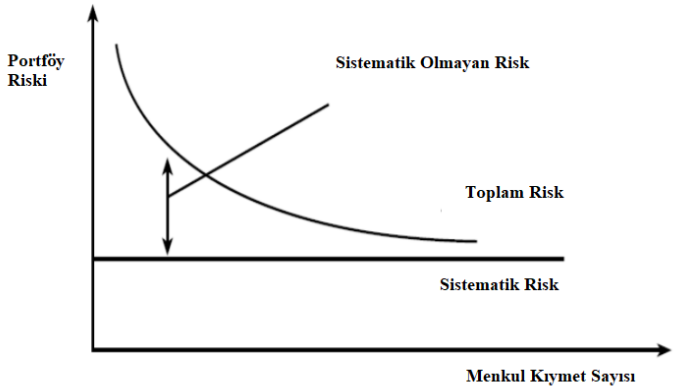
varlık riski beta katsayısı (piyasa betası) aracılığıyla ölçülür. β, varlığın getirisinin piyasa getirisindeki değişime duyarlılığını ölçen i varlığının piyasa betasıdır. Beta katsayısı, bir menkul kıymetin sağladığı getiri (R_i) ile piyasa portföyü getirisi (R_m) arasındaki kovaryansın, piyasa getirisinin varyansına bölünmesi ile bulunur (Cuthbertson, 1996) ve formülde aşağıdaki şekilde ifade edilir:

$$\beta = \frac{Cov\ (Ri,Rm)}{\text{Var (Rm)}}$$

Beta i (β_i) bir menkul kıymetin sistematik riskinin ölçüsüdür ve beta katsayısı belirli bir menkul kıymetin pazarla birlikte ne ölçüde hareket ettiğini gösterir. Varlıkların beklenen risk primi ile piyasa betası arasında doğrusal bir ilişki vardır. Sistematik risk, pazardaki tüm varlıkları etkileyen risk kaynakları iken, sistematik olmayan risk ise varlığın kendi özelliklerinden ortaya çıkan risk kaynaklarına denilmektedir.

Sistematik risk, kaçınılması mümkün olmayan ekonomik, politik unsurlar gibi dışsal faktörlerden kaynaklanırken, sistematik olmayan risk ise mikro düzeyde ve sektörel faktörlerden kaynaklanmaktadır ve her iki risk karşılıklı olarak birbirlerini etkilemektedir. Sistematik risk, yatırımın çeşitlendirilmesi ile giderilemez ve faiz oranı riski, enflasyon riski, pazar riski ve politik risk gibi unsurlardan oluşur. Sistematik risk her portföy için söz konusudur ancak portföyün çeşidine göre seviyesi değişebilmektedir (Korkmaz, Aydın ve Sayılgan, 2013: 20).

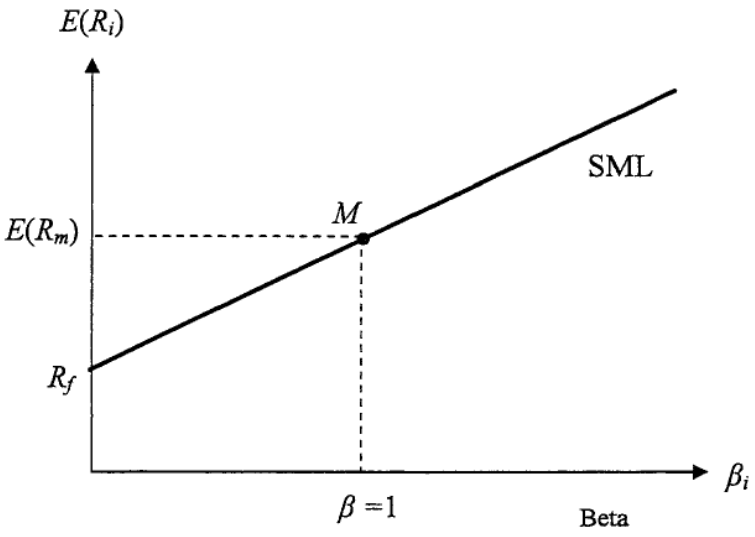
Sistematik olmayan risk, çeşitlendirme ile ortadan kaldırılabilir ve finansal risk, yönetim riski, sektör riski ve faaliyet riski gibi unsurlardan oluşmaktadır. Etkin olarak çeşitlendirilmiş bir portföyde sistematik olmayan risk tamamen ortadan kaldırılabilmekte ve yalnız sistematik risk kalmaktadır. Bir başka deyişle, portföyde finansal varlık sayısı arttıkça sistematik olmayan risk yok edilebilmekte ve toplam risk sistematik riske eşit hale gelebilmektedir. Şekil 3.3'de gösterildiği gibi, sistematik risk, yatay eksene paralel bir doğrudur. Portföy çeşitlendirilse bile, risk değişmeyecektir. Modelin sadece sistematik riski göz önünde bulundurması, sistematik olmayan riskin iyi bir portföy çeşitlendirmesi ile dağıtılabileceği veya sıfırlanabileceği varsayımından kaynaklanmaktadır (İvgen, 2003: 75).



Şekil 3.3. Sistematik ve Sistematik Olmayan Risk

Bir menkul kıymetin sistematik riski düşükse beta değeri < 1'dir ve yatırımın beklenen getirisi düşüktür; menkul kıymetin sistematik riski yüksekse beta değeri > 1 ve beklenen getirisi yüksektir; menkul kıymet orta risk grubunda ise beta değeri =1 ve beklenen getirisi orta düzeydedir.

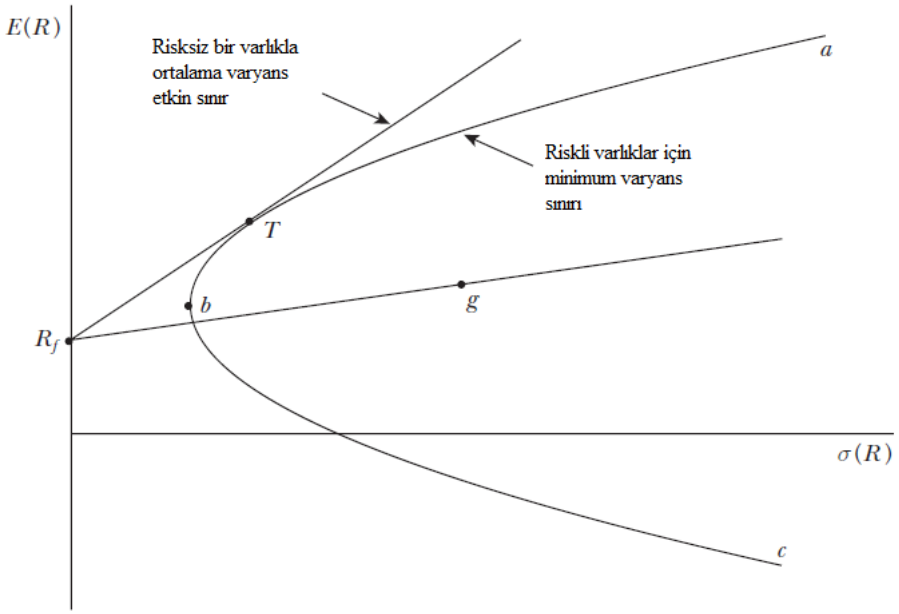
Varlık primi ve piyasa betası arasındaki ilişki Finansal Varlık Pazar Doğrusu (Security Market Line- SML) üzerinde gösterilmektedir (Şekil 3.4). "Finansal Varlık Pazar Doğrusu, bireysel bir yatırımcının risksiz bir oran ve bir menkul kıymet veya portföyün nispi riski açısından bekleyebileceği getiriyi ifade eder" (Galagedera, 2007: 4). Başka bir deyişle, herhangi bir menkul kıymetin beklenen getirisi ile sistematik riski arasındaki doğrusal ilişkiyi gösterir. Sermaye Pazar Doğrusu riski bilinen bir etkin portföyün elde etmesi gereken getiriyi ifade ederken, Finansal Varlık Pazar Doğrusu, finansal varlık fiyatlarının dengede olduğu kabul edildiğinde, tüm finansal varlık ve portföy getirilerinin bir doğru üzerinde gösterimini ifade eder.



Şekil 3.4. Finansal Varlık Pazar Doğrusu

Finansal Varlık Pazar Doğrusu, pazar portföyünü temsil eden noktadan geçer. M noktasında beta 1, beklenen getiri R_m'dir. Risksiz menkul kıymetlerin betası sıfır ve beklenen getirisi R_f olduğu için doğru (0, Rf) koordinatından geçmelidir (Karan, 2001). Finansal Varlık Pazar Doğrusu'nun eğimi ekonomideki riskten kaçınmanın derecesini yansıtmaktadır. Ortalama yatırımcının riskten kaçınma seviyesi ne kadar yüksekse, doğrunun eğimi o kadar dik ve tüm hisse senetleri için risk primi o kadar büyüktür. Beklenen getiri de o derece yüksek olacaktır.

Fama ve French (2004), portföy fırsatlarını ve SVFM modelinin hikayesini şekil üzerinde aşağıdaki gibi göstermiştir (Şekil 3.5). Buna göre SVFM, etkin sınır ile y eksenindeki risksiz getiri noktasından uzanan çizgi birleştirilerek gösterilmiştir.



Şekil 3.5. Yatırım Fırsatları

Kaynak: Fama, E. ve French, K, 2004. The Capital Asset Pricing Model: Theory. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25–46.

Yatay eksende portföyün riski yer almaktadır ve portföy getirisinin standart sapması ile ölçülür. Dikey eksende ise portföyün beklenen getirisi gösterilir. "a, b ve c" eğrisi, minimum varyans sınırını göstermektedir ve farklı beklenen getiri seviyelerinde riski en aza indiren veya farklı risk seviyelerinde getiriyi maksimize eden riskli varlık portföylerini içerir. Etkin sınırdaki portföyler, borç alma ve borç verme için risksiz getiri oranını içermez. Yatırımcılar, risk tercihlerine göre etkin sınırda farklı pozisyonlar alarak risk ve beklenen getiri arasında değiş tokuş yapacaklardır.

Tobin'in (1958) "ayrım teoremi" ne göre yatırımcılar, belirli bir risk için getiriyi en üst düzeye çıkaran ve belirli bir getiri için riski en aza indiren portföylere yatırım yaparlar, böylece R_f boyunca ve teğet portföyü T'nin soluna doğru hareket ederler. Bu nedenle tüm verimli portföyler, risksiz varlık ve riskli portföy T'nin bir karışımını içerecektir. Kısacası, SVFM varsayımları, varlık piyasasının netleşmesi için M (market) piyasa portföyünün minimum varyans sınırında olması gerektiğini ima eder (Fama ve French, 2004).

Sharpe-Lintner'in oluşturduğu SVFM'ye göre bir varlığın fazla getirisinin beklenen değeri (R_i-R_f oranının), beklenen risk primi ile açıklanır. Jensen (1968), beklenen getiri ile piyasa betası arasındaki ilişkinin Sharpe-Lintner versiyonunun aynı zamanda bir zaman

serisi regresyon testi içerdiğini belirtmiştir. Zaman serisi regresyonundaki sabit terim, her varlık için sıfırdır (Fama ve French, 2004). Dolayısıyla, Jensen'e (1968) dayanan bu yaklaşım ile portföyün zaman serisi regresyonunda anormal performansı ölçmek için sabit (Jensen's Alpha) kullanılır. Buna göre regresyon fonksiyonu şu şekilde olmaktadır (Fama ve French, 2004):

$$R_{it}-R_{ft}= \alpha_i+\beta_{im}\,(R_{mt}- R_{ft})+\mathcal{E}_{it}$$

Yukarıda verilen regresyon fonksiyonu ile "varlık getirileri beta, alfa ve sigma olarak üç parçada değerlendirilebilir" (Wang, 2006: 15). "Beta (β), varlığın sistematik riskini ölçmektedir ve Betası daha yüksek olan varlıklar piyasaya daha duyarlıdır" (Wang, 2006: 14). Alfa (α) varlık getirisinin, riske göre uyarlanmış getirisini aşan kısmını ölçmektedir. "Tüm varlıklar için α sıfır olmalıdır" (Wang, 2006: 17). Bir varlığın sigma'sı ε_i, sistematik olmayan riskini ölçer ve sistematik olmayan risk, sistematik risk ile ilişkisizdir. Toplam risk, sistematik risk ile sistematik olmayan riskin toplamıdır. Risk ve getiri aşağıdaki şekilde bileşenlerine ayrılabilir (Wang, 2006: 15):

$$\underbrace{R_i-R_f= \beta_{im}\,(R_m- R_f)}_{\text{Sistematik bileşen}} + \underbrace{\mathcal{E}_{it}}_{\text{Sistematik olmayan bileşen}}$$

SVFM, varlıkların fiyatlandırılmasına öncülük etmiştir. "Sharpe-Lintner SVFM kullanımının sadeliği nedeniyle tercih edilmektedir: portföy teorisi ve varlık fiyatlandırması kavramlarını tanıtmak için etkili bir araçtır" (Rossi, 2016: 614). Bununla birlikte, görgül bulgularındaki problemler nedeniyle birçok eleştiriye maruz kalmaktadır. SVFM, sınırsız risksiz borçlanma ve borç verme varsayımları nedeniyle birçok çalışmada eleştirilmiştir. Black (1972), sınırsız fonları risksiz olarak ödünç alma ve ödünç verme olasılığının gerçekçi olmadığını iddia etmiş ve SVFM'nin başka bir versiyonunu geliştirmiştir. SVFM ayrıca piyasa betalarının beklenen getirileri ve tüm riskli varlıkların piyasa portföyünün temsilini açıklayıp açıklamadığı konusunda da eleştirilere uğramıştır. SVFM'de ve SVFM'nin Black (1972) tarafından geliştirilen versiyonunda beklenen getirideki değişkenliğin piyasa betası ile ilgisi olmadığı öne sürülmüştür. Örneğin, Basu (1977) fiyat başına kazanç oranı yüksek olan adi hisse senetlerinin SVFM tarafından tahmin edilenden daha yüksek gelecekteki getirilere sahip olduğunu göstermiştir. Banz (1981), firma büyüklüğü ile onun ortalama

getirisi arasında bir ilişki bulmuş ve küçük ölçekli firma hisse senetlerinin ortalama getirisinin, fiyat çarpımı ile piyasa değeri için temsil edilen ödenmemiş hisse senetleriyle ölçülen ortalama getirisinin SVFM tarafından ölçülenden daha yüksek olduğunu bulmuştur. Ball (1978), piyasa betalarının kusurlu ve beklenen getirilerdeki değişimi açıklamak için yetersiz olduğunu, kazanç-fiyat, borç-özsermaye ve defter-piyasa oranlarının beklenen getiriler için iyi belirleyiciler olduğunu öne sürmüştür. Fama ve French (1992), hisse senedi getirilerindeki değişimi açıklamak için büyüklük, kazanç-fiyat, borç-öz sermaye ve defter-piyasa oranlarının piyasa betası ile birlikte kullanılabileceğini doğrulamıştır.

Getiri-beta ilişkisine ilişkin literatürdeki karışık görgül bulguların sonuçları bir dizi yanıta yol açmıştır (Galagedera, 2007):

1. Tek faktörlü SVFM, portföy etkin olmadığında reddedilmektedir. Verimlilikten çok küçük sapmalar bile risk ve beklenen getiriler arasında önemsiz bir ilişki üretebilir,
2. Varlık fiyatlandırma modeli için kullanılan verilerde hayatta kalma yanlılığı (survivorship bias) olabilir,
3. Beta zamanla kararsızdır,
4. Birkaç model belirleme sorunu vardır; Örneğin, değişkenlerdeki hataların görgül araştırmayı etkilemesi veya daha geniş bir pazar portföyü belirlemenin sonuçları etkileyebilmesi gibi,
5. Kendine has getiriler arasındaki olası korelasyonları hesaba katmamak, sonuçları etkileyebilir.

SVFM'nin piyasa risk priminin varlık risk priminin belirlenmesinde önemli bir açıklayıcı değişken olduğu yönündeki öngörüsü birçok araştırmacı tarafından reddedilmiştir (Örneğin; Black, 1972; Miller ve Scholes, 1972; Banz, 1981; Fama and French, 1992; Davis, 1994). Fama ve French (2004), teorinin daha yüksek riskin (beta) daha yüksek getiri ile ilişkili olduğuna dair temel hipotezi için çok az destek olduğunu vurgulamıştır. Fama ve French (1993) portföy getirilerini daha iyi açıklamak için SVFM'ye iki faktör ekleyerek, üç faktörlü bir model önermişlerdir.

3.3.1.1.2. Fama-French Üç Faktörlü Model

Tüm risk faktörüne dayalı analizlerin başlangıç noktası, ilk olarak Sharpe (1964) ve Lintner (1965) tarafından ortaya atılan Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli'dir (SVFM). Bununla birlikte, daha sonraki araştırmalar, SVFM'nin geçerliliğine ilişkin ampirik çelişkileri ve anormallikleri ortaya koymuştur. SVFM, piyasa betası tek başına varlıklardan beklenen fazla getiriyi açıklamadığı için eleştirilere maruz kalmıştır. Çok sayıda çalışma, ortalama menkul kıymet getirilerindeki kesitsel değişimin yalnızca piyasa betası ile açıklanamayacağını göstermiştir. Örneğin, "piyasa portföyü" üzerinden beklenen fazla getiriler ve varsayımlar için düşük açıklama oranı eleştirilmiştir. Görgül testler, SVFM'nin büyüklük ve değer etkileri gibi piyasa anormalliklerini yakalamadığını göstermiştir. Bu nedenle Fama ve French (1992), SVFM'ye yeni değişkenler ekleyerek, getirileri daha iyi açıklayabilecek bir model bulmaya çalışmışlardır. Fama ve French (1993, 1995, 1996), SVFM tarafından sunulan orijinal piyasa faktörü ile bağlantılı olarak diğer iki faktörü (büyüklük ve değer) kullanarak getirilere yaklaşmanın, hisse senedi getirisi tahminini önemli ölçüde iyileştirebileceğini göstermiş ve Fama-French Üç Faktörlü Modeli (FF3FM) geliştirmişlerdir.

SVFM'ye ilişkin eleştiriler görgül kanıtlardan kaynaklanmaktadır. Bu kanıtlar, beklenen getirilerin yalnızca piyasa riski ile açıklanamayacağını, ek risk faktörlerinin bir kombinasyonundan kaynaklandığını göstermiştir. Örneğin, Basu (1977) beklenen getirilerin kazanç/fiyat ile pozitif ilişkili olduğunu ve fiyat başına kazanç oranı yüksek olan adi hisse senetlerinin SVFM tarafından tahmin edilenden daha yüksek gelecek getirilerine sahip olduğunu göstermiştir. Banz (1981), bir hisse senedi büyüklüğünün (fiyat * pay) beklenen getirileri açıklamaya yardımcı olabileceğini bulmuştur. Çünkü bu piyasa β'ları göz önüne alındığında, nispeten düşük piyasa değerine sahip firmaların getirileri, nispeten büyük piyasa kapitalizasyonlarına sahip firmalardan önemli ölçüde daha yüksektir. Benzer şekilde, Bhandari (1988) yüksek kaldıraçlı firmaların piyasa betalarına göre yüksek getiriler ürettiğini ileri sürmüştür. Bu bulgular "büyüklük etkisi" olarak ifade edilen bir risk faktörünü ortaya koymuştur.

Defter Değeri/Piyasa Değeri (DD/PD) etkisi ilk olarak Stattman (1980), Reid, Rosenberg ve Lanstein (1985) tarafından belgelenmiş, daha sonra Davis (1994), Lakonishok (1991) ve Fama ve French (1993, 1996) tarafından da desteklenmiştir. Söz konusu etki, bir firmanın defter-piyasa oranı ile tahmin edilen getiriler arasında pozitif bir ilişki olduğunu ve

nispeten daha yüksek defter-piyasa oranlarına sahip hisse senetlerine bir getiri primi verilmesi gerektiğini varsaymıştır.

Fama ve French (1992), bir portföyün betasının ortalama olarak gerçek getirilerinin sadece yaklaşık %70'ini açıkladığını ve diğer %30'unun beta ile ilgili olmayan diğer faktörler tarafından açıklandığını tespit etmişlerdir. Yazarlar beta, büyüklük, kazanç/fiyat oranı ve kaldıraç ile DD/PD oranının çapraz kesit getirileri üzerindeki ortak etkisini incelemişler ve hem büyüklük hem de DD/PD oranlarının birlikte dahil edildiğinde anlamlı sonuç verdiğini göstermişlerdir. Yazarlar, tek değişkenli ve çok değişkenli testlerde, DD/PD değeri ile hisse senedi getirileri arasında pozitif, büyüklük ve hisse senedi getirileri arasında ise negatif bir ilişki bulmuşlardır (Fama ve French, 1992). Böylece Fama ve French (1992), iki piyasa dışı risk faktörü olan SMB (Small minus Big) ve HML'nin (High minus Low) hisse senedi getirilerini açıklarken faydalı faktörler olduğunu gözlemlemişlerdir.

Fama ve French (1993), toplam 25 ABD merkezli hisse senedi portföyünü (Temmuz 1963'ten Aralık 1991'e kadar uzanan bir dönemi kapsayan) analiz eden bir çalışma yürütmüşlerdir. Yazarlar, Black, Jensen ve Scholes'un (1972) zaman serisi regresyon yaklaşımını kullanarak hisse senedi ve tahvillerin aylık getirilerini, bir hisse senedi piyasa portföyünün getirilerini ve büyüklük, defter-piyasa değeri ve vade yapısı risk faktörleri açısından portföyleri regresyona dahil etmişlerdir. Araştırma bulguları, büyüklük ve DD/PD ile ilgili faktörlerin, getirilerdeki güçlü ortak varyasyonu yakaladığını göstermiştir. Ayrıca hisse senedi portföyleri için, aşırı piyasa getirisi ve büyüklük getirileri ve DD/PD faktörlerini içeren üç regresyonda kesişimler 0'a yakın çıkmıştır. Fama ve French (1993), "küçük" hisse senetleri (PD küçük hisse senetleri) ile "değer" hisse senetlerinin (DD/PD yüksek hisse senetleri) piyasadan daha iyi performans gösterme eğiliminde olduğunu bulmuşlardır.

Fama ve French (1995) tarafından yürütülen başka bir çalışmada da yüksek DD/PD'nin (defter değerine göre düşük bir hisse senedi fiyatı) sürekli zayıf kazançları ve düşük DD/PD'nin (defter değerine göre yüksek hisse senedi fiyatı) güçlü kazançlar gösterdiğini bulmuşlardır. Ancak düşük ve yüksek DD/PD hisse senetlerinin kazanç artış oranlarının portföy oluşumundan sonraki yıllarda benzer hale geldiğini göstermişlerdir.

Fama ve French (1996) diğer bir çalışmalarında ise dünya çapındaki piyasalarda 1975-1995 yılları arasında değer ve büyüme hisse senetlerinin davranışını incelemiş, uluslararası bir SVFM'nin değer primini açıklayamadığını bulmuştur.

Fama ve French (1998), başka bir çalışmada önceki çalışmalarını 13 gelişmiş pazar ve 16 gelişmekte olan pazardan oluşan küresel bir veri kümesine uygulamışlardır. Fama ve French, gelişmekte olan piyasalarda büyüklük etkisinin öneminin azalırken, DD/PD ile getiriler arasında hala önemli bir ilişki olduğunu bulmuşlardır.

Bu görüşler bağlamında Fama ve French (1993, 1996) tarafından beklenen getiriler için geliştirilen üç faktörlü model, bir varlığın beklenen getirilerindeki kesitsel değişimin yalnızca "piyasa priminin" bir fonksiyonu olmadığını, bunun yerine üç fiyatlandırılmış faktörün bir kombinasyonu olduğunu varsaymıştır. Bu üç faktör ile varlık *i*'nin beklenen getirisi arasındaki ilişki aşağıdaki şekilde tahmin edilebilmektedir (Fama ve French, 1996, 2003):

$$E(R_i)-R_f=\beta_{im}[E(R_m)-R_f]+\beta_{is}E(SMB)+\beta_{ih}E(HML)$$

Denklemde, "$E(R_i)-R_f$", "$E(R_m)-R_f$", "E(SMB)" ve "E(HML)" beklenen primleri, β'lar ise zaman serisi regresyonundaki eğimleri göstermektedir.

Fama ve French tarafından önerilen üç faktörlü model, zaman serisi regresyon formunda aşağıdaki şekilde yazılmaktadır (Fama-French, 2004):

$$R_{it}-R_{ft}=\alpha_i+\beta_{im}[R_{mt}-R_{ft}]+\beta_{is}\,SMB+\beta_{ih}\,HML_t+\mathcal{E}_{it}$$

α_i= *Regresyon doğrusunun kesişimi*
R_{it} = *i varlığının/portföyünün getirisi*
R_{ft}= *Devlet borçlanma senetlerinin risksiz faiz oranı*
R_{mt} = *Piyasa portföyünün getirisi*
SMB_t = *(Small Minus Big) Küçük ve büyük hisse senetlerinin getiri farkı (Büyüklük faktörünün getirisi)*
HML_t = *(High Minus Low) Yüksek ve düşük Defter Değeri /Piyasa Değeri (DD/PD) oranlı hisse senetlerinin getiri farkı (DD/PD faktörünün getirisi)*
$\mathcal{E}_{it}$= *Hata terimi*
$\beta_{im\text{-}is\text{-}ih}$= *Üç bağımsız değişkenin Beta değerleri*

Üç faktörlü modelin ilk faktörü SVFM denkleminde belirtildiği üzere *piyasa risk primine* karşılık gelir. SMB (Small Minus Big) "Küçük Eksi Büyük" *piyasa büyüklüğü* (market capitalization) risk faktörü ve HML (High Minus Low) "Yüksek Eksi Düşük" *değer primi* (value premium) risk faktörüdür. SMB faktörü, küçük hisse senetleri portföyünün

getirisi ile büyük hisse senetleri portföyünün getirisi arasındaki farkı, HML faktörü piyasa değeri yüksek hisse senetleri portföyünün getirisi ile piyasa değeri düşük hisse senetleri portföyünün getirisi arasındaki farkı ifade etmektedir. SMB faktörüne ilişkin olarak, büyüklük (piyasa değeri) arttıkça hisse senedi getirileri azalmaktadır. HML faktörü, değer (value) hisselerinin büyüme (growth) hisseleri üzerindeki tarihsel aşırı getirilerini ölçmektedir. Modele göre DD/PD oranı yüksek olan "değer" (value) firmaları ile düşük olan "büyüme" (growth) firmaları arasında beklenen getiriler farklıdır ve "değer" firmaları, "büyüme" firmalarına kıyasla daha yüksek ortalama hisse senedi getirileri sağlayabilir.

Fama ve French (1993), modelin metodolojisine ilişkin olarak öncelikle 1963'ten 1991'e kadar her yılın Haziran ayında, CRSP'deki tüm NYSE hisseleri büyüklüklerine (fiyat çarpı hisseler) göre sıralamışlardır. Medyan NYSE büyüklüğünü daha sonra NYSE, Amex ve (1972'den sonra) NASDAQ hisselerini küçük ve büyük (S ve B) olmak üzere iki gruba ayırmak için kullanmışlardır. Ayrıca NYSE, Amex ve NASDAQ hisse senetlerini, NYSE hisseleri için DD/PD sıralı değerlerinin en alt %30'u (Düşük), orta %40'ı (Orta) ve ilk %30'u (Yüksek) için kesme noktalarına dayalı olarak üç piyasa değeri grubuna ayırmışlardır. DD/PD oranı için ise, t-1 takvim yılı ile biten mali yıl için adi hisse senedi defter değerini, t-1 Aralık sonu piyasa değerine bölmüşlerdir. DD/PD için kesme noktalarını hesaplarken veya DD/PD portföylerini oluştururken, 1980'den önce nadir görülen negatif defter değeri (DD) firmalarını kullanmamışlardır. İki PD ve üç DD/PD grubunun kesişimlerinden altı portföy (S/L, S/M, S/H, B/L, B/M, B/H) oluşturmuşlardır. Altı portföyün aylık değer ağırlıklı getirilerini t yılının Temmuz ayından t+1 yılının Haziran ayına kadar hesaplamışlar ve portföyler t+1 yılının Haziran ayında yeniden düzenlenmiştir. Ayrıca t-1 yılı için defter değerinin bilindiğinden emin olmak için t yılının Temmuz ayında başlayan getirileri hesaplamışlardır. Testlere dahil olmak için bir firmanın t-1 yılı Aralık ayı ve t yılı Haziran ayı için CRSP hisse senedi fiyatlarına ve t-1 yılı için COMPUSTAT defter değerine sahip olması şartını uygulamışlardır. Faktörlerin hesaplanması aşağıdaki şekilde yapılmıştır (Fama ve French, 1993):

1. **SMB faktörü:** SMB portföyü (Küçük eksi büyük), üç küçük hisse senedi portföyündeki (S/L, S/M, S/H) getirilerin basit ortalaması ile üç büyük hisse senedi portföyünün (B/L, B/M ve B/H) getirilerinin basit ortalaması arasındaki farktır. Dolayısıyla SMB, yaklaşık olarak aynı ağırlıklı ortalama DD/PD'ye sahip küçük ve büyük hisse senedi portföylerinin getirileri arasındaki farktır. Yazarlar,

her t yılının Haziran ayında, hisse senetlerini büyüklüklerine göre sıralamışlardır (Fama ve French, 1993).

2. **DD/PD faktörü**: HML, iki yüksek DD/PD portföyündeki (S/H ve B/H) getirilerin basit ortalaması ile iki düşük DD/PD portföyündeki (S/L ve B/L) getirilerin ortalaması arasındaki farktır. HML'nin iki bileşeni, yaklaşık olarak aynı ağırlıklı ortalama büyüklüğe sahip yüksek ve düşük DD/PD portföylerinin getirileridir. Yazarlar, her t yılının Haziran ayında, hisse senetlerini DD/PD oranına göre sıralamışlardır (Fama ve French, 1993).

    - SMB ve HML'deki altı büyüklük ve DD/PD portföyü değer ağırlıklıdır. Değer ağırlıklı bileşenlerin kullanılması, varyansın en aza indirilmesine yöneliktir, çünkü getiri farkları boyutla negatif olarak ilişkilidir (Fama ve French, 1993).

    - SMB ve HML, t yılı Temmuz ile t+1 yılı Haziran aylarına kadar ve t-1 Aralık ve t Haziran ayları için piyasa değeri ve pozitif defter değerine sahip hisse senetlerini içermektedir (Fama ve French, 1993).

3. **Fazla piyasa getirisi:** Fazla piyasa getirisi R_m-R_f olarak ifade edilmektedir. R_m, altı büyüklük ve DD/PD portföyündeki hisse senetlerinin değer ağırlıklı portföy getirisi ve portföylerden hariç tutulan negatif DD hisse senetlerinin getirisinden oluşmaktadır. R_f bir aylık bono faizidir (Fama ve French, 1993).

Fama ve French (1992, 1993) çalışmalarında değer ağırlıklı getirileri kullanmışlardır ancak eşit ağırlıklı getirilerin, FF3FM ile getirileri açıklamada değer ağırlıklı getirilerden daha iyi bir iş çıkardığını da vurgulamışlardır. Ayrıca, Lakonishok, Shleifer ve Vishny (1994) de risk faktörleri ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin araştırılmasına yönelik olarak eşit ağırlıklı portföylerin kullanılmasını önermişlerdir.

Fama ve French'in (1993) sonuçlarına yönelik olarak, bazı diğer araştırmacılar, Fama ve French'in (1993) sonuçlarını, özellikle modelin DD/PD bileşeni ile ilgili olarak, yatırımcı mantıksızlığının (irrationality) ve verimsiz piyasaların göstergesi olarak görmüşlerdir. Örneğin; Debondt ve Thaler (1987) ve Lakonishok ve arkadaşları (1994) gibi araştırmacılar davranışçı bir bakış açısı ile DD/PD'nin getiriler üzerindeki açıklama yeteneğinin, yatırımcıların hem iyi hem de kötü haberlere aşırı tepki vermesinin bir sonucu olduğunu varsaymışlardır. Berk (1995), getiriler üzerindeki etkisi önceden belgelenmiş faktörler

temelinde oluşturulan portföylerin, faktörlerin riski temsil edip etmemesine bakılmaksızın, kaçınılmaz olarak daha iyi performans göstereceğini savunmuş, bu portföylerin yatırımcı mantıksızlığının (irrationality) veya yalnızca veri madenciliğinin bir sonucu olduğunu belirtmiştir. Lakonishok ve arkadaşları (1994), DD/PD etkisinin, yatırımcıların geçmiş portföy performansını çok ileriye doğru tahmin etmelerinin bir sonucu olduğunu savunmuşlardır.

Daniel ve Titman (1997), SMB ve HML portföylerindeki faktör yüklerinden ziyade firma özelliklerinin beklenen getirileri belirlediğini öne sürmüştür. Daniel ve Titman (1997), ayrıca yatırımcıların, "değer" hisse senetlerine kıyasla "büyüme" hisse senetlerine sahip olma eğiliminin daha yüksek olduğunu savunmuşlardır. Davies, Fama ve French (2000) ise bu eleştiriye cevaben FF3FM'yi genişletilmiş bir veri setine (1929-1997) uygulamışlardır. Daniel ve Titman'ın (1997) raporunun sonuçlarının döneme özgü olduğunu, bunun da sahte sonuçlara yol açtığını ve diğer zaman dilimleri için geçerli olmadığını savunmuşlardır. Diğer yandan, Kim (1997), firma büyüklüğü, defter-piyasa değeri ve kazanç-fiyat oranının varlığına ve yokluğuna bakılmaksızın, piyasa betalarının ekonomik ve istatistiksel olarak anlamlı bir güce sahip olduğu sonucuna varmıştır.

Claessens, Dasgupta ve Glen (1993, 1995, 1998), yükselen piyasalardaki hisse senedi piyasası getirileri üzerine bir dizi çalışma yürütmüş ve piyasa değerinin gelişmekte olan piyasalarda gelişmiş sermaye piyasalarına göre daha az açıklayıcı güce sahip olduğu sonucuna varmışlardır. Bununla birlikte Connor ve Sehgal (2001) tarafından belgelenen görgül bulgular, Fama-French Üç Faktör Modeli ile makul ölçüde tutarlıdır. Ayrıca, Drew, Naughton ve Veeraraghavan (2003), Çin'deki ortalama varyansı etkin yatırımcıların riske göre ayarlanmış üstün getiriler elde etmek için piyasa portföyüne ek olarak, küçük ve düşük DD/PD şirketlerinin bazı kombinasyonlarını seçebildiği sonucuna varmışlardır. Gaunt (2004), önceki çalışmalarla karşılaştırıldığında, Avustralya piyasasında üç faktörlü modelin açıklama gücünde tek faktörlü SVFM'ye kıyasla bir gelişme tespit etmiştir.

Türkiye'de yapılan çalışmalar genel anlamda FF3FM'yi destekleyici bulgulara ulaşmıştır. Aksu ve Önder (2003), firma büyüklüğü faktörünün, DD/PD oranı faktörüne kıyasla hisse senedi getirilerini açıklamada daha anlamlı sonuçlar verdiğini ve aynı zamanda FF3FM'nin SVFM'ye göre daha belirgin sonuçlar verdiği tespit edilmiştir. Doğanay (2006), piyasa riskinin, firma büyüklüğünün ve PD/DD oranının hisse senedi getirilerini etkileyen ortak (sistematik) risk faktörleri olduğunu ve bu riskleri taşıyan yatırımcıların yüksek getiri

elde ettiğini tespit etmişlerdir. Arıoğlu (2007) çalışmasında, firma büyüklüğü ile hisse senedi getirileri arasında negatif bir ilişki olduğunu belirtmiştir. Erişmiş (2007), firma büyüklük ölçüsünü temsil eden açıklayıcı değişkenin küçük ölçekli portföyler için pazar portföyünden sonraki en önemli açıklayıcı değişken olduğunu, DD/PD oranını temsil eden değişkenin ise büyük ölçekli portföyler için pazar portföyünden sonraki en önemli açıklayıcı değişken olduğunu tespit etmiştir. Gökgöz (2008), İMKB'yi temsil edebilecek 5 farklı endeks üzerine bir çalışma yapmış, üç faktörlü modelin seçilen tüm İMKB endeksleri için geçerli olduğunu ortaya koymuştur. Atakan ve Gökbulut (2010) çalışmalarında, İMKB Sınai Endeksi'nde işlem gören firmalar için FF3FM'nin İMKB'de geçerli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ünlü (2011), FF3FM ve Dört Faktörlü Modeli İMKB, ABD ve İngiltere piyasasındaki firmalar açısından incelemiş, modellerin her üç piyasa için de uygulanabilir olduğu sonucuna varmıştır. Coşkun ve Çınar (2014), BİST'te işlem gören firmalarda hem firma büyüklüğü hem de DD/PD değişkenlerinin hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Kara (2016), BİST Sınai, BİST Hizmetler ve BİST Mali Endeksleri'nde listelenen şirketler için verileri hem zaman hem de yatay kesit boyutunu birlikte değerlendirerek panel veri analizi ile incelemiş ve piyasa riski, firma büyüklüğü ve PD/DD oranına ilişkin olarak anlamlı sonuçlara ulaşmıştır. Erdinç (2017), SVFM'yi, FF3FM'yi ve Fama-French'in Beş Faktörlü Modeli'ni Türkiye borsası için test etmiştir. Sonuçlar, Beş Faktörlü Model'in hisse senedi getirilerindeki ortak değişimi FF3FM'den ve SVFM'den daha iyi açıkladığını göstermiştir. Ayrıca SVFM'nin sıralanmış portföylerin aylık fazla getirilerini açıklama gücünün olmadığı ve FF3FM'nin portföy getirilerini açıklamakta sorun yaşadığı sonucuna ulaşmıştır. Balkan ve Aygören (2020), BİST Sınai Endeksi'nde bulunan firmalar bağlamında FF3FM'ye satış gelirleri, satışların maliyeti, faaliyet giderleri ve özsermaye etkinlik skorlarının da eklenmesiyle yeni bir model oluşturmuşlar, SVFM, FF3FM ve oluşturulan dört faktörlü modelin geçerliliğini ve yeni dört faktörlü modelin de diğerlerine oranla daha iyi sonuçlar verdiği tespit etmişlerdir.

FF3FM'deki en ciddi problem Jegadeesh ve Titman'ın (1993) momentum etkisi olarak belirtilmektedir. Momentum etkisi hem FF3FM'de hem de SVFM'de açıklanamamaktadır (Fama ve French, 2004). Ayrıca Fama-French Modeli'nin ek faktörlerin modelin açıklama gücünü artırabileceği anlamında, ihmal edilen değişken yanlılığı (omitted variable bias) gösterip göstermediği pek çok finans makalesinde değerlendirilen bir konudur. Bununla birlikte, FF3FM'nin hem akademisyenler hem de uygulayıcılar tarafından on yıllık yoğun görgül testi, hisse senedi getirilerinde gözlemlenen değişimi hem kesitsel olarak hem de

zaman içinde açıklamakta son derece iyi bir iş çıkardığını ve bu nedenle böyle bir önyargıdan muzdarip görünmediğini göstermektedir (Fama ve French, 2004). Sonuç olarak, genel anlamda geçmiş bulgular FF3FM'nin şirketin diğer temel faktörlerinin herhangi bir kombinasyonuna kıyasla hisse senedi getiri davranışını açıklamada daha iyi sonuçlar verdiğini göstermiştir.

3.3.1.1.3. Carhart Dört Faktörlü Model

Momentum etkisinin hem SVFM'de hem de FF3FM'de açıklanamaması (Fama ve French, 2004) nedeniyle, Jegadeesh ve Titman (1993) tarafından Dört Faktörlü Model'e doğru önemli bir adım atılmıştır. Yazarlar, geçmişte kazanan ve kaybeden hisse senetleri portföylerinin pozitif getiri farkını belgeleyerek, ABD piyasası için oldukça önemli bir yıllık momentum anomalisi bulmuşlardır. Daha sonra Asness (1994) bu momentum etkisinin FF3FM (1993) ile açıklanamayacağını bulmuştur. Carhart (1995) ise Fama ve French (1993) momentum faktörünü üç faktöre ekleyerek uygulamıştır. Momentum faktörü ve Carhart Modeli, bu gelişmelerin sonucu olarak ortaya çıkmıştır.

Carhart 1997'de Fama ve French'in (1993) Üç Faktörlü Modeli'ni yatırım fonlarını değerlemek için bir araç olarak sunduğu ve çalışmasını Jegadeesh ve Titman'ın (1993) araştırmasına dayandırdığı bir makale yazmıştır. Carhart (1997), hayatta kalma yanlılığı içermeyen (survivor bias) bir örnek kullanarak, hisse senedi getirileri ve yatırım harcamalarındaki ortak faktörlerin, hisse senedi yatırım fonlarının ortalama ve riske göre ayarlanmış getirilerindeki kalıcılığı açıkladığını göstermiştir. Carhart'ın analizi, Jegadeesh ve Titman'ın (1993) ifade ettiği hisse senedi getirilerindeki bir yıllık momentumun, yatırım fonu performansında Hendricks, Patel ve Zeckhauser'ın (1993) "sıcak eller" (hot hands) etkisini açıkladığını ortaya koymuştur. Hendricks ve arkadaşları (1993: 94), "spor" dünyasında kullanılan "hot hands" terimini kullanarak, sürekli kısa vadeli üstün performans sağlayan fonların "sıcak ellere" sahip olduğunu" belirtmişlerdir. "Hot hand", özellikle basketbolda ve geçici olduğunda başarılı olma veya kazanma yeteneği olarak tanımlanmaktadır (Oxfordlearnersdictionaries, 2022). Carhart (1997), bir yıllık getirisi daha yüksek olan fonların bunu fon yöneticilerinin ivme stratejilerini başarılı bir şekilde takip etmeleri nedeniyle değil, bazı yatırım fonlarının tesadüfen meydana gelmesi nedeniyle, geçen yılın kazanan hisse senetlerinde nispeten daha büyük pozisyonları elinde tuttuğu için

yaptığını belirtmiştir. Carhart (1997: 81) yatırım fonu yatırımcıları için üç önemli temel kural önermiştir:

1. Sürekli olarak düşük performans gösteren fonlardan kaçının,
2. Geçen yıl yüksek getirisi olan fonların gelecek yıl ortalamadan daha yüksek beklenen getirisi olur, ancak sonraki yıllarda olmaz,
3. Harcama oranlarının, yatırım maliyetlerinin, işlem maliyetlerinin ve yükleme ücretlerinin tümünün performans üzerinde doğrudan, olumsuz bir etkisi vardır.

Carhart (1997), Jegadeesh ve Titman'dan (1993) esinlenerek, momentum etkisini yakalamak için FF3FM'ye kesitsel momentum faktörü eklemiştir ve böylece Dört Faktör Modeli'ni (Carhart4FM) önermiştir. Momentum faktörü, negatif geçmiş getirisi olan firmaların negatif gelecek getirisi elde etme eğilimini ve pozitif geçmiş getirisi olan firmaların pozitif gelecek getirisi elde etme eğilimini temsil etmektedir. Carhart, momentum faktörünü ve regresyon analizini Fama ve French'in makalelerinde kullandıkları hisse senetleri yerine yatırım fonları üzerinde gerçekleştirmiştir.

Momentum etkisine ilişkin ilk çalışma Levy (1967) tarafından yapılmış olsa da referans çalışması Jegadeesh ve Titman'a (1993) aittir. Jegadeesh ve Titman (1993), hisse senetlerinin iyi ve kötü performanslarının birkaç ay boyunca devam etme eğilimini, diğer bir deyişle bir momentum etkisini ortaya koymuştur. Jegadeesh ve Titman (1993), geçmişte iyi performans gösteren hisse senetlerini satın alma ve geçmişte kötü performans gösteren hisse senetlerini satma stratejilerinin 3 ile 12 aylık elde tutma süreleri boyunca önemli pozitif getiriler sağladığını tespit etmişlerdir. Yazarlara göre bu stratejilerin karlılığı, sistematik risklerinden veya ortak faktörlere gecikmiş hisse senedi fiyatı tepkilerinden değil, firmaya özel bilgilere verilen gecikmiş fiyat tepkilerinden kaynaklanmaktadır. Momentum anomalisi, hisse senedi getirileri üzerinde momentum etkisinin var olduğunu ve son 3-12 ayda iyi performans gösteren hisse senetlerini (kazanan) satın almayı ve aynı dönemde düşük performans gösterenleri satmayı içeren bir momentum yatırım stratejisi ile anormal getiri elde edilebileceğini ifade eder. Bunun yanı sıra Jegadeesh ve Titman (1993), hisse senetlerini önceki hafta veya aydaki getirilerine göre seçen karşıt stratejilerin önemli anormal getiriler ürettiğini belirtmiş, orta vadeli momentumda kısa vadeli ters rotasyonu bozmamak için özellikle son ayı momentum hesabının dışında tutmuşlardır.

Carhart'a (1997: 62) göre "Üç Faktörlü Model, hem büyüklük hem de defter-piyasa değeri faktörlerini içerdiğinden, SVFM'den kaynaklanan ortalama fiyatlandırma hatalarını

iyileştirmiştir". Ancak Üç Faktörlü Model hataları, geçen yılın kaybeden hisse senedi portföyleri için güçlü bir şekilde negatif ve geçen yılın kazanan hisse senedi portföyleri için güçlü bir şekilde pozitiftir. Buna karşılık, Dört Faktörlü Model, SVFM ve Üç Faktörlü Model'in ortalama fiyatlandırma hatalarını önemli ölçüde iyileştirmiştir. Carhart (1997) Dört Faktörlü Modeli, Fama ve French'in (1993) Dört Faktörlü Modeli'ne Jegadeesh ve Titman'ın (1993) bir yıllık momentum anomalisini yakalayan ek bir faktör ekleyerek oluşturmuştur. Çünkü, Üç Faktörlü Model, momentuma göre sıralanmış portföy getirilerindeki kesitsel değişimi açıklayamamaktadır (Fama ve French, 1996). Chan, Jegadeesh ve Lakonishok (1996) ise momentum anomalisinin bilgiye yavaş tepki verilmesinden kaynaklanan bir piyasa verimsizliği olduğunu öne sürmüştür.

Carhart4FM'de ilk üç faktör FF3FM ile aynı değişkenleri içermektedir. R_m-R_f değişkeninin (SVFM ve FF3FM'de ortak) yanı sıra, SMB ve HML değişkenleri, FF3FM'den elde edilmiştir. Farklı olarak momentum faktörü (WML) modele eklenmiştir. Dolayısıyla Carhart4FM, R_mR_f, SMB, HML ve WML faktörlerinden oluşmaktadır ve matematiksel gösterimi aşağıdaki gibidir:

$$E(R_i)\text{-}R_f = \beta_{im}\,[R_m\text{-}R_f] + \beta_{is}\,(SMB) + \beta_{ih}\,(HML) + \beta_{iw}\,(WML)$$

Dört Faktörlü Model'in regresyon formu ise aşağıdaki şekilde yazılmaktadır:

$$R_i\text{-}R_f = \alpha + \beta_{im}[(R_m)\text{-}R_f] + \beta_{is}\,(SMB) + \beta_{ih}\,(HML) + \beta_{iw}\,(WML) + \mathcal{E}_i$$

α= Regresyon doğrusunun kesişimi
R_i = i varlığının/portföyünün getirisi
R_f= Devlet borçlanma senetlerinin risksiz faiz oranı
R_m = Piyasa portföyünün getirisi
SMB = (Small Minus Big) Küçük ve büyük hisse senetlerinin getiri farkı (Büyüklük faktörünün getirisi)
HML = (High Minus Low) Yüksek ve düşük DD/PD oranlı hisse senetlerinin getiri farkı (DD/PD faktörünün getirisi)
WML = (Winner Minus Loser) Yüksek ve düşük getirili hisse senetlerinin getiri farkı (Momentum faktörünün getirisi). WML literatürde aynı zamanda UMD (Up Minus Down) olarak da geçmektedir. Carhart (1997) ise PR1YR olarak belirtmiştir.
$\mathcal{E}_i$= Hata terimi

$\beta_{im\text{-}is\text{-}ih\text{-}iw}$= Dört bağımsız değişkenin (R_m-R_f, SMB ve HML ve WML'nin) Beta değerleri

WML, bir ay gecikmeli 11 aylık getiriye sahip en yüksek yüzde 30 firmanın getirilerinin eşit ağırlık ortalaması ile bir ay gecikmeli en düşük 11 aylık getiriye sahip yüzde 30 firmanın getirilerinin eşit ağırlıklı ortalamasının farkı alınarak oluşturulmuştur (Carhart, 1997). Bir başka deyişle, WML faktörünün belirlenmesi için hisse senetleri momentuma göre sıralanır, kazanan hisse senetleri verilerin en üst %30'luk dilimini oluşturur ve kaybedenler ise verilerin en alt %30'luk dilimini oluşturur. Daha sonra, kazanan ve kaybeden hisse senetlerinin getirilerinin farkı alınarak WML değişkeni oluşturulur.

Modelin regresyon formülünü kısaca şu şekilde ifade edebiliriz: ε_i hata terimidir, α model kesişimidir ve β_{im}, SMB, HML ve WML, modelde kullanılan faktörlerin parametre tahminleridir. Hisse senedinin performansı, piyasa riski, büyüklük, defter değeri-piyasa değeri rasyosu ve momentum özellikleri dikkate alındığında "normal" ise, Dört Faktörlü Model R_i'deki değişimi yakalar ve α sıfırdır. "α", portföy/firma ile ilişkili anormal getiridir ve ε_i, t zaman periyoduyla ilişkili anormal (fazla) getirileri yakalar. Jensen'in (1968) geliştirdiği "jensen alfa"sı, SVFM üzerinde portföy performansını ölçmek üzere portföyün ve piyasanın getiri oranı arasındaki farkı ifade etmektedir. Bir başka deyişle alfa (α) değeri, gerçekleşen getiri ve tahmin edilen getiri oranı arasındaki farkı göstermektedir. Alfanın sıfıra eşit olması, fiyatlama hatası olmadığını ve ilgili piyasanın etkin olduğunu gösterir. Alfanın pozitif olması fiyatlama hatasına ve modelin tahmin ettiğinden fazla getiri elde etme imkanına veya portföyün performansının piyasa performansından yüksek olduğu işaret ederken, alfanın negatif olması modelin tahmin ettiğinden daha az getiri elde edilebildiğini göstermektedir.

Carhart4FM ve modelin büyüklük, değer ve momentum faktörleri literatürde geniş bir şekilde araştırılmıştır. Bu araştırmalar, modele güçlü bir gerekçe sağlamaktadır. Bu alandaki çalışmalara bakıldığında örneğin, Hawawini ve Keim'in (1998) çalışması, büyüklük, değer ve momentum faktörleri üzerine uluslararası kanıtlar ve literatür hakkında yapılandırılmış bir genel bakış sunmuştur. Chan, Karceski ve Lakonishok (1998), hisse senedi getirilerinin kesitini açıklamak için temettü getirileri, nakit akışları ve kazançlarla ilgili faktörlerin yanı sıra endüstriyel üretim, tüketim, temerrüt marjı, vade farkı gibi diğer faktörleri, dört Carhart faktörüne karşı ve bunlarla birlikte test etmişler ve alternatif faktörlerin çoğunun getirilerle ilişkili olmadığını bulmuşlardır.

Carhart4FM, daha sonraki birçok çalışmada da desteklenmiştir. Örneğin; Tai (2003), pazar, büyüklük, defter değeri-piyasa değeri oranı ve momentum faktörleri arasında pazar risk priminin en baskın olduğunu tespit edilmiştir (Tai, 2003: 359). L'Her ve arkadaşları (2004), Kanada Borsası'nda, Dört Faktörlü Modeli test etmişler ve büyüklük faktörünün Ocak ayında diğer aylara göre daha büyük, momentum faktörünün ise Ocak dışındaki aylarda istatistiksel olarak anlamlı olduğunu tespit etmişlerdir (L'Her, Masmoudi ve Suret, 2004). Ammann ve Steiner (2008), İsviçre Menkul kıymetler Borsası verileri ile Dört Faktörlü Modeli analiz etmişler ve faktörlerin açıklayıcı gücünün yüksek olduğunu tespit etmişlerdir (Ammann ve Steiner, 2008). Lai ve Lau (2010), yatırım fonu performanslarını, SVFM, FF3FM ve Carhart4FM kullanarak incelemişler, beta, büyüklük, defter değeri-piyasa değeri oranı ve momentum faktörlerinin anlamlı olduğunu ve Carhart4FM'nin diğerlerine kıyasla nispeten üstün olduğunu belirlemişlerdir. Boamah (2015), Fama-French ve Carhart modellerini Güney Afrika Borsası (SASM) üzerinde test etmiştir. Buna göre, Güney Afrika Borsası bağlamında büyüklük, DD/PD ve momentum etkilerinin mevcut olduğu tespit edilmiş, küçük ve yüksek DD/PD firma portföyleri, büyük ve düşük DD/PD firma portföylerinden daha riskli çıkmıştır. Ayrıca Carhart Modeli, momentum etkilerini kısmen yakalamış, ancak Fama-French Modeli, momentuma göre sınıflandırılmış portföylerin getirilerini tanımlayamamıştır. Rath ve Durand (2015), Fama-French ve Carhart faktörlerini firma özelliklerine ayrıştırılabilir olduğunu göstermişlerdir. Buna göre HML'nin temeli olan defter-piyasa rasyosu, piyasa ve defter kaldıracının, SMB'lerin temeli olan büyüklük, piyasa kaldıracı ve toplam yükümlülüklerin bir fonksiyonudur. UMD'nin (WML) temeli olan getiriler, yaklaşık olarak büyüklükteki logaritmik farktır ve firma özellikleri, portföylerin faktörlere duyarlılıkları ile ilgilidir. Rehnby (2016), İsveç borsası verileri üzerinden SVFM, FF3FM ve Carhart4FM'yi karşılaştırmışlardır. Sonuçlar, Üç Faktörlü Model'in SVFM'ye kıyasla portföy getirilerini daha iyi açıkladığını ve Dört Faktörlü Model'in Üç Faktörlü Model'e kıyasla açıklama gücünde küçük bir gelişme sağladığını göstermiştir. Zaremba ve arkadaşları, Polonya örneğinde dört popüler faktör fiyatlandırma modelinin SVFM, FF3FM, Carhart4FM ve Fama ve French'in Beş Faktörlü Modeli'ni değerlendirmiş ve karşılaştırmışlardır (Zaremba, Czapkiewicz, Szczygielski ve Kaganov, 2019). Sonuçlar, Dört Faktörlü Model'in diğer modellerden daha iyi performansa sahip olduğunu göstermektedir, çünkü bu model, kesitsel getiriler için en büyük açıklayıcı yeteneğe sahiptir.

Carhart4FM'ye ilişkin Türkiye'de yapılan çalışmalar genel anlamda modelin geçerliliğine ilişkin kanıtlar ortaya koymuştur. Örneğin; Ünlü (2012), Dört Faktör Modeli'nin İMKB'de hisse senedi getirilerini açıklama gücünü Temmuz 1992-Haziran 2008 dönemi (192 ay) için test etmiştir. Araştırma bulguları, firma büyüklüğü, DD/PD oranı ve momentum faktörlerinin beklenen hisse senedi getirilerini açıklamada anlamlı risk faktörleri olduğunu ortaya koymuştur. Çıtak (2017), yüksek veya düşük pazarlama yoğunluğuna sahip olmanın, firmaların pay senedi yatırımcılarının normalüstü getiri elde etmelerine yol açıp açmadığını araştırmış ve bu amaçla Carhart4FM'yi kullanmıştır. Araştırma sonuçları, 2008-2017 döneminde finansal olmayan BİST arasında Carhart4FM'nin pazarlama yoğunluğu yüksek olan firmalar için geçerli olduğunu göstermiştir. Özkan (2018), piyasa riski, firma büyüklüğü, defter değeri/piyasa değeri oranı, momentum, yatırım ve karlılık değişkenlerini içeren varlık fiyatlama modellerinin Borsa İstanbul'da beklenen hisse senedi getirilerini tahminleme gücünü araştırmıştır. Ayrıca Fama-French modellerinin sonuçlarını q-faktör modeli ile karşılaştırmıştır. Araştırma sonuçları, ortalama getiriler ile DD/PD oranı arasında pozitif, firma büyüklüğü ile ortalama getiriler arasında negatif ilişki olduğunu göstermiştir. Ancak bulgular her iki etki açısından da Fama-French bulguları kadar güçlü çıkmamıştır. Momentumun, BİST'te yatırımcılara kazanç olanağı sağlayan güçlü bir etki olduğu tespit edilmiştir. Q-faktör modelinin açıklama gücü, FF3FM ve Carhart4FM'den daha yüksek bulunsa da her üç modelin de Borsa İstanbul'da geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Köseli (2019), analist önerilerinin sermaye piyasasındaki bilgi aktarım rolü ve piyasa etkinliğine etkisini incelediği öneri portföyleri oluşturarak analistlerin bilgi aktarım rolünü ve piyasa etkinliğini test etmiştir. Bu amaçla çalışmada SVFM, FF3FM ve Carhart4FM kullanılmış ve Fama-French risk faktörlerinin Borsa İstanbul'daki geçerliliği test edilmiş ve gösterilmiştir. Çalışma sonuçları, Borsa İstanbul pay piyasasının yarı güçlü formda etkin olmadığı ve analistlerin bilgi aktarım rolünü tam olarak üstlenemediğini göstermiştir. Başpehlivan (2019), Carhart4FM'nin, 2007-2017 döneminde gelişmekte olan Avrupa piyasalarında geçerliliğini incelemiştir. Analizler sonucunda, SVFM, Fama-French İki ve Üç faktörlü Modeller ile Dört Faktörlü Model istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Yıldız, Gözkonan ve Bayram (2020), 2011-2019 dönemi için kapitalizasyon ağırlıklı endeks ve temel endekslerin karşılaştırmalı analizini yapmışlardır. Analiz için SVFM, FF3FM ve Carhart4FM'yi kullanmışlardır. Regresyon sonuçlarına göre SVFM'de alfalar pozitif, betalar %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı; FF3FM'de alfalar farklı düzeylerde anlamlı ve betalar istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı; Carhart4FM'de alfalar pozitif ve farklı seviyelerde istatistiksel olarak anlamlı ve beta pozitif ve %1 düzeyinde anlamlı çıkmıştır.

Carhart4FM'ye ilişkin geçmiş bulgular genel anlamda modelin risk faktörlerinin kullanımını güçlü olarak destekler niteliktedir. Ancak potansiyel olarak daha iyi özellikler ve faktörler ile açıklanan getiriler arasındaki ilişkiye yönelik tartışmalar halen devam etmektedir. Dört Faktörlü Model'in deneysel testlerde kısmen başarılı olduğu yönünde eleştiriler vardır. Bazı araştırmacılar tarafından Dört Faktörlü Model'in, büyüklük ve momentum türlerine dayalı olarak portföy getirilerini yeterince açıklamakta başarısız olduğu öne sürülmüştür (Örneğin; Fama ve French, 2012; Gregory, Tharyan ve Christidis, 2013). Fama ve French (2012), dört bölgeyi (Kuzey Amerika, Avrupa, Japonya ve Asya Pasifik) çalışmasına dahil ederek, ampirik varlık fiyatlama modellerinin uluslararası ortalama getirilerdeki değer ve momentum kalıplarını yakalayıp yakalamadığını ve varlık fiyatlandırmasının dört bölge arasında entegre görünüp görünmediğini test etmişlerdir. Bu çalışmada, bölgeler arasında entegre fiyatlandırma, testlerde güçlü destek bulamamıştır. Hatta yerel modeller bile, büyüklük ve momentum faktörleri ile oluşturulan portföylere ilişkin olarak daha az başarılı çıkmıştır. Gregory ve arkadaşları (2013), ayrışmış ve değer ağırlıklı faktör bileşenlerini kullanan Dört Faktörlü Model'in versiyonlarının, büyük firmalardaki veya portföylerdeki getirilerin çapraz kesitini aşırı momentum riskleri olmaksızın açıklayabildiğini bulmuşlar ancak risk faktörlerinin tutarlı ve güvenilir bir şekilde fiyatlandırılmadığı sonucuna varmışlardır. Polat (2016), Türkiye açısından momentum stratejilerini incelediği çalışmasında Dört Faktörlü Model'de yer alan alfa katsayılarının anlamlılığını analiz etmiştir. Araştırma sonuçları, sadece bazı gözlem ve yatırım dönemleri için momentum stratejilerinin pozitif ve anlamlı olduğunu ortaya koymuş ancak momentumun etkin piyasalara karşı bir anomali olarak görülmesine ilişkin bulguları güçlü bir şekilde desteklememiştir. Hisse senedi getirilerini açıklamaya yönelik olarak hem FF3FM'ye ve hem de Carhart4FM'ye farklı değişkenlerin eklenmesi ile yeni modeller oluşturulmaya çalışılmıştır. Örneğin; Connor, Hagmann ve Linton (2012) Carhart4FM'ye oynaklık (volatility) faktörünü eklemiş ve Beş Faktörlü bir model oluşturmuştur. Fama ve French (2015) ise FF3FM'ye yatırım ve karlılık faktörlerini ekleyerek beş faktörlü bir model önermişlerdir.

Carhart4FM, modele yönelik çeşitli eleştirilere rağmen geniş bir uygulama alanı için standart bir model haline gelmiştir. Model, firmalar arasındaki çapraz kesit farklılıklarının sistematik kaynaklarını dikkate alır ve yatırımcı tepkilerindeki değişimleri değerlendirir. Bununla birlikte, Carhart4FM'nin çıkarımları kıyas portföylerinin seçimine duyarlıdır ve ihmal edilen değişken yanlılığına (ommitted variable bias) tabidir. Dört Faktörlü Model'in

dayandığı bir tabanının olması (örneğin büyüklük ve momentum) ve fiyatlandırma performansının mevcut alternatiflerinden (Örneğin, SVFM) daha üstün olması gibi özellikler, modelin uygulama açısından öne çıkmasını sağlamıştır.

3.3.2.Olay çalışması yöntemi

Olay çalışması yöntemi (event study method), hissedar değerinin yaratılmasını değerlendirmeye yönelik olarak finansal ekonomi tarafından kullanılan bir yaklaşım olmakla birlikte, marka değerinin hissedar değerine etkisinin incelendiği çalışmalarda da kullanılan bir yöntemdir. Olay çalışmaları, özellikle pazarlamayla ilgili bağlamlarda kullanılmıştır ancak bununla birlikte bu çalışmalar geleneksel olarak ekonomistler tarafından yürütülmüştür (Chaney, Devinney ve Winer, 1991).

Olay çalışması metodolojisinin arkasındaki düşünce, piyasa etkinliği, tam bilgi ve yatırımcıların rasyonelliği (Fama, 1991) göz önüne alındığında, ilgili bir olayın etkisinin hisse senedi fiyatlarına hemen yansıtılması gerektiğidir. Bu yöntem, etkin bir piyasada hisse senedi fiyatlarının firma hakkında mevcut tüm bilgileri yansıttığı varsayımından hareket eder. Bu nedenle, bu yöntemle firmanın nakit akışlarını etkileyen bir olay hakkında yeni bilgi alındığında, firmanın hisse senedi fiyatının davranışı değerlendirilerek, firmanın gelecekteki gelirine ilişkin piyasa tahminindeki değişikliği incelenmektedir (Chaney ve diğer., 1991). Bir başka deyişle, olayın hisse senedi fiyatında anormal hareket yaratıp yaratmadığına bakılmaktadır. Analiz doğası gereği nedenseldir. Olay çalışmaları, ilgili olaya verilen hisse fiyatı tepkisinin, diğer ilgili bilgileri kontrol ederken açıkça izole edilmesini ve normal ve anormal getirileri hesaplamak için uygun bir kıyaslamanın kullanılmasını gerektirir.

Literatürde bu yöntemle marka değeri-hissedar değeri ilişkisini analiz eden çalışmalar bulunmaktadır. Örneğin; Dutordoir ve arkadaşları (2015), ABD piyasası bağlamında marka değerinin firma değeri üzerindeki etkisini değerlendirmek için Interbrand'ın 2001'den 2012'ye kadar En İyi Küresel Markalar listelerinden elde edilen 503 marka değeri duyurusu için yüksek nakit akışı kırılganlığının, değerli büyüme fırsatlarının ve daha fazla ürün veya hizmet fiyat artışı için yüksek potansiyelin önemini görgül olarak incelemişlerdir (Dutordoir ve diğer., 2015). Agrawal ve Kamakura (1995), geniş çapta duyurulan reklamlarda bir ünlü kullanımı sözleşmesinin duyurusunun, firmanın beklenen getirisine etkisini incelemişlerdir.

Simon ve Sullivan (1993), Coca-Cola ve Pepsi'nin marka değerinin büyük pazarlama kararlarına tepkisini ölçerek, bireysel marka düzeyinde marka değerindeki değişiklikleri izole eden bir yaklaşım kullanmışlardır. Başgöze ve arkadaşları (2016), marka değeri duyurularının Türk firmalarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini olay çalışması metodolojisi ve uzun vadeli risk ayarlı portföy getirileri kullanarak incelemişlerdir.

Olay çalışması yöntemi ile markalaşmanın değerini hissedarlar açısından değerlendirmek için, ideal olarak stratejik bir yönelimden marka odaklı bir stratejiye geçişten önce ve sonra çok sayıda firmanın gözlemlenmesi söz konusu olabilmektedir. Olay çalışması yönteminin avantajı, anahtar veriler, olayların tarihleri ve olaylarla ilgili hisse senedi fiyatları olduğu için uygulanmasının kolay olmasıdır ancak zaman içinde kümelenmiş olaylara ilişkin uzun vadeli anormal getirileri ölçmek için bu yöntem uygun değildir (Srinivasan ve Hanssens, 2009). Madden ve arkadaşlarına (2006) göre ise olay çalışması, muhtemelen yetersiz sayıda uygun gözlem nedeniyle uygulanması imkansız değilse de zordur. Ayrıca, "Sürpriz çerçeve içinde marka odaklı bir strateji kavramını operasyonel hale getirmek zordur çünkü (1) bir marka oluşturma stratejisinin başlangıcını işaret eden net, tanımlanabilir, zamana bağlı bir olay veya duyuru tipik olarak mevcut değildir ve (2) marka oluşturma kararına pazarın tepkisinin hissedilmesinin muhtemel olduğu uzun olay penceresi, ilgilenilen olayı izole etmeyi zorlaştırır" (Madden ve diğer., 2006: 6).

3.3.3. Diğer yöntemler

Marka değerinin hissedar değerine etkisinin ölçümlenmesine ilişkin pek çok çalışmada hissedar değerinin ölçümlenmesi için önceki bölümlerde detaylı olarak açıkladığımız finansal piyasa fiyatına dayalı, muhasebe temelli geleneksel ölçümler ve değer temelli ölçümler çeşitli şekillerde kullanılmıştır. Bunlar arasında, piyasa-defter oranı, Tobin's q değeri ve hisse senedi tepki modelleri önde gelen yöntemler arasında sayılabilir.

Piyasa-defter oranı (PD/DD) ile bir hissenin piyasa değerinin defter değerine oranı ifade edilmektedir. Bu oran ile maddi olmayan varlıklarla, maddi duran varlıklar arasında bir kıyas yapılarak, marka değerinin hissedar değerine etkisi ölçümlenebilmektedir. Hisse senedi piyasasının bir şirketin beklenen finansal performansına ilişkin değerlendirmesi, piyasa/ defter oranına yansır. Eğer piyasa-defter oranı 1'den büyük ise, firmanın hissedarları için değer kattığı anlamına gelir. Piyasa değeri, defter değerini aştığında hissedar değeri

yaratılır. Bu yöntemin literatürdeki uygulamalarına ilişkin olarak örneğin, Kerin ve Sethuraman (1998), marka değeri ile PD/DD oranı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. De Mortanges ve Van Riel (2003), hissedar değerini belirlemek için PD/DD ile Toplam Hissedar Getirisi ve Hisse Başına Kazanç oranlarını kullanmışlardır.

Tobin's q değeri ise bir firmanın piyasa değerinin firma varlıklarının yerine koyma maliyetine oranıdır. Bu oran ile PD/DD oranında olduğu gibi maddi olmayan varlıklar ile maddi duran varlıklar arasında bir kıyas ortaya konulmaktadır. Bu değerin 1'den yüksek olması, firmanın maddi olmayan duran varlıklara sahip olduğunu ve hissedarlar için değer yaratıldığını göstermektedir. Örneğin, Simon ve Sullivan (1993) firmanın piyasa değerine dayalı olarak marka değerini tahmin etmek için bir teknik geliştirmiş ve bu çalışmalarında Tobin's q oranından faydalanmışlardır.

Hisse senedi getiri tepki modellemesi (stock return response modeling) de marka değeri-hissedar değeri ilişkisine yönelik olarak sıklıkla kullanılan bir yöntemdir. *Hisse senedi getiri tepki modellemesi,* bir ölçümde yer alan bilgilerin hisse senedi getirisi (yani, piyasanın gelecekteki nakit akışlarına ilişkin beklentilerindeki değişiklikler) ile ilişkili olup olmadığını değerlendirir. Bu modeller, olay araştırmalarına benzemekle birlikte, girdiler olay çalışmasında olduğu gibi kesikli değil süreklidir. Dolayısıyla, bu yöntemin olay çalışmasından farkı, eylemlerin ayrık olduğu durumlarda değil, sürekli olduğunda kullanılmalarıdır (Aaker ve Jacobson, 1994). Her iki yaklaşım da etkin piyasalar hipotezi üzerine kuruludur ve her ikisi de beklenmeyen olaylara karşı hisse senedi getirisi tepkisini değerlendirir (Srinivasan ve Hanssens, 2009). Hisse senedi getirisi tepki modelleri, yatırımcıların, reklam harcamaları gibi pazarlama faaliyetindeki değişiklik hakkındaki bilgileri, gelecekteki nakit akışlarının projeksiyonundaki bir değişikliğe katkısını algılayıp algılamadıklarını belirler (Mizik ve Jacobson, 2004). Bu yöntem, hisse senedi getirilerinin dinamik özelliklerini dikkate almakla birlikte, marka düzeyinde detaylı bilgi gerektirmesi, pazarlama ölçümlerinin piyasa katılımcılarının kullanabileceği bilgileri yansıtmasının gerekliliği ve tek denklemli modeller olması dolayısıyla birtakım sınırlamalara tabidir (Srinivasan ve Hanssens, 2009). Marka değeri-hissedar değeri ilişkisine yönelik olarak literatürde bu yöntemi kullanan çeşitli çalışmalar vardır. Örneğin; Aaker ve Jacobson (1994) hisse senedi getirilerini bu yöntemle analiz ederek, ekonomi çapındaki faktörlerin ve bir firmanın yatırım getirisinin etkisine de izin veren bir modelde, hisse senedi getirisi ile kalite algılarındaki değişiklikler arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Mizik ve Jacobson (2004), Young & Rubicam Marka Varlık Değerleme modeli üzerinden, algılanan marka alaka

düzeyi ve enerjinin, hisse senedi getirilerini açıklamada muhasebe ölçümlerine artan bilgiler sağladığını göstermişlerdir.

Marka değeri-hissedar değeri ilişkisini araştırmaya yönelik literatürde kullanılan diğer yöntemlere çeşitli örnekler verilebilir. Örneğin, Barth ve arkadaşları (1998), marka değeri tahminleri ile markalara sahip firmaların hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yazarlar, marka değeri tahminleri ile hisse fiyatları arasındaki ilişkiyi öz sermaye, defter değeri ve net geliri kontrol ederek ve marka değeri tahminlerindeki yıldan yıla değişiklikler ile yıllık hisse getirileri arasındaki ilişkiyi, net geliri ve net gelirdeki değişiklikleri kontrol ederek tahmin etmişlerdir. Aaker ve Jacobson (2001), muhasebe ve finansta yaygın olarak kullanılan geleneksel bir değerleme yaklaşımından yararlanarak, muhasebe performansını gecikmeli marka tutumuna ve gecikmeli performansa bağlayan iki değişkenli bir model kullanmışlardır. Yeung ve Ramasamy (2008), ROI, ROA, brüt kar marjı, net marj, vergi öncesi marj gibi performans ölçümlerinin her birinin, marka değerinin karlılık üzerindeki eş zamanlı etkisini araştırmak için marka değeri ile regresyon analizini yapmışlardır. Rego, Billet ve Morgan (2009), Tüketici Temelli Marka Değeri'nin firma riski üzerindeki etkisini incelemek amacıyla, borç sahibi riskini belirlemek için kredi derecelendirmelerini ve hissedar riskini ölçmek için hisse senedi getirilerinin standart sapmasını kullanmışlar ve daha sonra sistematik ve sistematik olmayan öz sermaye riskine ayrıştırmışlardır (Rego ve diğer., 2009). Bayrakdaroğlu ve Mirgen (2016), firmaların sahip oldukları marka değerlerinin hisse senedi getirilerinin üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığını belirlemek için Brand Finance ve BİST'ten seçilen firmaların marka değeri ve hisse senedi getirileri ile panel regresyon analizi uygulamışlardır. Ünlü ve Çıtak (2020), firmaların marka değerlerini Hiroşe Yöntemi'ne göre hesaplayarak, Ekonomik Katma Değer (EVA) temelli hissedar değerleri ile karşılaştırmışlardır.

4. MARKA DEĞERİ VE HİSSEDAR DEĞERİ İLİŞKİSİ

Bu bölümde öncelikle marka değeri ve hissedar değeri ilişkisinin kavramsal çerçevesi genel bir bakış açısıyla ele alınmış, sonrasında marka değeri ve hissedar değeri ilişkisine yönelik literatürde yer alan araştırmalara detaylı olarak yer verilmiştir.

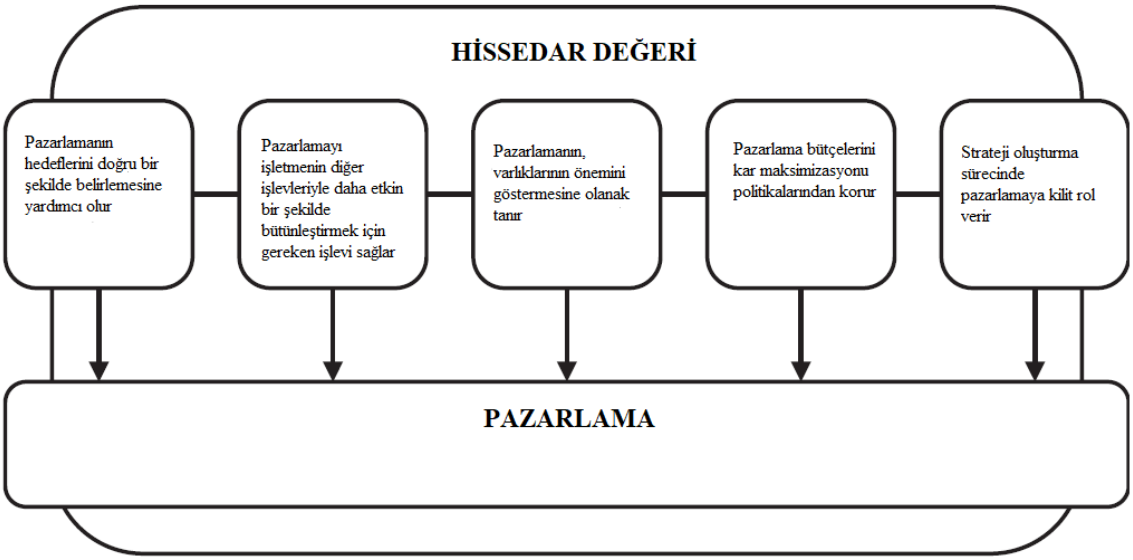
4.1. Marka Değeri ve Hissedar Değeri İlişkisinin Kavramsal Çerçevesi

Marka değerinin firmalar için finansal faydalar yarattığı ve marka değerinin firma değeri için önemli bir unsur olduğu fikri Aaker'in (1991, 1996a) bu alandaki çalışmalarından bu yana büyük ilgi görmüştür. Aaker'e (2014: 1) göre markalar "Bir müşteri ilişkisinin özü, stratejik seçenekler için bir platform ve hisse senedi getirisi dahil olmak üzere finansalları etkileyen bir güç olarak hizmet eder". Bu yaklaşım bağlamında, markalar gibi üstün piyasa temelli varlıklar, firmaların sadece getirilerini artırmakla kalmayıp, aynı zamanda bu getirilerle ilgili riskleri azaltma ve böylece değerlerini de artırma olanağı sağlayabilirler (Fornell ve diğer., 2006; Srivastava ve diğer., 1998). Pazarlamanın bir amacı da hissedar değeri sağlamak için piyasaya dayalı varlıkları yaratmak ve yönetmektir (Srivastava ve diğer., 1998). Ancak kurumsal anlamda markalaşma önemli bir pazarlama faaliyeti olarak tanınıyor olsa da pazarlama yöneticileri markalaşmanın değerini net finansal terimlerle kanıtlama konusunda zorlanmaktadırlar (Doyle, 2000; Lehmann, 2004). Bu durumun başlıca sebebi ise marka gibi maddi olmayan varlıklara şirket bilançolarında yer verilmemesidir. Maddi olmayan varlıklar, çoğu zaman iş büyümesi ve hissedar değeri oluşturmaktan sorumlu olarak görülse de (Lev, 2004; Keller, 2013; Katsikeas ve diğer., 2016) şirket bilançolarında yer almazlar. Marka da maddi olmayan bir varlık olduğundan, bilanço dışı bir kalemdir ve Keller'a (2013) göre değerinin altında bir varlık örneğidir. Ayrıca genel anlamda finans ve pazarlama arasındaki fonksiyonel ayrıma göre finans araştırmacıları, firma stratejilerinin ve kararlarının yatırımcı beklentileri üzerindeki etkisiyle ilgilenirken, pazarlama araştırmacıları müşterilerin pazarlama stratejileri ve kararlarına verdiği tepkilere odaklanır. Başka bir deyişle, "Pazarlamanın alanı müşteri değeri yaratmak iken, hissedar değeri alanı finansa aittir" (Madden ve diğer., 2006: 3). Diğer yandan, finans ve pazarlama genellikle kuruluşlar içinde iki ayrı oluşum olarak görülmüştür ve pazarlama kararlarının bir şirketin değeri üzerindeki etkisine çok az dikkat edilmiştir (Kerin ve Sethuraman, 1998). Bununla birlikte,

pazarlama için üst yönetim açısından nihai performans ölçütü, finans düşünce okulu ile uyumludur (Moorman ve Lehmann, 2004).

Genel olarak pazarlama fonksiyonunun değere dayalı yeniden tanımlanması konusundaki argümanlar (Day ve Fahey, 1988; Doyle 2000; Srivastava ve diğer., 1998) pazarlama-finans arasında bir köprü sağlarken, markanın hissedar değerine etkisine yönelik çalışmalar da bu bağlamda literatürde tartışılmaktadır. Bu kapsamda Doyle (2000: 300) pazarlamayı "Değerli müşterilerle ilişkiler geliştirerek ve rekabet avantajı yaratarak hissedarların getirilerini maksimize etmeyi amaçlayan bir yönetim süreci" olarak tanımlamıştır. Day ve Fahey'e (1988: 45) göre "Hissedar değeri arayışı, pazarlama kararlarının alınma şeklini değiştirmektedir". Srivastava ve arkadaşlarına göre (1998: 49), "Pazarlama girişimlerinin etkinliği, hissedar değerinin temel itici güçleri üzerindeki etkileri- nakit akışının hızlandırılması, nakit akışının iyileştirilmesi, nakit akışlarının oynaklığında ve kırılganlığında azalma ve uzun vadeli iş değerindeki büyüme- temelinde değerlendirilmelidir". Bu çerçevede marka bir pazarlama varlığı olarak değer temelli tartışmaların odağında yer almaktadır. "Güçlü markaların sahipleri, müşterileri çeken, genellikle yüksek fiyatlar kazanan ve kalıcı nakit yaratımları olabilen varlıklara sahiptir" (Doyle, 2000: 302). Doyle'a (2000) göre yöneticiler hissedar değeri kavramını benimserlerse, pazarlama değer temelli yönetimin merkezinde olabilir ve bu yaklaşıma göre pazarlamanın rolü hissedar değerini artırmaya katkıda bulunmak olarak belirlenir. Ayrıca bu kabul pazarlamanın geleneksel katkısını zayıflatmaktan ziyade, pazarlamaya sağlam bir entelektüel temel sağlayarak onu büyük ölçüde güçlendirir.

Lukas ve arkadaşları (2005), pazarlamada hissedar değeri yaklaşımının benimsenmesinin beş temel katkısını belirtmiştir (Şekil 4.1). Yazarlara göre pazarlamacılar genel olarak finans dilini ve özel olarak da hissedar değerini anlamadan pazarlamanın hissedar değeri hedeflerine ulaşılmasına katkısını açıklayamaz. Bu katkı, esas olarak pazarlama varlıklarının önemini göstermekle ilgilidir ve bu varlıkların rolü kabul edilirse ancak o zaman onları korumak ve inşa etmek üzere pazarlama bütçesi de sağlanabilir. Böylece pazarlama, strateji oluşturmada çok önemli bir rol üstlenebilir. Pazarlama harcamaları, pozitif net bugünkü değere sahip gelecekteki nakit akışları yaratan varlıklar yarattığında değer katar (Srivastava ve diğer., 1998).



Şekil 4.1. Hissedar Değeri Yaklaşımının Pazarlamaya Katkıları: Pazarlama İçin Bir Fırsat Çerçevesi

Kaynak: Lukas, B. A., Whitwell, G. J. ve Doyle, P. (2005). How can a shareholder value approach improve marketing's strategic influence?. *Journal of Business Research*, *58*(4), 414-422, s. 416.

Pazarlama faaliyetleri, pazarlama varlıkları (marketing assets) ile değer yaratırlar. Diğer yandan, muhasebeciler varlıkları bilançolarında sadece maddi duran varlıkları içerecek şekilde ele almalarına rağmen, modern şirketlerde bu tür maddi varlıklar, şirketlerin piyasa değerinin yalnızca küçük bir bölümünü oluşturmaktadırlar (Doyle, 2000). Muhasebeciler, pazarlama varlıklarına, bu varlıkların değerlerini yeterli doğrulukla ölçülemeyeceğini düşündükleri için bilançoda yer vermezler. Doyle'a (2000) göre pazarlama varlıkları dört türe ayrılabilir:

1. Pazarlama bilgisi,
2. Markalar,
3. Müşteri sadakati,
4. Stratejik ilişkiler.

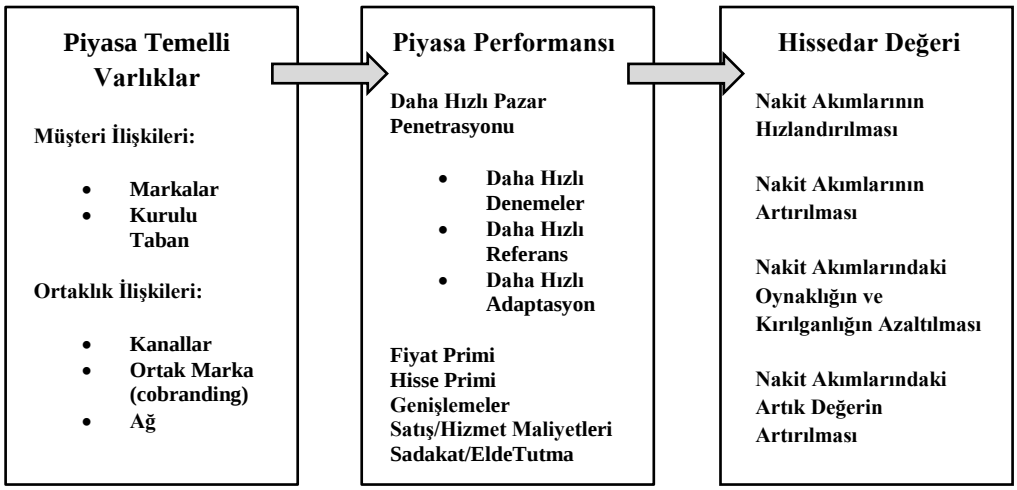
Pazarlama, günümüzün üst yönetiminin hissedar değerine odaklanması nedeniyle yönetim kurulu üzerinde öneminin haklı çıkardığı etkiyi yaratamamıştır (Doyle, 2000). Ayrıca şaşırtıcı bir şekilde, etkili pazarlama yatırımcıların getirilerinin temel belirleyicisi olmasına rağmen, pazarlama hiçbir zaman kendisini bu amaca uydurmaya çalışmamıştır.

Knowles'ın (2003) da belirttiği gibi, hissedar değeri pazarlama grubunun değil, yönetim kurulu odasının dili haline gelmiştir. Pazarlamacılar genellikle kısa vadeli satış büyümesi veya pazar payı ölçümlerine odaklanma eğilimindedir (Anderson, 1979). Bununla birlikte artan bir şekilde üst yönetim, pazarlamanın nihai amacının finansal getirilerin arttırılmasına katkıda bulunmak olarak görülmesini talep etmektedir (Day ve Fahey, 1988). Pazarlamacıların hissedar değerini maksimize etmeye dayalı ek mali ölçütleri dahil etmek için satış hacmi, pazar payı ve brüt kar marjı gibi geleneksel performans ölçütlerinin ötesine geçmeleri giderek daha fazla gerekli olmaktadır (Anderson, 1979; Day ve Fahey, 1988).

Modern finans dört ilkeye dayanmaktadır: nakit akışının önemi, paranın zaman değeri, sermayenin fırsat maliyeti ve net bugünkü değer kavramı (Doyle, 2000). Hissedar değeri perspektifine göre şirketlerin temel amacı, hissedarların özsermaye getirisini maksimize etmektir (Rappaport, 1997). Hissedar değeri analizi ise yöneticiler gelecekteki tüm nakit akışlarının indirgenmiş değerini artıran kararlar aldığında bir işletmenin değerinin arttığını belirten sağlam temelli bir finans teorisine dayanmaktadır (Lukas ve diğer., 2005). Brigham ve Houston'a (2004) göre hissedar değeri üç temel değişkene, yani risk, kar ve yatırılan sermaye miktarına bağlı olarak belirlenir. Bu kapsamda, nakit akışı (nakit girişi ve nakit çıkışı), bir firmanın finansal piyasa değerini ve nihayetinde hissedar değerini belirlemede merkezi bir role sahiptir (Kerin, Mahajan ve Varadarajan, 1990).

Rappaport'a (1998) göre marka değeri, satış büyümesini ve işletme kar marjlarını etkiler ve değeri yönlendiren faktörlerden biridir. Bir yatırım sermaye maliyetinden (iskonto oranı) daha büyük bir ekonomik getiri sağladığında değer yaratılır. Şirketlerin hissedar değeri yaratmaları için, bir başka deyişle sermaye maliyetlerini aşan kazançlarını sürdürmeleri için farklı bir avantaj geliştirmeleri gerekir. Hissedar değeri perspektifine göre şirketlerin temel amacı, hissedarların özsermaye getirisini maksimize etmektir (Rappaport, 1997). Yöneticiler hisse senedi piyasasını yakından okuyarak, önerilen stratejilerin etkili olup olmayacağını öğrenebilirler (Rappaport, 1987). Marka varlıkları da şirketler açısından stratejik bir öneme sahip olduğundan, bu çerçevede değerlendirilebilir. Frieder ve Subrahmanyam'ın (2005) da belirttiği gibi, bireysel yatırımcılar ürünleri kolayca tanınabilen şirketlere yatırım yapma eğilimindedirler.

Srivastava ve arkadaşları (1998), piyasaya dayalı varlıkların firmaların pazar performansına yaptığı katkı yoluyla hissedar değerini nasıl etkileyebileceğini gösteren kavramsal bir çerçeve sunmuşlardır (Şekil 4.2).



Şekil 4.2. Piyasa Temelli Varlıkların Hissedar Değeri ile Bağlantısı

Kaynak: Srivastava, R. K., Shervani, T. A. ve Fahey, L. (1998). Market-based assets and shareholder value: A framework for analysis. *Journal of marketing*, *62*(1), 2-18, s.8.

Srivastava ve arkadaşlarına (1998) göre, Şekil 4.2'de ilk sütunundaki girdiler, müşterilere değer sağlamak için tasarlanmış faaliyetlerin sonuçlarını temsil ederken, ikinci sütundakiler firmalar tarafından arzu edilen müşteri davranışının sonuçlarını özetlemektedir. İlk sütunda Piyasa Temelli Varlıklar müşteri ve ortaklık ilişkileri olmak üzere iki başlık halinde yer almıştır. Burada ilişkiler, üstün performans, daha fazla güvenilirlik ve dayanıklılık, benzersiz özellikler, daha iyi ürün ve hizmet kalitesi vs. gibi gelişmiş ürün işlevselliği yoluyla müşterilere sağlanan değer temelinde oluşturulur. Müşteri memnuniyeti doğrudan marka değerine bağlıdır. Ayrıca marka değeri kurulu kullanıcı tabanıyla da bağlantılıdır. Kanal üyelerini müşteri olarak değerlendirdiğimizde de belirli nitelikler farklı olmakla beraber aynı kavramlar geçerlidir. İkinci sütun marka değerinin sonuçlarıyla ilgilidir. Son sütun ise piyasaya dayalı varlıkların piyasa performansını artırması ve riskleri düşürmesi ile ilgili olarak hissedar değerinin temel itici güçlerini ele almıştır. Buna göre piyasaya dayalı varlıklar, nakit akışlarını hızlandırarak ve artırarak, nakit akımlarındaki oynaklığı ve kırılganlığı azaltarak ve nakit akımlarındaki artık değeri artırarak hissedar değerini artırırlar (Srivastava ve diğer., 1998).

Literatürde markanın pazarlama performansına etkileri çokça tartışılan bir konudur. Örneğin; Simon (1979), tüketicilerin zaman içinde önde gelen markalarda fiyat artışlarına daha esnek olmayan tepkiler ve fiyat düşüşlerine daha esnek tepkiler verdiklerini bulmuştur. Aaker ve Keller'a (1990) göre bir markanın algılanan yüksek kalitesi, tüketiciler için daha

düşük bir risk algısı yaratır. Erdem ve arkadaşlarına göre marka güvenilirliği, fiyat duyarlılığını azaltır (Erdem, Swait ve Louviere, 2002). Ayrıca markalı ürünler, marka genişlemeleriyle ilişkili net değere ek olarak hem bir pazar payına hem de fiyat primine sahiptir (Park ve Srinivasan, 1994). Marka değerinin artması, fiyat primlerini artıracaktır ve bu da daha yüksek fiyatlandırma anlamına gelecektir (Aaker, 1991; Hoeffler ve Keller, 2003). Hoeffler ve Keller'a (2003) göre neredeyse her tür pazarlama faaliyeti güçlü bir markadan etkilenir. Yazarlar bu durumu şu cümlelerle ifade etmişlerdir (Hoeffler ve Keller, 2003: 438):

> *"Ürün tarafında güçlü markalar, genel olarak daha yüksek genel tercihin yanı sıra, nitelik ve fayda bilgisinin (daha yüksek algılanan kalite) tercihli değerlendirmelerini alır. Güçlü markaların marka genişlemelerinin, pazarlama programının tüm yönlerinde daha yüksek tercih seviyelerine ve kaynakların daha verimli kullanımına sahip olduğu gösterilmiştir. Fiyatlandırma avantajları, daha yüksek primlerin yanı sıra hem fiyat artışlarına hem de düşüşlere daha olumlu yanıtları içerir. Son olarak, güçlü markalar daha fazla dikkat çeker, daha olumlu tepkiler alır"*.

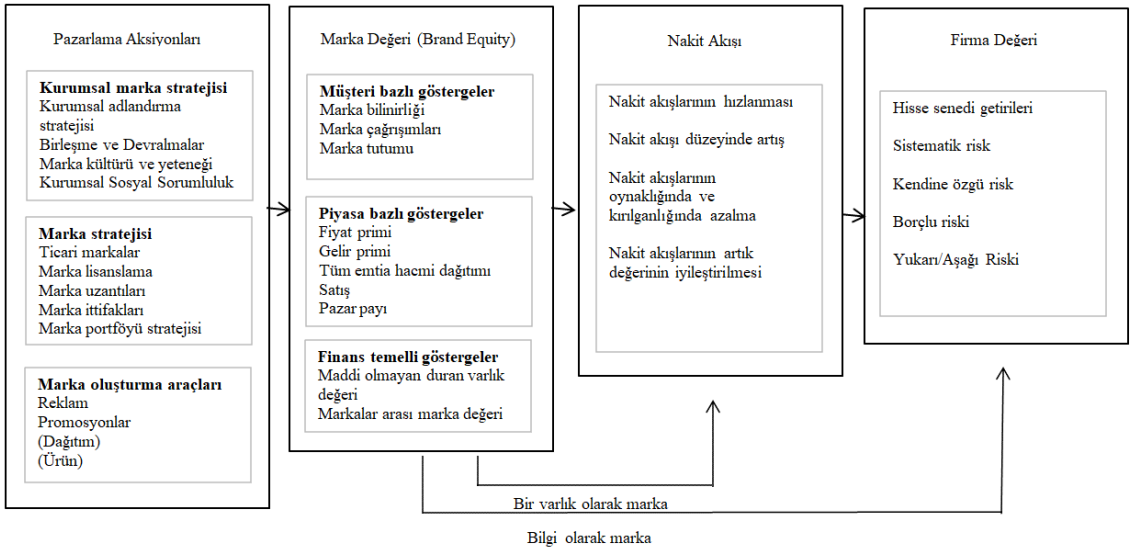
Keller, güçlü bir marka yaratmanın birçok türev finansal faydasını listelediği literatür özetinde güçlü markaların avantajlarını şu şekilde özetlemiştir (Keller, 2003: 9):

- Ürün performansına ilişkin gelişmiş algılar,
- Daha fazla sadakat,
- Rekabetçi pazarlama eylemlerine karşı daha az kırılganlık,
- Pazarlama krizlerine karşı daha az kırılganlık,
- Daha büyük marjlar,
- Fiyat artışlarına daha esnek olmayan tüketici tepkisi,
- Fiyat düşüşlerine daha esnek tüketici tepkisi,
- Daha fazla ticari iş birliği ve destek,
- Artan pazarlama iletişimi etkinliği,
- Olası lisanslama fırsatları,
- Ek marka genişletme fırsatları.

Diğer yandan markaların pazarlama performansına etki ederek hissedar değeri yaratabilmesi, bu etkiyi yaratabilecek güce sahip olmasını gerektirir. Doyle'a (2001: 255) göre hissedar değeri yaratan markaların dört şartı karşılaması gerekir. Bu şartlar şunlardır:

1. Güçlü bir tüketici önerisi,
2. Firmanın diğer değer yaratan varlıkları ile etkin bir şekilde entegre olması,
3. Yeterince çekici bir pazarda konumlandırılması,
4. Markanın uzun vadeli nakit akışının değerini en üst düzeye çıkarmak için yönetilmesi.

Srinivasan ve arkadaşları (2012), Lehmann'ın (2004) ayrıştırıcı bir marka değeri modelini dahil ederek, markalaşmanın hissedar değeri üzerindeki etkilerini araştırmak için bir kavramsal çerçeve ve organizasyon için bir yol haritası oluşturmuşlardır (Şekil 4.3).



Şekil 4.3. Kavramsal Çerçeve: Markalaşmanın Firma Değerine Etkisi

Kaynak: Srinivasan, S., Hsu, L. ve Fournier, S. (2012). Branding and firm value. In *Handbook of marketing and finance*. Edward Elgar Publishing, s.156.

Srinivasan ve arkadaşları (2012), markalaşmanın firma değeri yaratımına katkısına ilişkin olarak iki süreç mekanizması ortaya koymuşlardır. İlki, varlık olarak markanın, nakit akışları üzerindeki etkileri yoluyla firma değerini doğrudan arttırması durumudur. İkincisi ise markayı bilgi olarak gören dolaylı bir yoldur ve bu mekanizmada marka, firmanın finansal refahının görünür bir sinyali olarak hareket etmektedir.

Markanın firma performansına etkileri, marka değeri ve firma değeri üzerine yapılan birçok çalışmada ele alınmıştır. Aşağıda literatürde yer alan bu çalışmalara ve sonuçlarına ilişkin detaylı bilgiye yer verilmiştir.

4.2. Marka Değeri ve Hissedar Değeri İlişkisine Yönelik Literatürdeki Araştırmalar

İyi bir markanın hissedar değerini artırıp artırmadığı sorusunu yanıtlamaya çalışan birçok çalışma vardır. Bu bölümde, alandaki belli başlı çalışmalara kullandıkları metodoloji ayrımında üç bölüm halinde yer verilmiştir. Buna göre literatürdeki çalışmalar, "Varlık fiyatlama yöntemlerine dayalı araştırmalar", "Olay çalışması yöntemine dayalı araştırmalar" ve "Diğer yöntemlere dayalı araştırmalar" başlıkları altında ele alınmıştır.

4.2.1. Varlık fiyatlama yöntemlerine dayalı araştırmalar

Madden ve arkadaşları (2006), markaya ilişkin olarak Interbrand verilerini dikkate alarak ve Fama-French metodolojisini kullanarak ve momentum faktörünü de dördüncü faktör olarak dahil ederek, güçlü markaların hissedar servetini artırıp artırmadığını araştırmışlardır. Sonuçlar, güçlü markaların daha fazla getiri sağlamakla kalmayıp, bunu daha az riskle yaptığını göstermiştir. Yazarlar, risk ayarlaması için Fama French Modeli'ni kullanmışlar ve tanı amaçlı olarak bilinen tüm risk faktörlerinin betalarını rapor etmişlerdir. Ayrıca riskle ilgili bir hissedar değerinin yaratılıp yaratılmadığını belirlemek için SVFM'den aşina olduğumuz piyasa betasına odaklanmışlardır.

Fehle ve arkadaşları (2008), 1994 ve 2006 yılları arasında Interbrand'ın en değerli markalar listesindeki şirketleri Fama-French Üç Faktörlü Modeli'ne (1993) momentum faktörünü de dahil ederek incelemişler, güçlü markalara sahip firmaların ortalamanın üzerinde getiri elde ettiklerini tespit etmişlerdir (Fehle ve diğer., 2008).

Billet ve arkadaşları (2014), Fama ve French'in Üç Faktörlü Modeli'ni (1993) kullanarak ürünlere yönelik tüketici algılarının şirketin borsadaki performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Yazarlar, müşteri görüşleri ile 1.200'den fazla markadan yola çıkarak, markaları prestij ve aşinalık seviyelerine göre portföylere ayırmışlardır. Araştırma sonuçları prestijli markalara sahip şirketlerin hisse senetlerine ilişkin olarak yüksek Piyasa/Defter endeksleri ve HML (Yüksek eksi düşük) faktöründe büyük negatif yükler

ortaya koymuştur. Yazarlara göre ürün cazibesi borsadaki çekicilik açısından önemli bir bileşendir.

Bharadwaj ve arkadaşları (2011), Fama ve French'in Üç Faktörlü Modeli'ni (1993) kullanarak, hisse senedi getirileri ile sistematik ve kendine özgü riskler açısından yatırımcılar tarafından öngörülemeyen marka kalitesindeki değişikliklerin hissedar serveti üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Yazarlara göre marka kalitesindeki değişiklikler, hisse senedi getirileri ile pozitif ve kendine özgü riskteki değişikliklerle negatif ilişkili olarak hissedar servetini artırırken, marka kalitesindeki beklenmedik değişiklikler, sistematik riskteki değişikliklerle pozitif bir ilişki nedeniyle hissedar servetini de azaltabilmektedir (Bharadwaj ve diğer., 2011).

Johansson ve arkadaşları (2012), Fama ve French'in Üç Faktörlü Modeli'ni (1993) ve Interbrand ve EquiTrend'in marka değeri ölçümlerini kullanarak 2008 sonbaharındaki borsa krizi sırasında ABD finans piyasasındaki en güçlü markalardan bazılarının nasıl performans gösterdiğini araştırmışlardır. Finansal temelli marka değeri ölçüsü Interbrand'ı kullanarak yaptıkları analizler, değerli markaların bir bütün olarak pazardan daha iyi performans göstermediğini, müşteri temelli marka değeri ölçüsü EquiTrend'in kullanıldığı analizler ise değerli markaların krizde pazardan daha iyi performans gösterdiğini göstermiştir. Yazarlar ikinci aşamada, her iki ölçümü kullanarak marka değerinin etkisini değerlendirmişlerdir. Tüketici temelli ölçüm, risk kontrolü ve finansal esaslar sonrasında hisse senedi performansı üzerinde önemli bir artan etki göstermiştir.

Dutordoir ve arkadaşları (2015), olay çalışması yöntemi ile birlikte Fama-French modelini kullanarak yaptıkları çalışmalarında, 2001-2012 yılları aralığında Interbrand'in En İyi Küresel Markalar listelerinden elde edilen 503 marka değeri duyurusu için yüksek nakit akışı kırılganlığının, değerli büyüme fırsatlarının ve daha fazla ürün veya hizmet fiyat artışı için yüksek potansiyelin önemini incelemişlerdir. Yazarlar olay çalışması analizi ile marka değerinin firma değeri üzerindeki etkisini değerlendirmişler ve marka değeri duyuru tarihlerinde yaklaşık % 4'lük bir markadan firma değerine dönüşüm oranıyla, hisse senedi getirilerinde önemli anormal getirilerin olduğunu tespit etmişlerdir. Duyuru günü anormal hisse senedi getirilerinin kesitsel regresyon analizleri, hissedarların esas olarak markaların olumsuz şoklara karşı nakit akışı kırılganlığını azaltma potansiyeline önem verdiğini göstermiştir. Bununla birlikte, markaların büyüme sonuçları elde etmedeki önemine ilişkin sonuçlar karışıktır. Firmaların daha yüksek fiyatlar belirlemesine izin vermede markaların

rolü için hiçbir kanıt elde edilmemiştir. Yazarlar ayrıca, üç farklı portföy oluşturmuşlardır: marka değeri artan hisse senetleri, marka değeri düşen hisse senetleri ve önceki portföylerde bulunan tüm hisse senetleri. Yazarlar, Üç Faktörlü Fama ve French (1993) Modeli'ni kullanarak bu portföylerin getirilerini ölçmüşler ve marka değeri duyurularının hisse değeri tepkileri üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

De Oliveira ve arkadaşları (2018), marka değeri yüksek şirketlerin hisse senetlerinin performansını Latin Amerika'nın gelişmekte olan ülkeleri olan Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika ve Peru borsasında işlem gören diğer şirketlerin hisse senetleri ile karşılaştırmak amacıyla Millward Brown raporlarına göre en değerli Latin Amerika markalarını dikkate alarak, performans analizi için Carhart'ın Dört Faktörlü Modeli'ni kullanmışlardır. Bulgular, değerli markalar portföyünün, en düşük yatırım riskini sunduğunu göstermiştir. Bu nedenle yazarlar, değerli markalara sahip şirketlerin hisse senetlerinin, gelişmekte olan pazarlarda hissedarlara daha düşük riskli yatırım sağladığını belirtmişlerdir.

Bank ve arkadaşları (2020), Aaker'in (1991) çalışmasını temel alan Madden ve arkadaşlarının (2006) yaklaşımını kullanarak marka değeri-hissedar getiri ilişkisini incelemişlerdir. Yazarlar, Brand Finance'in 2007-2015 yılları arasında yayınladığı "Türkiye'nin En Değerli Markaları" yıllık raporundaki marka değerlerini dikkate alarak, güçlü markalardan oluşan portföyü, diğer bir kıyas portföyü ile risk ve getiri açısından karşılaştırmışlardır. Araştırma bulguları, portföyler piyasa değeri ağırlıklı olarak oluşturduğunda, güçlü markalar portföyünün daha düşük piyasa riski ile anormal getiriler sağlayabildiğini göstermiştir. Bununla birlikte, piyasa değeri ağırlıklı iki kıyas portföyünün de getirilerinin korelasyonları pozitif yönlü çıkmıştır. Sonuç olarak yazarlar, Brand Finance tarafından yayınlanan marka değerlerinin, bu değerlerin büyüklüğü dikkate alındığında Borsa İstanbul'da tam olarak fiyatlanmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

4.2.2. Olay çalışması yöntemine dayalı araştırmalar

Simon ve Sullivan (1993), firmanın marka değerini piyasa değerine dayanarak hesaplamışlar ve marka değerini, markalı ürünlerin markasız ürünlere göre artan nakit akışları olarak tanımlamışlardır. Yazarlar, tahmin tekniğini kullanarak, firmanın diğer varlıklarının değerinden marka değerini (brand equity) çıkarmışlardır. Yazarlar öncelikle, bir endüstri ve şirket örneklemi üzerinde makro yaklaşımı kullanarak marka değerini tahmin

etmişler, daha sonra ilgili endüstrideki üç büyük olay üzerinden Coca Cola ve Pepsi'nin marka değerini izlemek için mikro yaklaşımı kullanmışlardır. Mikro yaklaşım pazarlama olaylarının firma değeri üzerindeki etkisini belirlemeye yardımcı olmaktadır. Bu yaklaşım olay çalışmasına benzemektedir ancak geleneksel olay yönteminden farklılaşmaktadır çünkü burada olayların marka değerini özellikle nasıl etkilediği ile ilgilenilmektedir. Araştırma sonuç olarak, marka değerinin birçok firmanın toplam değerinin büyük bir yüzdesini oluşturduğunu göstermiştir.

Agrawal ve Kamakura (1995), direk olarak marka değeri ve hissedar değeri ilişkisine odaklanmamış ancak markaya etkisi açısından önem taşıyan reklamlarda ünlü kullanımına ilişkin olarak sözleşmelerin bir firmanın beklenen karlılığı üzerindeki etkisini olay çalışması metodolojisini kullanarak değerlendirmişlerdir. Yazarlar, genellikle iş basınında geniş çapta duyurulan bir ünlü ile markanın tanıtımına yönelik yapılan sözleşme duyurularının, bu alanda yapılan harcamaların potansiyel karlılığını değerlendirmek için piyasa analistleri tarafından bilgi olarak kullanıldığını ve böylece firmanın beklenen getirisini etkilediğini varsayarak 110 ünlü sözleşmesinin duyurularını incelemişlerdir. Sonuçlar, bu duyuruların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin olumlu olduğunu ve ünlülerle reklama ilişkin olarak yapılan sözleşmelerinin değerli bir yatırım olarak görüldüğünü göstermiştir.

Dutordoir ve arkadaşlarının (2015) çalışması, marka değerinin firma değeri üzerindeki etkisini analiz etmek için olay çalışması analizini ilk kullanan çalışma olması ve aynı zamanda marka değerinin firma değerine dönüşüm oranının büyüklüğünü belgeleyen ilk çalışma olması itibariyle önemlidir. Yazarlar olay çalışması yöntemi ile birlikte Fama-French Modeli'ni de kullandıkları için söz konusu çalışmaya ilişkin detaylı açıklamaya Varlık Fiyatlama Modelleri altında yer verilmiştir.

Başgöze ve arkadaşları (2016), marka değeri duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini olay çalışması metodolojisi ve uzun vadeli risk ayarlı portföy getirileri kullanarak incelemişlerdir. Yazarlar, Brand Finance Türkiye tarafından yayınlanan Türkiye'nin En İyi 100 Markası sıralama listelerini kullanarak 2010-2014 yılları arasında 299 marka değeri duyurusunun firmaların borsa performansı üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Araştırma bulguları, Brand Finance'in yayınladığı sıralama listesinde yer alan şirketlerin duyurudan 7 ay sonra pozitif anormal getiri elde ettiğini; bir önceki yıla göre marka değeri daha yüksek olan şirketlerin, 7 aylık dönemde önemli ölçüde pozitif anormal getirilere sahip olduğunu; ayrıca yatırımcıların sürekli olarak en iyi markalara yatırım

yaparak riske göre ayarlanmış getiriler konusunda uzun vadede piyasayı yenebileceklerini göstermiştir.

4.2.3. Diğer yöntemlere dayalı araştırmalar

Aaker ve Jacobson (1994), hisse senedi hareketlerinin algılanan kalite ölçülerinde yer alan bilgilerle ilişkili olup olmadığını *"bilgi içeriği"* analizi ile araştırmışlardır. Bu tür modeller hisse senedi getiri tepki modelleri (stock return response model) olarak bilinmektedir. Yazarlara göre hisse senedi fiyatındaki değişim yüzdesi, bir serideki değişimin uzun vadeli finansal etkisine ilişkin piyasa beklentilerini yansıttığından, bir dizideki hareketlerin (örneğin kalite algılarının) hisse senedi getirisiyle ilişkilendirilmesi, değişimin uzun vadeli etkilerine ilişkin piyasa beklentilerine ilişkin içgörü sağlar. Bu yöntem, Aaker ve Jacobson'un (1994) ifade ettiği üzere tek bir olaya yönelik piyasa tepkisini değerlendirmek yerine, hisse senedi getirisini bir olaylar akışıyla ilişkilendirmesi itibariyle olay çalışması analizinden farklıdır. Yazarlar çalışmada, Total Research tarafından oluşturulan EquiTrend'in algılanan ürün kalitesi ölçümünü bir marka değeri göstergesi olarak ve hisse senedi fiyatını bir firma değeri göstergesi olarak kullanmışlar, marka değeri değişkeni ile hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Bu çalışma, markaların hissedar değeri yaratma yeteneğinin kanıtı olarak geniş çapta kabul görmüştür.

Kerin ve Sethuraman (1998), ABD'deki halka açık tüketim malları şirketleri için marka değeri hissedar değeri ilişkisini incelemişlerdir. Marka değeri ölçütü olarak 1995 ve 1996 yıllarında Financial World dergisinde yayınlanan marka değerlerini kullanmışlardır. Yazarlar, bu şirketlerin marka değerleri ile piyasa-defter oranları arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır.

Barth ve arkadaşları (1998), Financial World (FW) tarafından yayınlanan marka değeri verilerini baz alarak marka değeri tahminleri ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemiş ve marka değerlerinin hisse senedi fiyatları ve getirileri ile anlamlı ve pozitif bir şekilde ilişkili olduğunu bulmuşlardır. FW, Interbrand tarafından geliştirilen bir metodoloji kullanılarak tahmin edilen marka değerlerini yayınlamaktadır. Yazarlar tahminlerini, biri marka değerlerini hisse fiyatlarıyla, diğeri ise marka değerlerindeki bir yıllık değişiklikleri yıllık hisse getirileriyle ilişkilendiren iki özelliği kullanarak test etmişlerdir.

Aaker ve Jacobson (2001), bilgisayar endüstrilerindeki firmalar için verileri değerlendirerek, marka tutumundaki değişikliklerin aynı anda hisse senedi getirisi ve önde gelen muhasebe finansal performansı ile ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Yazarlar, muhasebe performansını gecikmeli marka tutumuna ve gecikmeli performansa bağlayan iki değişkenli bir model kullanmışlardır. Bu çalışmada, muhasebe ve finansta yaygın olarak kullanılan geleneksel bir değerleme yaklaşımından yararlanarak, modelde tek değişkenli bir zaman serisi modeli kullanarak muhasebe performansının dinamik davranışını modellemek yerine, muhasebe performansını gecikmeli marka tutumuna ve gecikmeli performansa bağlayan iki değişkenli bir model kullanmışlardır.

De Mortanges ve Van Riel (2003), 1993 ve 1997 yılları için Brand Asset Valuator® modelini kullanarak 43 Hollanda kurumsal markası için marka değerini ölçmüşlerdir. Yazarlar Brand Asset Valuator (BAV) Güç Sistemi içindeki, marka gücü ve marka statüsündeki değişiklikleri, hissedarlar değerindeki yön değişiklikleriyle karşılaştırmışlardır. Hissedar değerini belirlemek için toplam hissedar getirisi, hisse başına kazanç ve piyasa-defter oranını kullanmışlardır. Yazarlar beklenen ilişkileri teyit eden çeşitli göstergeler bulsalar da hissedar değeri için güvenilir ve geçerli göstergeler geliştirmeye yönelik bir ihtiyaç olduğunu vurgulamışlardır.

Mizik ve Jacobson (2008), hangi marka varlık metriklerinin hisse senedi getirisini açıklamada muhasebe performans ölçümlerine artan bilgi içeriği sağladığını değerlendirmişler, bunun için de Young & Rubicam Brand Asset Valuator modelinin temelini oluşturan beş "sütun" (merkezi marka nitelikleri) üzerinde odaklanmışlardır. Bunlar, farklılaşma, alaka düzeyi, saygınlık, bilgi ve enerjidir. Bu değerlendirmede, Y&R sütunlarından hangisinin borsa performansını açıklamada muhasebe değişkenlerine ek bilgi sağladığını değerlendirmek için hisse senedi getirisi yanıt modellemesini kullanmışlardır. Marka varlık bileşenleri ölçümünün bilgi içeriğini değerlendirmek için, beklenmeyen ROA, beklenmeyen satışlar (satış büyümesi) ve marka varlığı bileşenlerindeki değişiklik üzerindeki hisse senedi getirilerini, yıllık kukla değişkenler ve firmaya özgü risk özellikleriyle beklenen getiriyi kontrol ederek regresyon analizini yapmışlardır. Sonuçlar, algılanan marka alaka düzeyi ve enerjinin, hisse senedi getirilerini açıklamada muhasebe ölçümlerine artımlı bilgiler sağladığını göstermiştir.

Yeung ve Ramasamy (2008), marka değeri ile çeşitli firma performansı ölçüleri arasındaki ilişkiye yönelik olarak 2000 ve 2005 yılları arasında önde gelen 50 ABD

şirketinden oluşan bir panel veri çerçevesi kullanmışlardır. Ayrıca marka değerinin gelecekteki hisse fiyatı tahminleri için bazı katma değerli bilgiler sağlayabileceğini göstermek için fiyat ve getiri modelini kullanmışlardır. Yazarlar öncelikle firmaların beş dahili performans ölçüsünün (ROI, ROA, brüt kar marjı, net marj, vergi öncesi marj) her birinin, marka değerinin karlılık üzerindeki eş zamanlı etkisini incelemek için marka değeri ile regresyon analizini yapmışlardır. Daha sonra, marka değerinin değer-uygunluğunu incelemek için fiyat ve getiri modellerini kullanmışlardır. Tipik bir fiyat modeli, bağımlı değişken olarak piyasa değerinden ve bağımsız değişken olarak hisse başına net gelir ve defter değerinden oluşmaktadır. Yazarlar, marka değeri ölçümü (marka değerleri) ile çoklu karlılık oranları ve borsa performans ölçümleri arasında bir bağlantı tespit etmişlerdir. Sonuçlar, güçlü bir markaya sahip şirketlerin daha karlı olduğunu ve markaların içsel karlılık üzerindeki etkilerinin öneminin, ölçümlemelerin seçimine bakılmaksızın çok tutarlı olduğunu ve bu nedenle tesadüfen meydana gelemeyeceğini ortaya koymuştur. Bulgular ayrıca, marka değeri ile marka sahibi firmanın borsadaki performansı arasında anlamlı bir ilişki olduğunu göstermiştir. Bununla birlikte, getiri modeli ve fiyat modeli karşılaştırıldığında, marka değerlerinin hisse fiyatları üzerinde önemli bir etkisi olmasına rağmen, piyasa getirileri üzerinde hiçbir etkisi olmadığı görülmüştür.

Rego ve arkadaşları (2009), borç sahiplerinin riskini ölçmek için kredi derecelendirmelerini ve hissedar riskini ölçmek için hisse senedi getirilerinin standart sapmasını kullanmış ve daha sonra sistematik ve sistematik olmayan öz sermaye riskine ayrıştırmışlardır. Yazarlar, tüketici temelli marka değeri verisi için 2000-2006 dönemi EquiTrend verilerini kullanmışlardır. Yazarlar, bir firmanın tüketici temelli marka değerinin firma riski ile ilişkili olduğunu ve risk ölçümlerindeki varyansı açıkladığını göstermişlerdir. Ayrıca tüketici temelli marka değerinin firmaya özgü sistematik olmayan riski tahmin etmede sistematik riskten daha güçlü bir rolü olduğunu ancak aynı zamanda hisse senedi sahiplerini aşağı yönlü sistematik riskten korumada özellikle güçlü bir rolü olduğunu bulmuşlardır.

Mizik (2014), hisse senedi getirisi tepki modellemesine dayalı olarak sınırlı zaman serisi verileriyle pazarlama varlıklarının toplam finansal etkisini tahmin etmeye çalışmıştır. Araştırma sonuçları müşteri zihniyeti metrikleriyle ölçülen marka değerinin mevcut finansal performansı olumlu etkilediğini göstermiştir. Ayrıca toplamda, marka değerinin toplam finansal etkisinin sadece küçük bir kısmı cari yıl karlarına yansıtılırken, karlılık etkisinin büyük kısmının da gelecekte gerçekleştiğini tespit etmişlerdir.

Shankar, Azar ve Fuller (2008), müşteri anketi ve finansal ölçümlere dayalı olarak çok kategorili markalar için marka değerini tahmin etmek, izlemek ve yönetmek için bir model geliştirmişlerdir. Bu model iki bileşenden oluşmaktadır: değer sunma ve göreceli marka önemi. Yazarlar, lider bir sigorta şirketinin ve lider rakibinin marka değerini tahmin etmek için bu yöntemi kullanmışlardır. Model, güvenilir marka değeri tahminleri sağlamış ve sonuçlar reklamcılığın hissedar değeriyle önemli ölçüde pozitif ilişkili olan marka değeri üzerinde uzun vadeli güçlü bir olumlu etkiye sahip olduğunu göstermiştir.

Luo, Raithel ve Wiles (2013), marka dağılımını (tüketiciler arasında marka derecelendirmelerindeki varyansı) ve marka varlıklarının firma değerine dönüştürülmesindeki rolünü incelemişlerdir. Dağılım, bir yatırımcının bir hisse senedi satın alma veya satma kararını etkileyecek olan, markaları beğenen veya beğenmeyen tüketiciler arasındaki marka değerlendirmelerindeki gizli heterojenliğini içermektedir. Dağılımın yüksek olması, markaların çapraz tüketici puanlarının o kadar tutarsız ve kutuplaşmış olduğunu göstermektedir. Ayrıca anormal getiriyi tahmin etmek için, Dört Faktörlü Varlık Fiyatlama Modeli'ni kullanmışlardır. Yazarlar, marka dağılımındaki dalgalanmaların hisse senedi fiyatlarını etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Buna göre, marka dağılımındaki değişikliklerin hem hisse senedi getirileri hem de firmaya özgü risk üzerinde doğrudan etkisi vardır.

Torres ve Tribo (2011), hissedar değeri ile müşteri memnuniyeti arasındaki etkileşimin yanı sıra bir firmanın marka değeri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Yazarlar, 2002-2005 döneminde 11 ülkeden 69 firmaya ait panel verilerini ve marka değeri için Interbrand verilerini kullanmışlardır. Hissedar değeri için ise Tobin's q oranını kullanmışlardır. Araştırma bulguları, hissedarların çıkarları pahasına müşterileri memnun etmeye odaklanan politikaların uygulanmasının marka değeri üzerindeki ters etkisini göstermiştir.

Göker (2014) markanın hissedar değerine etkisini araştırdığı çalışmasında, 2010-2013 yılları arasında Brand Finance tarafından açıklanan Türkiye'nin En Değerli 100 Markası verilerinden yola çıkarak, hissedar değeri göstergesi olarak geleneksel finansal performans ölçütlerinden, aktif karlılığı (ROA) ve Tobin's q değerleri, değere dayalı finansal performans ölçütlerinden ise ekonomik katma değeri (EVA) ve piyasa katma değerini (MVA) kullanmıştır. Araştırma bulguları, aktif karlılık, ekonomik katma değer ve piyasa katma değerinin, marka değerindeki artıştan pozitif olarak etkilendiğini göstermiştir. Tobin's q değeri ile kurulan modelde istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiş ancak marka

değerinin hissedar değeri göstergesi olarak kabul edilen diğer değişkenleri pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Bayrakdaroğlu ve Mirgen (2016), marka değerinin hisse senedi getirilerinin üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığını araştırmışlar ve bunun için de Brand Finance listesi ve BİST'ten seçilen firmaların marka değeri ve hisse senedi getirilerini dikkate alarak panel regresyon analizi uygulamışlardır. Bağımlı değişken olarak ilgili dönemdeki hisse senedi getirileri, açıklayıcı değişken olarak ise marka değerleri kullanılmıştır. Yazarlar, marka değeri ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu tespit etmişlerdir.

Şenol, Koç ve Ünlü (2019), 2009-2016 dönemi için Borsa İstanbul'da işlem gören 27 firma için, marka değeri ile firma değeri arasındaki ilişkiyi Panel VAR yöntemi kullanarak incelemişlerdir. Marka değerleri için Brand Finance verilerinden yararlanılmış, firma değerini temsilen Tobin's q oranı kullanılmıştır. Araştırma sonuçları, marka değerinin firma değerinin nedeni olduğunu göstermiştir. Ayrıca yazarlara göre firma değerindeki değişimler marka değeri ile açıklanmaktadır ve marka değeri ile firma değeri arasındaki ilişki zayıftır (Şenol ve diğer., 2019).

Değer ve Aydoğan (2019), Türkiye'de finansal bazlı marka değerinin firma performansı üzerindeki etkisini analiz etmek için 2009-2016 yılları arasında BİST Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Sektörü'ne kote olan 17 firmanın finansal performansları ile marka değerleri arasındaki ilişkiyi Sistem GMM panel veri yöntemi kullanarak analiz etmişlerdir. Firmaların marka değerini, Hiroşe Yöntemi kullanarak hesaplamışlardır. Firma performans göstergesi olarak ROA ve ROE oranlarını kullanmışlardır. Yazarlar, ROA ve ROE oranları ile marka değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Yıldız ve Camgöz (2019), Türkiye piyasasında marka değeri ve firma riski arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yazarlar, Brand Finance raporlarında yer alan ve 2009-2014 yılları arasında BİST'te işlem gören değerli markaları riskleri açısından değerlendirmişlerdir. Araştırma sonuçları, güçlü markaların getirilerindeki oynaklığın daha düşük olduğunu ve marka değerinin, sistematik olmayan ve aşağı yönlü sistematik riskleri azaltmada etkili olduğunu göstermiştir.

Ünlü ve Çıtak (2020), Borsa İstanbul'da işlem gören Metal Ana Sanayi firmaları için finansal marka değeri ile hissedar değeri arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Bu amaçla

firmaların marka değerlerini Hiroşe Yöntemi'ne göre hesaplayarak, hissedar değeri ile ilişkisini Ekonomik Katma Değer (EVA) ile karşılaştırmışlardır. Çalışmanın sonuçları, marka değeri yüksek olan firmaların hissedarlarına sağladığı katma değerin de yüksek olduğunu göstermekle beraber, yüksek marka değerine sahip bazı firmaların hissedar değeri yaratmadığını, bir firmanın da nispeten düşük marka değeri ile oldukça yüksek hissedar değeri yarattığını ortaya koymuştur.

Günay (2021), marka değeri ile değere dayalı ölçütler ve piyasa değeri arasındaki ilişkinin araştırılmasına yönelik olarak Brand Finance listesinde yer alan bankaların 2012-2018 verilerinden yararlanmış ve panel veri analizi yöntemini kullanmıştır. Çalışmada marka değeri bağımlı, Piyasa Değeri, EVA ve MVA ölçütleri bağımsız değişken olarak kullanılmıştır Çalışma sonucunda, bankaların marka değerleri ile EVA ve MVA arasında anlamlı ve pozitif ilişki bulunmuş, ancak piyasa değeri ile herhangi bir anlamlı ilişki tespit edilememiştir.

Ek (2020), işletmelerin finansal performansını belirleyen ve yönlendiren seçilmiş bazı göstergeler ile açıklanan marka değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Geliştirilen ampirik bir model çerçevesinde, Türkiye'nin önde gelen 11 işletmesine ait 2007 ile 2018 yılları arasındaki finansal veriler kullanılmıştır. Marka değerine ilişkin olarak Brand Finance tarafından yayınlanan veriler kullanılmıştır. Araştırma kapsamında "panel veri analizi" kullanılmıştır. Araştırma sonuçları, marka değeri ile aktif karlılık (ROA), net satışlar, brüt kar marjı, toplam borç/ öz kaynak arasında anlamlı bir ilişki olduğunu; buna karşılık işletmelerin piyasa değeri / defter değeri (PD/DD), faiz karşılama gücü (Finansman Giderleri / Faaliyet Karı), Kısa Vadeli Borç / Aktif, Ekonomik Katma Değer (EVA), Borç Servis Oranı (EBITDA + Kısa Vadeli Borç / Finansman Giderleri), değişkenlerinin marka değeri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını göstermiştir.

Sonuç olarak, marka değeri-hissedar değeri ilişkisine yönelik olarak literatürdeki çalışmalar ağırlıklı olarak özellikle yüksek marka değeri ile hisse senedi veya hissedar getirileri arasında pozitif bir ilişki olduğunu ve daha yüksek marka değerinin daha düşük riskle ilişkili olduğunu doğrular niteliktedir. Bununla birlikte, marka değeri ile hissedar değeri ilişkisine yönelik daha fazla görgül kanıt elde etmek gerekmektedir (Fehle ve diğer., 2008; Madden ve diğer., 2006). Bu alandaki Fama-French Üç Faktörlü Model (1993) ve Carhart Dört Faktörlü Model (1997) gibi varlık fiyatlama yöntemlerini baz alan çalışmalar büyük oranda, ABD hisse senetleri piyasası bağlamında yürütülen çalışmalardan

oluşmaktadır (Örneğin; Madden ve diğer., 2006; Fehle ve diğer., 2008; Bharadwaj ve diğer., 2011; Johansson ve diğer., 2012; Billet ve diğer., 2014; Dutordoir ve diğer., 2015). Ayrıca gelişmekte olan ülkeler nezdinde yapılan sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır (Örneğin; De Oliveira ve diğer., 2018; Bank ve diğer., 2020). Türkiye özelinde yapılan çalışmalarda (Bayrakdaroğlu ve Mirgen, 2016; Başgöze ve diğer., 2016; Bank ve diğer., 2020) marka değeri ile hisse senedi getirileri ile pozitif yönlü ve riskleri ile negatif yönlü bir ilişkinin bulunduğu yönünde birtakım bulgular elde edilse de yöntem olarak Finans literatüründe marka pazarlama araştırmalarındaki getirileri değerlendirmek için önemli bir alternatif olan, Fama-French Üç Faktörlü Model (Fama ve French, 1993) Carhart Dört-Faktörlü Model (Carhart, 1997) yöntemleri gibi çok faktörlü varlık fiyatlama modelleri üzerinden, marka değeri yüksek ve düşük portföyleri karşılaştıran yeterli sayıda araştırma olmadığı görülmektedir. Bu alanda, Bank ve arkadaşlarının (2020), Fama-French Üç Faktörlü Model üzerinden yapmış oldukları bir çalışma bulunmaktadır. Farklı ağırlıklandırma yöntemleriyle yapılan analiz sonuçları, güçlü markalardan oluşan bir portföyün hissedarlar için önemli ölçüde daha düşük piyasa riski ile önemli anormal getiriler sağlayabileceğini ortaya koymuş olsa da yazarlar, Brand Finance tarafından yayınlanan marka değerlerinin, büyüklükleri değerlendirildiğinde, tam olarak fiyatlanmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Dolayısıyla, literatürde alana ilişkin daha fazla görgül kanıta ihtiyaç duyulması gereğinden hareketle, araştırmamız marka değeri ile hissedar değerini ilişkilendiren önceki çalışmalara katkı sağlamayı ve bu alanda ikna edici sonuçlara ulaşmayı amaçlamaktadır.

5. MARKA DEĞERİNİN HİSSEDAR DEĞERİNE ETKİSİNİN BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLER ÜZERİNDE ÖLÇÜMLENMESİ

Bu bölümde, araştırmanın modeli ve hipotezleri, evren ve örneklemi, yöntem ve ölçümlenmesi, veri seti, portföylerin oluşturulması, değişkenlerin hesaplanması, verilerin analizi, araştırmanın bulguları ve araştırmanın bulgularının diğer çalışmalarla kıyaslanmasına ilişkin bölümlere yer verilmiştir.

5.1. Araştırmanın Modeli ve Hipotezleri

Bu çalışma, marka değerinin hissedar değerine olan etkisini ölçümlemeyi amaçlamaktadır. Araştırma amacına yönelik olarak Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören şirketler, "Marka değeri yüksek şirketler portföyü" ile "Diğer şirketler portföyü" olmak üzere iki ayrı kategoride incelenerek, getirileri ve riskleri yönünden birbirleriyle karşılaştırılmıştır.

Araştırmanın hipotezleri şunlardır:

H1a: *Yüksek marka değerine sahip firmalardan oluşan portföyün getirisi, düşük marka değerine sahip firmalardan oluşan portföyün getirisinden daha yüksektir.*

H1b: *Yüksek marka değerine sahip firmalardan oluşan portföyün getirisi, düşük marka değerine sahip firmalardan oluşan portföyün getirisinden daha düşüktür.*

H2a: *Yüksek marka değerine sahip firmalardan oluşan portföyün riski, düşük marka değerine sahip firmalardan oluşan portföyün riskinden daha düşüktür.*

H2b: *Yüksek marka değerine sahip firmalardan oluşan portföyün riski, düşük marka değerine sahip firmalardan oluşan portföyün riskinden daha yüksektir.*

5.2. Evren ve Örneklem

Araştırmada, Borsa İstanbul'da (BİST) 2010-2120 yıllarında işlem gören şirketler kıyaslama açısından iki portföye ayrılarak incelenmiştir:

1. Marka değeri yüksek şirketler portföyü
2. Diğer şirketler portföyü

"Marka değeri yüksek şirketler portföyü", Brand Finance Türkiye listesinde 2010-2020 yılları arasında en az bir defa adı geçen ve aynı dönemde Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerden oluşmaktadır. "Diğer şirketler portföyü" ise Borsa İstanbul'da işlem gören ve önceki portföyde yer almayan diğer şirketleri kapsamaktadır. Portföyler oluşturulurken, piyasa değeri açısından dengeyi bozan uç noktalardaki çok küçük şirketler veri setinden çıkarılmıştır. Bankalar da farklı sermaye yeterlilik koşullarına tabi olduğu için veri setinden çıkarılarak veriler analiz edilmiş olup, ayrıca Bankaların dahil edilmesi durumundaki veriler de incelenmiştir.

5.3. Yöntem ve Ölçümleme

Güçlü ve zayıf marka portföylerinin risk ve getiri değerlendirmelerini yapabilmek için Sharpe-Lintner SVFM, FF3FM ve Carhart4FM üzerinde Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi (Ordinary Least Squares) yaklaşımı kullanılarak regresyon analizleri yapılmıştır.

Araştırmada marka değerinin hissedar değerine etkisini ölçümlemek için Carhart'ın Dört Faktörlü Modeli (Carhart, 1997) temel alınmakla beraber, Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (Sharpe, 1964; Lintner, 1965) ve Fama-French Üç Faktörlü Modeli (Fama ve French, 1993) de çalışmaya dahil ederek, getiri ve risklere ilişkin karşılaştırmalı bir analiz sunulması hedeflenmiştir.

SVFM (Sharpe-Lintner CAPM) aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

(1) (Sharpe-Lintner SVFM) $E(R_i)= R_f+\beta_{im} (E[R_{im}]-R_f)$ $i=1,2,....,n$

$R_{i=}$ *i varlığının getirisi,*
$R_{f=}$ *Risksiz faiz oranı,*
$R_{im=}$ *Pazar portföyünün getirisi,*
$E[R_{im}]-R_{f=}$ *Pazar risk primi,*
β_{im}= *i varlığının riski (Varlığın getirisinin piyasa getirisindeki değişime duyarlılığıdır).*

"i varlığının betası, piyasa getirisi ile getirisinin kovaryansının, piyasa getirisinin varyansına bölünmesiyle elde edilen değerdir" (Fama ve French, 2004: 28) ve aşağıdaki şekilde ifade edilir:

(Beta) $\beta_{im}=\frac{cov\,(R_i,R_m)}{\sigma^2(R_m)}$

Jensen (1968) yaklaşımına dayalı olarak portföyün zaman serisi regresyonunda anormal performansını ölçmek için sabit (Jensen's Alpha) kullanılır. Zaman serisi regresyonundaki sabit terim, her varlık için sıfırdır (Fama ve French, 2004) ve SVFM (Sharpe-Lintner) zaman serisi regresyonu olarak şu şekilde ifade edilmektedir (Fama ve French, 2004):

(2) *(SVFM Zaman Serisi Regresyonu)* $R_{it}-R_{ft}= \alpha+\beta_{im}\,(R_{mt}-R_{ft})+\varepsilon_{it}$

FF3FM'ye göre, bir portföyün risksiz faiz oranı üzerindeki beklenen getirisi, o portföyün getirilerinin üç faktöre olan duyarlılığı ile açıklanmaktadır. Bu üç faktör ile varlık *i*'nin beklenen getirisi arasındaki ilişki aşağıdaki şekilde tahmin edilebilmektedir (Fama ve French, 1993, 1996):

(3) (FF3FM) $E(R_i)- R_{f=}\beta_{im}\,[E(R_m)-R_f]+ \beta_{is}E(SMB)+\beta_{ih}E(HML)$

$E(R_i)- R_f$ *= Portföyün risksiz faiz oranı üzerindeki beklenen getirisidir.*

$[E(R_m)-R_f]$ *= Pazar risk primidir ve beklenen primi yansıtmaktadır.*

E(SMB) (Small minus Big) = Küçük ve büyük hisse senetlerinin çeşitlendirilmiş portföylerinin getirileri arasındaki farktır. SMB faktörü için beklenen primi yansıtmaktadır.

E(HML) (High minus Low) = Yüksek ve düşük DD/PD hisse senetlerinin çeşitlendirilmiş portföylerinin getirileri arasındaki farktır. HML faktörü için beklenen primi yansıtmaktadır.

β_{iM} *= Pazar risk priminin beta değeridir.*

β_{is} *= SMB değişkenin beta değeridir.*

β_{ih} *= HML değişkenin beta değeridir.*

Üç Faktörlü Model'in beklenen getiri denklemi, zaman serisi regresyonunda aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Fama ve French, 2004):

(4) *(FF3FM Zaman Serisi Regresyonu)* $R_{it}-R_{ft}= \alpha_i+\beta_{im}\,(R_{mt}-R_{ft})+ \beta_{is}SMB_t+\beta_{ih}HML_t+ \varepsilon_{it}$

Zaman serisi regresyonundaki α_i kesişimi, tüm i varlıkları için sıfırdır.

Carhart (1997), Fama ve French Modeli'ne dördüncü bir faktör olarak momentum faktörünü eklemiştir. Buna göre FF3FM'ye momentum faktörü ilave edildiğinde Carhart4FM aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

(5) *(Carhart4FM)* $E(R_{it})-R_{ft} = \beta_{im}[R_{mt}-R_{ft}]+\beta_{is}(SMB)+\beta_{ih}(HML)+ \beta_{iw}\,(WML)$

Carhart4FM'nin zaman serisi regresyonu aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

(6) (Carhart4FM Zaman Serisi Regresyonu)

$$R_{it}-R_{ft} = \alpha_i+\beta_{im}[(R_{mt})-R_{ft}]+\beta_{is}(SMB)+\beta_{ih}(HML)+ \beta_{iw}(WML)+\mathcal{E}_i$$

α_i= Regresyon doğrusunun kesişimi,
R_i = i varlığının/portföyünün getirisi,
R_f= Risksiz faiz oranı,
R_{mt} = Piyasa portföyünün getirisi,
$(R_{mt})-R_f$ = Pazar risk primi,
SMB = (Small Minus Big) Küçük ve büyük hisse senetlerinin getiri farkı (Büyüklük faktörünün getirisi),
HML = (High Minus Low) Yüksek ve düşük DD/PD oranlı hisse senetlerinin getiri farkı (DD/PD faktörünün getirisi),
WML = (Winner Minus Loser) Yüksek ve düşük getirili hisse senetlerinin getiri farkı (Momentum faktörünün getirisi) (WML literatürde aynı zamanda UMD- Up Minus Down veya PR1YR olarak da geçmektedir. Carhart, WML faktörünü PR1YR -Portfolio for 1 year return momentum şeklinde ifade etmiştir.),
$\mathcal{E}_i$= Hata terimi,
β_{iM} = Pazar risk priminin beta değeridir,
β_{is} = SMB değişkenin beta değeridir,
β_{ih} = HML değişkenin beta değeridir.

5.3.1. Araştırma adımları

Yöntem ve ölçümlemeye ilişkin araştırma adımları aşağıdaki şekilde yürütülmüştür:

1. Veri setinin hazırlanması
    a. Aylık hisse kapanış fiyatları
    b. Aylık piyasa değerleri
    c. Yıllık DD/PD rasyosu
    d. Aylık risksiz faiz oranı
    e. Brand Finance Verileri
2. Portföy oluşturma
    a. Marka değeri yüksek şirketler portföyü
    b. Diğer şirketler portföyü
3. Değişkenlerin hesaplanması
    a. Portföyün fazla getirisi
    b. Piyasa risk primi
    c. Büyüklük risk primi
    d. DD/PD risk primi
    e. Momentum risk primi
4. Portföy regresyonları
    a. SVFM
    b. FF3FM
    c. Carhart4FM
5. Portföylerin değerlendirilmesi
6. Diğer çalışmalarla kıyaslama

5.4.Veri Seti

Araştırma için 2010-2020 yıllarını içine alacak şekilde toplam 11*12=132 aylık bir zaman dilimini içine alacak şekilde aşağıdaki veriler kullanılmıştır:

- BİST'te işlem gören şirketlerin aylık kapanış rakamları için Yahoo Finance web sitesinden düzeltilmiş fiyatlar alınmıştır.

- Aylık düzeltilmiş kapanış rakamları üzerinden, hisse senetlerinin aylık getirileri aşağıdaki formüle göre hesaplanmıştır:

(7) *(Aylık hisse senedi getirileri)* $R_p=\frac{V_t- V_{t-1}}{V_{t-1}}$

- Şirketlerin ay bazında piyasa değerleri, Datastore'dan (Borsa İstanbul Tarihsel ve Referans Veri Platformu) alınmıştır.
- Defter Değeri /Piyasa Değeri rasyoları Datastore'dan alınmıştır.
- Aylık DİBS oranları, Türkiye İstatistik Kurumu (TUİK) web sitesinden alınmıştır.
  - Devlet İç Borçlanma Senetleri'ne ait getiri oranları, Borsa İstanbul tarafından yayınlanan BIST-KYD DİBS Endeksleri kapsamındaki "BIST-KYD DİBS Tüm Endeksi" kullanılarak hesaplanmıştır. Bu endeks, Borçlanma Araçları Piyasası'nda (BAP) işlem gören iskontolu ve sabit faizli kuponlu Devlet İç Borçlanma Senetlerinin getirilerini tüm vadeleri kapsayarak yansıtmaktadır.
- Marka değeri yüksek şirketler için, Brand Finance'in Türkiye için yıllık olarak açıkladığı "Türkiye 100- Türkiye'nin En Değerli ve Güçlü Markaları" listesinde yer alan şirketler Brand Finance web sitesinden alınmıştır.
  - Brand Finance Marka Değerleme Modeli, finans ve tüketici bakış açısını birlikte ele alan bir yaklaşımla marka değerlerini oluşturmaktadır. Buna göre Brand Finance, marka gücü endeksini, marka telif hakkı oranını ve marka getirilerini hesapladıktan sonra, bu üç faktörün birbirleriyle çarpılması sonucu marka değerine ulaşmaktadır (Haigh, 2021). Brand Finance Marka Değerleme Modeli'ne ilişkin daha detaylı bilgiye literatür bölümünde yer verilmiştir.

5.5. Portföylerin Oluşturulması

Araştırma kapsamında, iki kıyas portföyünün oluşturulmasında aşağıdaki adımlar izlenmiştir:

1. “Marka değeri yüksek şirketler portföyü” için aşağıdaki kriterleri sağlayan şirketler portföye dahil edilmiştir:
    a. Brand Finance listesinde 2010-2020 yılları arasında en az bir defa adı geçen şirketler
    b. Aynı zamanda BİST’te işlem gören şirketler
2. Diğer şirketler portföyü
    a. Brand Finance listesinde 2010-2020 yılları arasında adı geçmemiş
    b. Aynı zamanda BİST’te işlem gören şirketler

Evren ve Örneklem bölümünde de ifade edildiği üzere portföy listeleri oluşturulurken şirketler piyasa değerlerine göre eşit ağırlıklı olarak değerlendirilmiş fakat piyasa değeri açısından dengeyi bozan uç noktalardaki çok küçük şirketler veri setinden çıkarılmıştır. Ayrıca Bankalar da farklı sermaye yeterlilik koşullarına tabi olduğu için veri setinden çıkarılarak veriler analiz edilmiş olup, ayrıca Bankaların dahil edilmesi durumundaki veriler de incelenmiştir. Portföylerde yer alan şirketlerin listesi Tablo 5.1 ve Tablo 5.2’de, araştırmaya dahil edilen şirketlerin sayısı ise Tablo 5.3’de sunulmuştur.

Tablo 5.1. Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü

Marka Değeri Yüksek Şirketler			
ADEL	DERIM	KORDS	TKNSA
ADESE	DESA	KUTPO	TOASO
AEFES	DGKLB	LKMNH	TSPOR
AKGRT	DOAS	LOGO	TTKOM
ALCAR	DOBUR	MAVI	TTRAK
ANELE	DOCO	MGROS	TUKAS
ANHYT	DYOBY	MRSHL	ULKER
ANSGR	ECILC	NETAS	VAKKO
ARCLK	EGPRO	OTKAR	VESBE
ARENA	EGSER	PENGD	VESTL
ARMDA	EKGYO	PETUN	YATAS
ASELS	ENJSA	PGSUS	YUNSA
ASUZU	ENKAI	PINSU	AKBNK
AVISA	FENER	PNSUT	ALBRK
AYGAZ	FROTO	RAYSG	GARAN
BANVT	GOODY	RYSAS	HALKB
BIMAS	GSRAY	SKTAS	ISATR
BJKAS	HURGZ	SNGYO	SKBNK
BOSSA	INDES	SOKM	ISBTR
BRISA	INTEM	TATGD	ISCTR
BRSAN	KAREL	TAVHL	TSKB
CLEBI	KARSN	TBORG	VAKBN
CRFSA	KENT	TCELL	YKBNK
DARDL	KERVT	THYAO	
DGATE	KLGYO	SISE	

Tablo 5.2. Diğer Şirketler Portföyü

Diğer Şirketler										
ACSEL	AVHOL	CEMTS	EKIZ	GLYHO	ISGYO	KRTEK	PETKM	ULAS	NIBAS	SNKRN
AFYON	AVTUR	CEOEM	EMKEL	GOLTS	ISMEN	KSTUR	PKART	ULUSE	NTHOL	SNPAM
AGHOL	AYEN	CIMSA	EMNIS	GOZDE	ISYAT	KUYAS	PKENT	ULUUN	NUGYO	SODSN
AGYO	AYES	CMBTN	EPLAS	GRNYO	ITTFH	LIDFA	POLHO	UMPAS	NUHCM	SONME
AKCNS	BAGFS	CMENT	ERBOS	GSDDE	IZFAS	LINK	POLTK	USAK	ODAS	SRVGY
AKENR	BAKAB	CRDFA	EREGL	GSDHO	IZMDC	LUKSK	PRZMA	UTPYA	OLMIP	SUMAS
AKFGY	BASCM	CUSAN	ERSU	GUBRF	IZTAR	MAALT	PSDTC	VAKFN	ORGE	PRKAB
AKMGY	BERA	DAGHL	ESCOM	HATEK	JANTS	MAKTK	QNBFL	VANGD	ORMA	SEKFK
AKSA	BEYAZ	DAGI	ETILR	HDFGS	KAPLM	MARKA	RALYH	VERTU	OSMEN	TACTR
AKSEN	BFREN	DENGE	ETYAT	HEKTS	KARTN	MARTI	RHEAG	VERUS	OSTIM	TDGYO
AKSGY	BIZIM	DMSAS	EUHOL	HLGYO	KATMR	MEGAP	ROYAL	VKFYO	OYAKC	TEKTU
AKSUE	BLCYT	DERAS	EUKYO	HUBVC	KCHOL	MEPET	RTALB	VKGYO	OYAYO	TGSAS
ALARK	BNTAS	DESPC	EUYO	IDGYO	KERVN	MERIT	RYGYO	VKING	OYLUM	TKFEN
ALCTL	BRKO	DEVA	FLAP	IEYHO	KFEIN	MERKO	SAFKR	YAPRK	OZBAL	TLMAN
ALGYO	BRKSN	DGGYO	FMIZP	IHEVA	KLMSN	METRO	SAMAT	YAYLA	OZGYO	TMPOL
ALKA	BRMEN	DITAS	FONET	IHGZT	KNFRT	METUR	SANEL	YBTAS	OZKGY	TMSN
ALKIM	BRYAT	DOGUB	FORMT	IHLAS	KONYA	MIPAZ	SANFM	YESIL	OZRDN	TRCAS
ARDYZ	BSOKE	DOHOL	FRIGO	IHLGM	KOZAA	MMCAS	SANKO	YGGYO	PAGYO	TRGYO
ARSAN	BTCIM	DOKTA	GARFA	IHYAY	KOZAL	MNDRS	SARKY	YGYO	PAPIL	TSGYO
ATAGY	BUCIM	DURDO	GEDIK	INFO	KRDMA	MPARK	SASA	YKGYO	PARSN	TUCLK
ATEKS	BURCE	DZGYO	GEDZA	IPEKE	KRDMB	MRGYO	SAYAS	YKSLN	PRKME	YYAPI
ATLAS	BURVA	ECZYT	GENTS	ISDMR	KRDMD	MSGYO	SEKUR	YONGA	SELEC	ZOREN
AVOD	CCOLA	EDIP	GEREL	SAHOL	KRGYO	TIRE	TUPRS	MTRYO	SEYKM	ICBCT
AYCES	CELHA	EGEEN	GLBMD	ISBIR	KRONT	PEGYO	TURGG	MZHLD	SILVR	QNBFB
AVGYO	CEMAS	EGGUB	GLRYH	ISFIN	KRSTL	PEKGY	UFUK	NATEN	SMART	KLNMA

Tablo 5.3. Portföy Şirket Sayıları

	Bankalar Hariç	Bankalar Dahil
Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü	87	98
Diğer Şirketler Portföyü	272	275
Toplam	**359**	**373**

5.6. Değişkenlerin Hesaplanması

SVFM ve bu modelden türeyen FF3FM ve Carhart4FM aşağıdaki şekilde birleşik olarak gösterilmiştir (Şekil 5.1).

$$E(R_i) = \underbrace{R_f+\beta_M(R_M-R_f)}_{\text{SVFM}}+\underbrace{\beta_{Size}\,SMB+\beta_{B/M}HML}_{\text{FF3FM}}+\underbrace{\beta_{Mom}WML}_{\text{Carhart4FM}}+\varepsilon_{it}$$

Şekil 5.1. SVFM, FF3FM ve Carhart4FM

Bağımlı değişken olan portföylerin beklenen getirilerinin hesaplanabilmesi için öncelikle bağımsız değişkenlerin tespit edilmesi gereklidir. Carhart4FM için değişkenlerin hesaplanmasına ilişkin adımlar Şekil 5.2'de gösterilmiştir.

Şekil 5.2. Carhart Dört Faktörlü Model'in Uygulanmasına İlişkin Adımlar

Kaynak: De Oliveira, M. O. R., Stefanan, A. A. ve Lobler, M. L. (2018). Brand equity, risk and return in Latin America. *Journal of Product & Brand Management*, *27*(5), 557-572, s.564.

Model için veri seti bölümünde açıklandığı üzere temel veriler düzenlendikten sonra bağımsız değişkenlerin belirlenmesi için öncelikle alt portföyler oluşturulmuştur. Alt portföylerin oluşturulması için, şirketler öncelikle **DD/ PD oranına göre** her yılın Aralık ayı baz alınarak sıralanmıştır. Oransal olarak toplam içerisinde en küçük %45'lik dilim "Low", ortada yer alan %10 "Medium", en büyük %45'lik dilim ise "High" olarak belirlenmiştir. Daha sonra şirketler her yılın Haziran ayı baz alınarak **piyasa değerlerine göre** sıralanmış, en küçük %45 "Small" ve en büyük %45 "Big" olarak ayrıştırılmıştır. Ayrıştırılan gruplardan 6 portföy oluşturulmuş ve bu portföylerin aylık ortalama getirileri hesaplanmıştır. Oluşturulan portföyler şunlardır: LS (Low-Small), LB (Low-Big), MS (Medium-Small), MB (Medium-Big), HS (High-Small) ve HB (High-Big).

Alt portföyler oluşturulduktan sonra, alt portföylerin getirileri baz alınarak **SMB ve HML değişkenleri** hesaplanmıştır. Buna göre SMB ve HML değişkenleri aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

SMB (Small Minus Big): SMB portföyünün getirisi, piyasa değerine göre üç küçük portföyün ortalama getirisinden, üç büyük portföyün ortalama getirisi çıkarılarak hesaplanmıştır. Buna göre denklem aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

$$SMB= 1/3 (HS+MS+LS)-1/3 (HB+MB+LB)$$

HML (High Minus Low): HML portföyünün getirisi, DD/PD oranına göre iki yüksek portföyün (value firms) ortalama getirisinden, iki düşük portföyün (growth firms) ortalama getirisi çıkarılarak aşağıdaki denklemde ifade edildiği hesaplanmıştır:

$$HML= 1/2 (HS+HB)-1/2 (LS+LB)$$

SMB ve HML değişkenleri oluşturulduktan sonra momentum değişkeni aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

WML (Winner Minus Loser): WML portföyünün getirisi için öncelikle şirketlerin ay bazındaki getirileri baz alınarak her yılın Haziran ayından geriye dönük 1 yıllık momentumları hesaplanmıştır. Momentum hesaplamasında, t ayının sonunda oluşturulan portföyler için, son yılın getirisi (gecikmeli momentum), bir hisse senedinin t-12'den t-2'ye kümülatif getirisidir ve son ay çıkarılmıştır. Çünkü Jegadeesh ve Titman (1993) hisse senetlerini önceki hafta veya aydaki getirilerine göre seçen karşıt stratejilerin önemli anormal getiriler ürettiğini belirtmiş, orta vadeli momentumda kısa vadeli ters rotasyonu

bozmamak için özellikle son ayı momentum hesabının dışında tutmuşlardır. Carhart (1997) da momentum hesabında bu durumu dikkate alarak momentum hesaplamasını yapmıştır. Daha sonraki aşamada ise şirketler momentum değerlerine göre sıralanarak, en düşük %45'lik dilim "Loser", ortadaki %10 "Neutral" ve en yüksek %45 ise "Winner" olarak belirlenmiştir. Bu şirketlerden, piyasa değerleri de göz önüne alınarak 6 portföy daha oluşturulmuştur. Bu portföyler şu şekilde ifade edilmiştir: LS (Loser-Small), LB (Loser-Big), NS (Neutral-Small), NB (Neutral-Big), WS (Winner-Small) ve WB (Winner-Big). Bu alt portföylerin getirileri baz alınarak **WML** değeri hesaplanmıştır. WML (Winner Minus Loser) getirisi, iki yüksek getirili portföyün ortalama getirisinden, iki düşük getirili portföyün ortalama getirisi çıkarılarak aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

$$WML=1/2\ (WS + WB)- 1/2(LS + LB)$$

Piyasa risk primi ve portföy getirileri ise aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

R_m-R_f (Piyasa Risk Primi): Piyasa portföyünün getirisi için, önce çalışmaya dahil edilen veri setindeki tüm şirketlerin aylık getirilerinin ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Piyasanın fazla getirisi (excess return) için aylık piyasa getirilerinden risksiz faiz oranları ay bazında düşülmüştür.

R_i-R_f (Portföyün fazla getirisi): "Marka değeri yüksek şirketler portföyü" ve "Diğer şirketler portföyü" için portföylerin aylık getirileri hesaplanarak, bu getirilerden risksiz faiz oranları ay bazında düşülerek fazla getirileri hesaplanmıştır.

5.7. Verilerin Analizi

Modelin değişkenleri zaman serisi regresyonunda yerleştirilerek, verilerin regresyon sonuçları çıkarılmıştır. Modelde β_{im}, SMB, HML ve WML, modelde kullanılan faktörlerin parametre tahminleridir. Regresyonda ε_i hata terimi iken, α model kesişimidir. Jensen'in (1968) geliştirdiği "jensen alfa"sı, SVFM üzerinde portföy performansını ölçmek üzere portföyün ve piyasanın getiri oranı arasındaki farkı ifade etmektedir. Portföyün performansı, piyasa riski, büyüklük, DD/PD rasyosu ve momentum faktörleri dikkate alındığında "normal" ise α sıfırdır. Alfanın sıfıra eşit olması, fiyatlama hatası olmadığını ve ilgili piyasanın etkin olduğunu gösterirken, alfa değerinin pozitif olması portföyün

performansının piyasa performansından yüksek olduğu işaret eder. Eğer alfa negatif ise, portföyün, modelin tahmin ettiğinden daha az getiri elde edilebildiğini göstermektedir.

İki portföyün karşılaştırılmasında model üzerinde getiri ve risk analizi bağlamında dikkate alınan kriterler şu şekildedir:

α= 0 ise Gözlemlenen getiri= Beklenen getiri

α> 0 ise Gözlemlenen getiri> Beklenen getiri

α<0 ise Gözlemlenen getiri< Beklenen getiri

β = 1 ise Yatırım riski= Piyasa riski

β >1 ise Yatırım riski> Piyasa riski

β < 1 ise Yatırım riski< Piyasa riski

β < 0 ise Yatırım riski^-1 Piyasa riski (Yatırım, piyasa riskine ters bir davranış sergiler)

Kaynak: De Oliveira, M. O. R., Stefanan, A. A. ve Lobler, M. L. (2018); Chan, Lakonishok ve Sougiannis 2001; Madden, T. J., Fehle, F. ve Fournier, S. (2006)

Yukarıda da ifade edildiği üzere, gözlemlenen getiriler, beklenen getirilere eşitse, regresyon orijinden geçer ve $\alpha = 0$ olacaktır. $\alpha>0$ ise, bir yatırım riske göre ayarlanmış diğer yatırımdan daha iyi performans göstermektedir. $\alpha<0$ ise, yatırım diğer kıyas portföyünden daha düşük bir performans göstermektedir. Piyasa betası (β_m), bir yatırımla ilişkili piyasa riskini tahmin eder $\beta_m = 1$ ise, yatırımın riski beklendiği gibi performans göstermektedir; $\beta_m < 1$ ise yatırım riski beklenenden az gerçekleşmiştir; $\beta_m > 1$ ise yatırım riski beklenenden fazladır; $\beta_m = 0$ ise yatırımın riski, piyasanın riskine eşittir; $\beta_m < 0$ olması durumunda yatırımın riski, piyasanın riskine ters bir davranış sergilemektedir. Diğer faktörlerin Beta değerleri ($\beta_{is\text{-}ih\text{-}iw}$) ise yatırımla ilişkili diğer faktörlerin (SMB, HML ve UMD) risk durumuna ilişkin benzer şekilde tahminde bulunma imkanı sağlamaktadır.

5.8. Araştırma Bulguları

Model değişkenleri için gerekli olan veriler yöntem kısmında belirtildiği şekilde elde edildikten sonra, verilerin analizi IBM SPSS Statistics 25 programı ile gerçekleştirilmiştir. Marka değeri-hissedar değeri ilişkisine yönelik olarak hazırlanan veriler iki kıyas portföyü için de "Bankalar dahil" ve "Bankalar hariç" olmak üzere iki türlü analiz edilmiştir.

Verilerin analiz sürecinde öncelikle değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri çıkarılmış, sonrasında normallikleri sınanmıştır. Model değişkenlerinin, hem "Marka değeri yüksek şirketler portföyü" ve hem de "Diğer şirketler portföyü" için normal dağılım göstermediği tespit edilmiştir. Değişkenlerin hata terimi normal dağılmamış olmakla birlikte, örneklem hacminin yeterince büyük olduğu göz önünde bulundurularak (n=132), örneklem hacminin büyüdükçe (n>30) bütün dağılımların normale yaklaştığı bilgisinden yararlanarak regresyon analizleri gerçekleştirilmiştir. Merkezi limit teoremine göre, örneklem büyük olduğunda (yaklaşık 30'un üzerinde) örneklem dağılımı, örneğin alındığı popülasyonun şeklinden bağımsız olarak normal bir dağılım şeklini alır (Field, 2009: 782). Diğer yandan, Rassal Yürüyüş Hipotezi'ne göre, hisse senetleri fiyatları önceden tahmin edilebilecek bir yol izlemez ve tamamen rastlantısaldır (Konuralp, 2005). Rassal yürüyüş (random walk) davranışı hisse senedi fiyatlarına dahil edilerek (Fama, 1965), firma değerine ilişkin olarak ampirik çalışmalar yapılabilmektedir. Normallik testinden sonra, değişkenler arasında korelasyon olup olmadığı, değişkenlerin Spearman korelasyon katsayıları hesaplanarak test edilmiştir. Bir sonraki adımda, kıyas portföylerinin analizi için üç ayrı modelde (SVFM, FF3FM ve Carhart4FM) SPSS programı ile verilerin regresyon analizleri yapılmış, regresyon varsayımlarını kontrol etmek için gerekli testler gerçekleştirilmiş ve sonuçlar her bir model ve portföy bazında ayrı ayrı raporlanmıştır.

5.8.1. Tanımlayıcı istatistikler

Araştırma kapsamında performans değerlendirmeleri yapılacak olan iki kıyas portföyünün model değişkenlerinin frekans tabloları Tablo 5.4 ve Tablo 5.5'de sunulmuştur. Tablo 5.4'de görüldüğü üzere, Bankalar hariç veri seti üzerinden portföyler değerlendirildiğinde, "Marka Değeri Yüksek Portföy'ün Fazla Getirisi"nin (R_p-R_f) ortalaması %1,9 ve medyan değeri %1,9 ve standart sapması %7 iken, "Diğer Portföy'ün Fazla Getirisi"nin ortalaması %2,2, medyan değeri %1 ve standart sapması %8,2 olarak çıkmıştır. Tüm değişkenlerin mod değerleri eksidir. Değişkenlerin çarpıklık (skewness) ve basıklık (kurtosis) değerleri ışığında verilerin normal dağılmadığı söylenebilir. Basıklık (Kurtosis) ve Çarpıklık (Skewness) değerleri -1.5 ile +1.5 sınırlarında ise verilerin normal dağılım gösterdiği kabul edilmektedir (Tabachnick ve Fidell, 2013).

Tablo 5.4. Frekans Tablosu (Bankalar Hariç)

Statistics

		Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri	Diğer Portföy Fazla Getiri	R_m-R_f	SMB	HML	WML
N	Valid	132	132	132	132	132	132
	Missing	0	0	0	0	0	0
Mean		0,019	0,022	0,021	0,001	-0,015	0,013
Std. Error of Mean		0,006	0,007	0,007	0,003	0,002	0,002
Median		0,019	0,010	0,011	-0,001	-0,011	0,006
Mode		-0,173a	-0,151a	-0,158a	-0,156a	-0,221a	-0,020a
Std. Deviation		0,070	0,082	0,078	0,029	0,025	0,028
Variance		0,005	0,007	0,006	0,001	0,001	0,001
Skewness		0,519	2,204	1,810	0,455	-5,503	4,245
Std. Error of Skewness		0,211	0,211	0,211	0,211	0,211	0,211
Kurtosis		2,623	11,416	9,165	15,756	41,687	31,295
Std. Error of Kurtosis		0,419	0,419	0,419	0,419	0,419	0,419
Range		0,500	0,677	0,635	0,335	0,247	0,262
Minimum		-0,173	-0,151	-0,158	-0,156	-0,221	-0,020
Maximum		0,327	0,526	0,478	0,180	0,026	0,242

a. Çoklu modlar mevcuttur. En küçük değer gösterilmiştir.

Bankaların dahil edilmesi durumunda tanımlayıcı istatististikler ise aşağıdaki tabloda (Tablo 5.5) sunulmuştur. "Marka Değeri Yüksek Portföyün Fazla Getirisi"nin (R_p-R_f) ortalaması %1,8 ve medyan değeri %1,6 ve standart sapması %6,8 iken, "Diğer Portföyün Fazla Getirisi"nin ortalaması %2,2, medyan değeri %1,3 ve standart sapması % 8,2 olarak çıkmıştır. Tüm değişkenlerin mod değerleri eksidir. Değişkenlerin çarpıklık (skewness) ve basıklık (kurtosis) değerleri ışığında verilerin normal dağılmadığı söylenebilir.

Tablo 5.5. Frekans Tablosu (Bankalar Dahil)

Statistics

		Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri	Diğer Portföy Fazla Getiri	R_m-R_f	SMB	HML	WML
N	**Valid**	132	132	132	132	132	132
	Missing	0	0	0	0	0	0
Mean		0,018	0,022	0,021	0,002	0,015	0,013
Std. Error of Mean		0,006	0,007	0,007	0,003	0,002	0,002
Median		0,016	0,013	0,010	-0,001	0,011	0,007
Mode		-0,170[a]	-0,152[a]	-0,158[a]	-0,14[a]	-,0284[a]	-0,0200[a]
Std. Deviation		0,068	0,082	0,077	0,029	0,025	0,028
Variance		0,005	0,007	0,006	0,001	0,001	0,001
Skewness		0,440	2,187	1,749	0,701	5,014	4,240
Kurtosis		2,019	11,341	8,776	13,675	35,625	30,884
Range		0,469	0,676	0,623	0,320	0,247	0,259
Minimum		-0,170	-0,152	-0,158	-0,142	-0,028	-0,020
Maximum		0,298	0,524	0,465	0,178	0,219	0,239

a. Multiple modes exist. The smallest value is shown

5.8.2. Verilerin dağılımı

"Bankalar hariç" ve "Bankalar dahil" veri setindeki değişkenlerin Kolmogorov-Smirnov test sonuçları Tablo 5.6 ve Tablo 5.7'de sunulmuştur. Sig. (2-tailed) değerlerinin sınır değer olarak kabul edilen 0,05 değerinden küçük olması değişkenlerin normal dağılmadığını gösterdiğinden (Gürbüz ve Şahin, 2018), her iki veri seti için de veriler normal dağılmamaktadır.

Tablo 5.6. K-S Test (Bankalar Hariç)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri	Diğer Portföy Fazla Getiri	R_m-R_f	SMB	HML	WML
N		132	132	132	132	132	132
Normal Parameters[a,b]	Mean	0,019	0,022	0,021	0,001	-0,015	0,013
	Std. Deviation	0,070	0,082	0,078	0,029	0,025	0,028
Most Extreme Differences	Absolute	0,079	0,130	0,118	0,139	0,212	0,137
	Positive	0,079	0,130	0,118	0,114	0,184	0,137
	Negative	-0,059	-0,114	-0,099	-0,139	-0,212	-0,123
Test Statistic		0,079	0,130	0,118	0,139	0,212	0,137
Asymp. Sig. (2-tailed)		,041[c]	,000[c]	,000[c]	,000[c]	,000[c]	,000[c]

a. Test dağılımı normaldir.
b. Verilerden hesaplandı.
c. Lilliefors anlamlılık düzeltmesi.

Tablo 5.7. K-S Test (Bankalar Dahil)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri	Diğer Portföy Fazla Getiri	R_m-R_f	SMB	HML	WML
N		132	132	132	132	132	132
Normal Parameters[a,b]	Mean	0,018	0,022	0,021	0,002	-0,015	0,013
	Std. Deviation	0,068	0,082	0,077	0,029	0,025	0,028
Most Extreme Differences	Absolute	0,087	0,128	0,118	0,130	0,217	0,135
	Positive	0,087	0,128	0,118	0,102	0,194	0,135
	Negative	-0,060	-0,111	-0,101	-0,130	-0,217	-0,132
Test Statistic		0,087	0,128	0,118	0,130	0,217	0,135
Asymp. Sig. (2-tailed)		,015[c]	,000[c]	,000[c]	,000[c]	,000[c]	,000[c]

a. Test dağılımı normaldir.
b. Verilerden hesaplandı.
c. Lilliefors anlamlılık düzeltmesi.

5.8.3. Korelasyon tablosu

Tablo 5.8 ve Tablo 5.9 değişkenler arasındaki ilişkileri tespit etmeye yönelik korelasyon katsayılarını göstermektedir. Verilerin normal dağılım göstermediği durumlarda Spearman korelasyon katsayılarının dikkate alınması uygun olacağından, Spearman korelasyon analizi uygulanmıştır.

Tablo 5.8'e göre "Bankalar hariç" veriler dikkate alındığında bağımsız değişkenler arasındaki ilişkilerin anlamsız veya düşük düzeyli olduğu görülmektedir. Değişkenler arasındaki anlamlılık oranı Sig. (2-tailed) 0,05 değerinden küçük ise anlamlı olduğu yönünde değerlendirilmektedir (Gürbüz ve Şahin, 2018). Korelasyon tablosuna göre, R_m-R_f ve SMB değişkenleri arasında düşük düzeyde, anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki (0,210) olduğu; ayrıca SMB ve WML değişkeni arasında düşük düzeyde, anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki (-0,226) olduğu görülmektedir. Diğer bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki görülmemektedir.

Tablo 5.9'a göre Bankalar dahil veriler dikkate alındığında ise bağımsız değişkenler arasındaki ilişkilerin anlamsız veya düşük düzeyli olduğu görülmektedir. Sadece R_m-R_f ve SMB arasında düşük düzeyli, anlamlı ve pozitif yönlü (0,192) bir ilişki vardır. Diğer bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

Regresyonda bağımsız değişkenler arasında korelasyon katsayının anlamsız veya düşük olması beklendiğinden, bu sonuçlar araştırma açısından olumlu değerlendirilmektedir.

Korelasyon analizine ilişkin olarak diğer bir dikkat çeken husus ise her iki portföy açısından da portföy getirilerinin piyasa getirisi ile anlamlı, yüksek ve pozitif yönlü bir korelasyona (0,950 ve 0,992) sahip olduğudur. SVFM temelinde böyle bir ilişkinin varlığı beklenen bir durumdur.

Tablo 5.8. Korelasyon tablosu (Bankalar Hariç)

Correlations

			Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri	**Diğer Portföy Fazla Getiri**	**R_m-R_f**	**SMB**	**HML**	**WML**
Spearman's rho	**Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri**	Correlation Coefficient	1,000	,911**	,950**	0,038	-0,112	0,110
		Sig. (2-tailed)		0,000	0,000	0,665	0,203	0,209
		N	132	132	132	132	132	132

	Diğer Portföy Fazla Getiri	Correlation Coefficient	,911**	1,000	,992**	,277**	-0,066	0,039
		Sig. (2-tailed)	0,000		0,000	0,001	0,455	0,655
		N	132	132	132	132	132	132
	R_m-R_f	Correlation Coefficient	,950**	,992**	1,000	,210*	-0,083	0,063
		Sig. (2-tailed)	0,000	0,000		0,016	0,347	0,474
		N	132	132	132	132	132	132
	SMB	Correlation Coefficient	0,038	,277**	,210*	1,000	0,004	-,226**
		Sig. (2-tailed)	0,665	0,001	0,016		0,961	0,009
		N	132	132	132	132	132	132
	HML	Correlation Coefficient	-0,112	-0,066	-0,083	0,004	1,000	-0,119
		Sig. (2-tailed)	0,203	0,455	0,347	0,961		0,175
		N	132	132	132	132	132	132
	WML	Correlation Coefficient	0,110	0,039	0,063	-,226**	-0,119	1,000
		Sig. (2-tailed)	0,209	0,655	0,474	0,009	0,175	
		N	132	132	132	132	132	132

**. Korelasyon 0,01 düzeyinde anlamlıdır.
*. Korelasyon 0,05 düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 5.9. Korelasyon Tablosu (Bankalar Dahil)

Correlations

			Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri	**Diğer Portföy Fazla Getiri**	**R_m-R_f**	**SMB**	**HML**	**WML**
Spearman's rho	**Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri**	Correlation Coefficient	1,000	,890**	,940**	0,017	-0,073	0,145
		Sig. (2-tailed)		0,000	0,000	0,843	0,407	0,098
		N	132	132	132	132	132	132
	Diğer Portföy Fazla Getiri	Correlation Coefficient	,890**	1,000	,990**	,271**	-0,021	0,053
		Sig. (2-tailed)	0,000		0,000	0,002	0,810	0,544
		N	132	132	132	132	132	132
	R_m-R_f	Correlation Coefficient	,940**	,990**	1,000	,192*	-0,037	0,078
		Sig. (2-tailed)	0,000	0,000		0,027	0,678	0,371
		N	132	132	132	132	132	132
	SMB	Correlation Coefficient	0,017	,271**	,192*	1,000	-0,056	-0,150
		Sig. (2-tailed)	0,843	0,002	0,027		0,526	0,087
		N	132	132	132	132	132	132
	HML	Correlation Coefficient	-0,073	-0,021	-0,037	-0,056	1,000	-0,127
		Sig. (2-tailed)	0,407	0,810	0,678	0,526		0,146
		N	132	132	132	132	132	132
	WML	Correlation Coefficient	0,145	0,053	0,078	-0,150	-0,127	1,000
		Sig. (2-tailed)	0,098	0,544	0,371	0,087	0,146	
		N	132	132	132	132	132	132

**. Korelasyon 0,01 düzeyinde anlamlıdır.
*. Korelasyon 0,05 düzeyinde anlamlıdır.

5.8.4. Model 1 (SVFM) regresyon sonuçları

Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç) için modelin regresyon sonuçları Tablo 5.10'da yer almaktadır. ANOVA sonuçlarına göre, model istatistiksel olarak anlamlıdır ($F=1255{,}194$, $p<0{,}05$). R^2 değerinin 0,906 olduğu görülmektedir. Buna göre bağımlı değişken olan "Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri"deki değişimin %90,6'lık kısmı R_m-R_f bağımsız değişkeni ile açıklanmaktadır. Ayrıca R_m-R_f değişkeni anlamlıdır ($\beta=0{,}952$, $p<0{,}05$). Regresyon sabiti ise anlamlı çıkmamıştır ($p>0{,}05$).

Tahmin edilen modelde hataların otokorelasyon içerip içermediğini test etmek için Durbin-Watson testi uygulanmıştır. Durbin-Watson (DW) testi birinci dereceden otokorelasyonu test etmede kullanılmaktadır. Hesaplanan *d* istatistiği 2'ye ne kadar yakın olursa otokorelasyon olmadığını gösteren kanıtlar o kadar güçlü olacaktır (Temurlenk, 2020: 145). Modelin d istatistiği 2'ye yakın çıktığından (d=1,929), modelde otokorelasyon olmadığı sonucuna varılmıştır.

Regresyonda açıklayıcı değişkenler arasında tam veya güçlü bir doğrusal bir ilişkinin olmaması beklenmektedir. Bir regresyon modelinde iki veya daha fazla tahmin edici arasında güçlü bir korelasyon olduğunda çoklu bağlantı sorunu vardır. Çoklu doğrusal bağlantının araştırılmasına yönelik olarak varyans şişirme çarpanı (VIF) değerleri hesaplanmaktadır. VIF, herhangi bir açıklayıcı değişken ile diğer açıklayıcı değişkenler arasındaki doğrusal ilişkiyi ölçmektedir (Temurlenk, 2020). Hangi VIF değerinin çoklu bağlantının varlığını gösterdiğine ilişkin kesin bir VIF değeri bulunmamaktadır ancak Myers (1990), 10'u aşan değerin çoklu doğrusal bağlantının göstergesi olabileceğini belirtmiştir. VIF ile bağlantılı olarak, tolerans istatistiği (1/VIF) de değerlendirilmektedir. Tolerans değerinin kritik değerden küçük ($1-R^2$) olması, çoklu eş doğrusallık problemi olduğunu gösterir (Gürbüz ve Şahin, 2018). Menard (1995), 0,2'nin altındaki değerlerin dikkate değer olduğunu belirtmiştir. Bununla birlikte, çoklu doğrusallık, yalnızca çoklu regresyon için bir sorun teşkil eder, çünkü basit regresyon sadece bir tahmin edici gerektirmektedir. Bu nedenle modelde VIF (VIF=1) ve tolerans değerleri beklenen sınırlar dahilindedir.

Tablo 5.10. SVFM Regresyon Sonuçları/ Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,952	0,906	0,905	0,022	1,929

ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0,589	1	0,589	1255,194	,000
	Residual	0,061	130	0,000		
	Total	0,650	131			

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	0,000	0,002		0,133	0,894		
	Rm-Rf	0,857	0,024	0,952	35,429	0,000	1,000	1,000

Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç) için modelin regresyon sonuçları Tablo 5.11'de yer almaktadır. Model istatistiksel olarak anlamlıdır ($F=15402,208$, $p<0,05$). R^2 değerinin 0,992 olduğu görülmektedir. Buna göre bağımlı değişken olan "Diğer Şirketler Portföyünün Fazla Getirisi"ndeki değişimin %99,2'lik kısmı R_m-R_f bağımsız değişkeni ile açıklanmaktadır. Dolayısıyla, R_m-R_f değişkeni anlamlıdır ($\beta=0,996$, $p<0,05$). Regresyon sabiti (constant) ise anlamlı çıkmamıştır ($p>0,05$). Durbin-Watson (d=1,927) istatistiği, VIF (VIF=1) ve tolerans değerleri beklenen sınırlar içindedir.

Tablo 5.11. SVFM Regresyon Sonuçları/ Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,996	0,992	0,992	0,008	1,927

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0,879	1	0,879	15402,208	,000
	Residual	0,007	130	0,000		
	Total	0,887	131			

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	0,000	0,001		-0,289	0,773		
	Rm-Rf	1,047	0,008	0,996	124,106	0,000	1,000	1,000

Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil) için modelin regresyon sonuçları Tablo 5.12'de yer almaktadır. Model istatistiksel olarak anlamlıdır (F=1035,217, p<0,05). R^2 değerinin 0,888 olduğu görülmektedir. Buna göre bağımlı değişkendeki değişimin %88,8'lık kısmı R_m-R_f bağımsız değişkeni ile açıklanmaktadır. R_m-R_f değişkeni anlamlıdır (β=0,943, p<0,05). Bununla birlikte, regresyon sabiti (constant) anlamlı çıkmamıştır (p>0,05). Durbin-Watson (*d*=2,016) istatistiği, VIF (VIF=1) ve tolerans değerleri beklenen sınırlar içindedir. Bankalar dahil bakıldığında modelin açıklayıcılık oranının düştüğü görülmektedir.

Tablo 5.12. SVFM Regresyon Sonuçları /Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,943	0,888	0,888	0,023	2,016

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0,534	1	0,534	1035,217	,000
	Residual	0,067	130	0,001		
	Total	0,601	131			

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	0,000	0,002		0,061	0,951		
	Rm-Rf	0,832	0,026	0,943	32,175	0,000	1,000	1,000

Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil) için modelin regresyon sonuçları Tablo 5.13'de yer almaktadır. Model istatistiksel olarak anlamlıdır (F=11015,120, p<0,05). R^2 değerinin 0,988 olduğu görülmektedir. Buna göre bağımlı değişkendeki değişimin %98,8'lık kısmı R_m-R_f değişkeni ile açıklanmaktadır. R_m-R_f değişkeni anlamlıdır (β=0,994, p<0,05). Regresyon sabiti (constant) anlamlı çıkmamıştır (p>0,05). Durbin-Watson (*d*=2,076) istatistiği, VIF (VIF=1) ve tolerans değerleri beklenen sınırlar içindedir. Bankalar dahil bakıldığında modelin açıklayıcılık oranının düştüğü görülmektedir.

Tablo 5.13. SVFM Regresyon Sonuçları/ Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,994	0,988	0,988	0,009	2,076

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0,870	1	0,870	11015,120	,000
	Residual	0,010	130	0,000		
	Total	0,880	131			

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	0,000	0,001		-0,250	0,803		
	Rm-Rf	1,062	0,010	0,994	104,953	0,000	1,000	1,000

5.8.5. Model 2 (FF3FM) regresyon sonuçları

FF3FM'ye ilişkin olarak "Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü" (Bankalar Hariç) için modelin regresyon sonuçları Tablo 5.14'de yer almaktadır. Model istatistiksel olarak anlamlıdır (F=646,275, p<0,05). Düzeltilmiş R^2 değeri 0,937'dir. Buna göre bağımlı değişkendeki değişimin %93,7'lik kısmı bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır. R_m-R_f değişkeni anlamlıdır (β=1,068, p<0,05); SMB değişkeni anlamlıdır ve negatif katsayıya sahiptir (β=-0,127, p<0,05); HML değişkeni anlamlı (β=0,184, p<0,05) ve pozitif katsayıya sahiptir; regresyon sabiti (constant) anlamlı ve pozitiftir (α=0,006, p<0,05). Durbin-Watson istatistiği (*d*=2,078), VIF değerleri (R_m-R_f, VIF= 1,546; SMB, VIF=1,038; HML, VIF= 1,550) ve tolerans değerleri beklenen sınırlar içindedir.

Tablo 5.14. FF3FM Regresyon Sonuçları/ Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç)

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,969a	0,938	0,937	0,018	2,078

a. Predictors: (Constant), HML, SMB, Rm-Rf
b. Dependent Variable: Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0,609	3	0,203	646,275	,000b
	Residual	0,040	128	0,000		
	Total	0,650	131			

a. Dependent Variable: Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri
b. Predictors: (Constant), HML, SMB, Rm-Rf

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	0,006	0,002		3,395	0,001		
	Rm-Rf	0,962	0,025	1,068	39,068	0,000	0,647	1,546
	SMB	-0,306	0,054	-0,127	-5,674	0,000	0,963	1,038
	HML	0,527	0,078	0,184	6,712	0,000	0,645	1,550

a. Dependent Variable: Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri

Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç) için FF3FM'nin regresyon sonuçları Tablo 5.15'de yer almaktadır. Model istatistiksel olarak anlamlıdır (F=7516,974 p<0,05). Düzeltilmiş R^2 değeri 0,994'tür. Buna göre bağımlı değişkendeki değişimin %99,4'lük kısmı bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır. R_m-R_f değişkeni anlamlıdır (β=0,963, p<0,05); SMB değişkeni anlamlı ve pozitiftir (β=0,040, p<0,05); HML değişkeni anlamlı ve

negatiftir (β=-0,051 p<0,05); regresyon sabiti (constant) anlamlı ve negatiftir (α=-0,002, p<0,05). Durbin-Watson istatistiği (*d*=2,081), VIF değerleri (R_m-R_f, VIF=1,546; SMB, VIF=1,038; HML, VIF=1,550) ve tolerans değerleri beklenen sınırlar içindedir.

Tablo 5.15. FF3FM Regresyon Sonuçları/ Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç)

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,997a	0,994	0,994	0,006	2,081

a. Predictors: (Constant), HML, SMB, Rm-Rf
b. Dependent Variable: Diğer Portföy Fazla Getiri

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0,882	3	0,294	7516,974	,000b
	Residual	0,005	128	0,000		
	Total	0,887	131			

a. Dependent Variable: Diğer Portföy Fazla Getiri
b. Predictors: (Constant), HML, SMB, Rm-Rf

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-0,002	0,001		-3,317	0,001		
	Rm-Rf	1,013	0,009	0,963	116,661	0,000	0,647	1,546
	SMB	0,112	0,019	0,040	5,862	0,000	0,963	1,038
	HML	-0,171	0,028	-0,051	-6,182	0,000	0,645	1,550

a. Dependent Variable: Diğer Portföy Fazla Getiri

Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil) için FF3FM'nin regresyon sonuçları Tablo 5.16'da yer almaktadır. Model istatistiksel olarak anlamlıdır (F=448,744, p<0,05). Düzeltilmiş R^2 değeri 0,911'dir. Buna göre bağımlı değişkendeki değişimin %91,1'lik kısmı bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Bankalar dahil bakıldığında modelin açıklayıcılık oranının düştüğü görülmektedir. R_m-R_f değişkeni anlamlıdır (β=1,030, p<0,05); SMB değişkeni anlamlı ve negatif katsayıya sahiptir (β=-0,109, p<0,05); HML değişkeni anlamlı ve pozitif katsayıya sahiptir (β=0,145, p<0,05); regresyon sabiti (constant) anlamlıdır (α=0,005, p<0,05). Durbin-Watson istatistiği (*d*= 2,142), VIF değerleri (R_m-R_f, VIF=1,425; SMB, VIF=1,014; HML, VIF= 1,413) ve tolerans değerleri beklenen sınırlar içindedir.

Tablo 5.16. FF3FM Regresyon Sonuçları/ Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil)

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,956a	0,913	0,911	0,020	2,142

a. Predictors: (Constant), HML, SMB, Rm-Rf
b. Dependent Variable: Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0,549	3	0,183	448,744	,000b
	Residual	0,052	128	0,000		
	Total	0,601	131			

a. Dependent Variable: Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri
b. Predictors: (Constant), HML, SMB, Rm-Rf

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	0,005	0,002		2,350	0,020		
	Rm-Rf	0,910	0,027	1,030	33,137	0,000	0,702	1,425
	SMB	-0,255	0,061	-0,109	-4,161	0,000	0,986	1,014
	HML	0,389	0,083	0,145	4,670	0,000	0,708	1,413

a. Dependent Variable: Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri

Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil) için FF3FM'nin regresyon sonuçları Tablo 5.17'de yer almaktadır. Model istatistiksel olarak anlamlıdır ($F=4434,045$, $p<0,05$). Düzeltilmiş R^2 değeri 0,990'dır. Buna göre bağımlı değişkendeki değişimin %99'luk kısmı bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır. R_m-R_f değişkeni anlamlıdır ($\beta=0,971$, $p<0,05$); SMB değişkeni anlamlıdır ($\beta=0,036$, $p<0,05$); HML değişkeni anlamlı ve negatiftir ($\beta=-0,038$, $p<0,05$); regresyon sabiti (constant) anlamlı ve negatiftir ($\alpha=-0,002$, $p<0,05$). Durbin-Watson istatistiği ($d=2,199$), VIF değerleri (R_m-R_f; VIF=1,425; SMB, VIF=1,014; HML, VIF=1,413) ve tolerans değerleri beklenen sınırlar içindedir.

Tablo 5.17. FF3FM Regresyon Sonuçları/ Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil)

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,995a	0,990	0,990	0,008	2,199

a. Predictors: (Constant), HML, SMB, Rm-Rf
b. Dependent Variable: Diğer Portföy Fazla Getiri

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0,872	3	0,291	4434,045	,000b
	Residual	0,008	128	0,000		
	Total	0,880	131			

a. Dependent Variable: Diğer Portföy Fazla Getiri
b. Predictors: (Constant), HML, SMB, Rm-Rf

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-0,002	0,001		-2,080	0,040		
	Rm-Rf	1,037	0,011	0,971	94,232	0,000	0,702	1,425
	SMB	0,102	0,025	0,036	4,148	0,000	0,986	1,014
	HML	-0,123	0,033	-0,038	-3,677	0,000	0,708	1,413

a. Dependent Variable: Diğer Portföy Fazla Getiri

5.8.6. Model 3 (Carhart4FM) regresyon sonuçları

Carhart4FM'ye ilişkin olarak "Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü" (Bankalar Hariç) için modelin regresyon sonuçları Tablo 5.18'de yer almaktadır. Model istatistiksel olarak anlamlıdır ($F=519,268$, $p<0,05$). Düzeltilmiş R^2 değeri 0,941'dir. Buna göre bağımlı değişkendeki değişimin %94,1'lik kısmı bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır. R_m-R_f değişkeni anlamlıdır ($\beta=1,083$, $p<0,05$); SMB değişkeni anlamlıdır ve negatif katsayıya sahiptir ($\beta=-0,153$, $p<0,05$); HML değişkeni anlamlıdır ve pozitif katsayıya sahiptir ($\beta=0,133$, $p<0,05$); WML değişkeni anlamlıdır ve negatif katsayıya sahiptir ($\beta=-0,094$, $p<0,05$); regresyon sabiti (constant) anlamlı ve pozitiftir ($\alpha= 0,007$, $p<0,05$). Durbin-Watson istatistiği (d=2,098), VIF değerleri (R_m-R_f, VIF=1,598; SMB, VIF=1,195; HML, VIF=2,145; WML, VIF=2,054) ve tolerans değerleri beklenen sınırlar içindedir.

Tablo 5.18. Carhart4FM Regresyon Sonuçları/ Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç)

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,971a	0,942	0,941	0,017	2,098

a. Predictors: (Constant), WML, SMB, Rm-Rf, HML
b. Dependent Variable: Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0,612	4	0,153	519,268	,000b
	Residual	0,037	127	0,000		
	Total	0,650	131			

a. Dependent Variable: Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri
b. Predictors: (Constant), WML, SMB, Rm-Rf, HML

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	0,007	0,002		3,878	0,000		
	Rm-Rf	0,975	0,024	1,083	40,234	0,000	0,626	1,598
	SMB	-0,369	0,056	-0,153	-6,578	0,000	0,836	1,195
	HML	0,382	0,089	0,133	4,269	0,000	0,466	2,145
	WML	-0,233	0,076	-0,094	-3,082	0,003	0,487	2,054

a. Dependent Variable: Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri

Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç) için Carhart4FM'nin regresyon sonuçları Tablo 5.19'da yer almaktadır. Model istatistiksel olarak anlamlıdır ($F=6045,465$, $p<0,05$). Düzeltilmiş R^2 değeri 0,995'dir. Buna göre bağımlı değişkendeki değişimin %99,5'lik kısmı bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır. R_m-R_f değişkeni anlamlıdır ($\beta=0,958$, $p<0,05$); SMB değişkeni anlamlıdır ($\beta=0,048$, $p<0,05$); HML değişkeni anlamlı ve negatiftir ($\beta=-0,035$, $p<0,05$); WML değişkeni anlamlı ve pozitiftir ($\beta=0,029$, $p<0,05$); regresyon sabiti (constant) anlamlı ve negatiftir ($\alpha=-0,002$, $p<0,05$). Durbin-Watson istatistiği ($d=2,113$), VIF değerleri (R_m-R_f; VIF=1,598; SMB, VIF=1,195; HML, VIF=2,145; WML, VIF=2,054) ve tolerans değerleri beklenen sınırlar içindedir.

Tablo 5.19. Carhart4F Modeli Regresyon Sonuçları/ Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç)

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,997a	0,995	0,995	0,006	2,113

a. Predictors: (Constant), WML, SMB, Rm-Rf, HML
b. Dependent Variable: Diğer Portföy Fazla Getiri

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0,882	4	0,220	6045,465	,000b
	Residual	0,005	127	0,000		
	Total	0,887	131			

a. Dependent Variable: Diğer Portföy Fazla Getiri
b. Predictors: (Constant), WML, SMB, Rm-Rf, HML

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-0,002	0,001		-3,821	0,000		
	Rm-Rf	1,008	0,009	0,958	118,201	0,000	0,626	1,598
	SMB	0,134	0,020	0,048	6,814	0,000	0,836	1,195
	HML	-0,118	0,031	-0,035	-3,759	0,000	0,466	2,145
	WML	0,085	0,027	0,029	3,194	0,002	0,487	2,054

a. Dependent Variable: Diğer Portföy Fazla Getiri

Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil) için Carhart4FM'nin regresyon sonuçları Tablo 5.20'de yer almaktadır. Model istatistiksel olarak anlamlıdır (F= 344,980, p<0,05). Düzeltilmiş R^2 değeri 0,913'dür. Buna göre bağımlı değişkendeki değişimin %91,3'lük kısmı bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır. Bankalar dahil bakıldığında modelin açıklayıcılık oranının düştüğü görülmektedir. R_m-R_f değişkeni anlamlıdır (β=1,044, p<0,05); SMB değişkeni anlamlıdır ve katsayısı negatiftir (β=-0,128, p<0,05); HML değişkeni anlamlıdır ve pozitiftir (β=0,103, p<0,05); WML değişkeni anlamsız ve negatiftir (β=-0,073, p>0,05); Regresyon sabiti (constant) anlamlı ve pozitiftir (α= 0,005, p<0,05). Durbin-Watson istatistiği (*d*=2,093), VIF değerleri (R_m-R_f, VIF=1,495; SMB, VIF=1,149; HML, VIF=2,083; WML, VIF=2,098) ve tolerans değerleri beklenen sınırlar içindedir.

Tablo 5.20. Carhart4FM Regresyon Sonuçları/ Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil)

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,957a	0,916	0,913	0,020	2,093

a. Predictors: (Constant), WML, SMB, Rm-Rf, HML
b. Dependent Variable: Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0,550	4	0,138	344,980	,000b
	Residual	0,051	127	0,000		
	Total	0,601	131			

a. Dependent Variable: Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri
b. Predictors: (Constant), WML, SMB, Rm-Rf, HML

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	0,005	0,002		2,620	0,010		
	Rm-Rf	0,921	0,028	1,044	33,132	0,000	0,669	1,495
	SMB	-0,298	0,064	-0,128	-4,624	0,000	0,870	1,149
	HML	0,278	0,100	0,103	2,777	0,006	0,480	2,083
	WML	-0,176	0,090	-0,073	-1,959	0,052	0,477	2,098

a. Dependent Variable: Marka Değeri Yüksek Portföy Fazla Getiri

"Diğer Şirketler Portföyü" (Bankalar Dahil) için Carhart4FM'nin regresyon sonuçları Tablo 5.21'de yer almaktadır. Model istatistiksel olarak anlamlıdır ($F=3408,540$, $p<0,05$). Düzeltilmiş R^2 değeri 0,990'dır. Buna göre bağımlı değişkendeki değişimin %99'luk kısmı bağımsız değişkenler tarafından açıklanmaktadır. R_m-R_f betası anlamlıdır ($\beta=0,966$, $p<0,05$); SMB betası anlamlıdır ($\beta=0,042$, $p<0,05$); HML betası anlamsızdır ($\beta=-0,023$, $p>0,05$); WML betası anlamlı ve pozitiftir ($\beta=0,025$, $p<0,05$); regresyon sabiti (constant) anlamlı ve negatiftir ($\alpha=-0,002$, $p<0,05$). Durbin-Watson istatistiği ($d=2,147$), VIF değerleri (R_m-R_f, VIF=1,495; SMB, VIF=1,149; HML, VIF=2,083; WML, VIF=2,098) ve tolerans değerleri beklenen sınırlar içindedir.

Tablo 5.21. Carhart4FM Regresyon Sonuçları/ Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil)

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,995a	0,991	0,990	0,008	2,147

a. Predictors: (Constant), WML, SMB, Rm-Rf, HML

b. Dependent Variable: Diğer Portföy Fazla Getiri

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0,872	4	0,218	3408,540	,000b
	Residual	0,008	127	0,000		
	Total	0,880	131			

a. Dependent Variable: Diğer Portföy Fazla Getiri

b. Predictors: (Constant), WML, SMB, Rm-Rf, HML

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-0,002	0,001		-2,363	0,020		
	Rm-Rf	1,032	0,011	0,966	92,681	0,000	0,669	1,495
	SMB	0,120	0,026	0,042	4,644	0,000	0,870	1,149
	HML	-0,077	0,040	-0,023	-1,910	0,058	0,480	2,083
	WML	0,074	0,036	0,025	2,038	0,044	0,477	2,098

a. Dependent Variable: Diğer Portföy Fazla Getiri

5.8.7. Regresyon sonuçları özet

Regresyon varsayımlarına ilişkin portföy bazlı özet bilgiler Tablo 5.22'de sunulmuştur. Verilerin normal dağıldığı varsayımı ile öncelikle değişkenler arasındaki ilişkiler Spearman korelasyon katsayıları açısından (Tablo 5.8 ve Tablo 5.9) test edilmiştir. Daha sonra verilerin regresyon analizleri yapılmıştır. Model bazında regresyon varsayımları açısından değerlendirildiğinde her üç model de anlamlı çıkmıştır. Portföyler hem Bankalar hariç, hem de dahil değerlendirildiğinde, düzeltmiş R^2 değerleri ilk modelden başlayarak (sırasıyla SVFM, FF3FM ve Carhart4FM) artmıştır ve bu artış "Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü" açısından daha yüksek bir oranda gerçekleşmiştir. Bankalar hariç değerlendirildiğinde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücü daha yüksek çıkmakta ve aynı zamanda da bağımsız değişkenlerin beta katsayıları her üç model için de ve her iki portföy açısından da anlamlı çıkmaktadır. Bankalar dahil değerlendirmede Carhart4FM'de "Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü" için WML değişkeni anlamsız,

"Diğer Şirketler Portföyü" için ise HML değişkeni anlamsız çıkmıştır. Her üç model için de Durbin-Watson, Tolerans ve VIF değerleri beklenen sınırlar dahilindedir.

Tablo 5.22. Regresyon Varsayımlarına İlişkin Portföy Bazlı Özet Tablo

Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç)

Model	F	Sig.	Adj. R^2	D-W	Ind. Var.	Sig. K-S	Sig. Coeff.	Tol.	VIF
SVFM	1255,2	0,000	0,905	1,929	Rm-Rf	0,000	0,000	1,000	1,000
FF3FM	646,3	0,000	0,937	2,078	Rm-Rf	0,000	0,000	0,647	1,546
					SMB	0,000	0,000	0,963	1,038
					HML	0,000	0,000	0,645	1,550
Carhart4FM	519,3	0,000	0,941	2,098	Rm-Rf	0,000	0,000	0,626	1,598
					SMB	0,000	0,000	0,836	1,195
					HML	0,000	0,000	0,466	2,145
					WML	0,000	0,003	0,487	2,054

Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Hariç)

Model	F	Sig.	Adj. R^2	D-W	Ind. Var.	Sig. K-S	Sig. Coeff.	Tol.	VIF
SVFM	15402,2	0,000	0,992	1,927	Rm-Rf	0,000	0,000	1,000	1,000
FF3FM	7517,0	0,000	0,994	2,081	Rm-Rf	0,000	0,000	0,647	1,546
					SMB	0,000	0,000	0,963	1,038
					HML	0,000	0,000	0,645	1,550
Carhart4F	6045,5	0,000	0,995	2,113	Rm-Rf	0,000	0,000	0,626	1,598
					SMB	0,000	0,000	0,836	1,195
					HML	0,000	0,000	0,466	2,145
					WML	0,000	0,002	0,487	2,054

Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil)

Model	F	Sig.	Adj. R^2	D-W	Ind. Var.	Sig. K-S	Sig. Coeff.	Tol.	VIF
SVFM	1035,2	0,000	0,888	2,016	Rm-Rf	0,000	0,000	1,000	1,000
FF3FM	448,74	0,000	0,911	2,142	Rm-Rf	0,000	0,000	0,702	1,425
					SMB	0,000	0,000	0,986	1,014
					HML	0,000	0,000	0,708	1,413
Carhart4FM	344,98	0,000	0,913	2,093	Rm-Rf	0,000	0,000	0,669	1,495
					SMB	0,000	0,000	0,870	1,149
					HML	0,000	0,006	0,480	2,083
					WML	0,000	0,052	0,477	2,098

Diğer Şirketler Portföyü (Bankalar Dahil)

Model	F	Sig.	Adj. R^2	D-W	Ind. Var.	Sig. K-S	Sig. Coeff.	Tol.	VIF
SVFM	11015	0,000	0,988	2,076	Rm-Rf	0,000	0,000	1,000	1,000
FF3FM	4434	0,000	0,990	2,199	Rm-Rf	0,000	0,000	0,702	1,425
					SMB	0,000	0,000	0,986	1,014
					HML	0,000	0,000	0,708	1,413
Carhart4FM	3408,5	0,000	0,990	2,147	Rm-Rf	0,000	0,000	0,669	1,495
					SMB	0,000	0,000	0,870	1,149
					HML	0,000	0,058	0,480	2,083
					WML	0,000	0,044	0,477	2,098

Regresyon sonuçlarına ilişkin portföy bazlı özet tablo Tablo 5.23'de sunulmuştur. Buna göre regresyon sonuçları şu şekilde özetlenebilir:

Portföyler Bankalar hariç değerlendirildiğinde;

SVFM sonuçlarına göre, her iki portföy açısından da model anlamlı, α değerleri anlamsız, piyasa β değeri anlamlıdır. Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün piyasa betasının değeri (β=0,952) diğer portföyün beta değerine (β=0,996) göre daha düşüktür.

FF3FM sonuçlarına göre, her iki portföy açısından model anlamlı ve aynı zamanda α değerleri ve bağımsız değişkenlerin β değerleri anlamlıdır. Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün α değeri anlamlı ve pozitif (α = 0,006, p<0,05), Diğer Şirketler Portföyü'nün α değeri anlamlı ve negatif (α=-0,002, p<0,05) çıkmıştır. Ayrıca, Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün piyasa betasının değeri 1'in üstünde (β =1,068) ve diğer portföyün ise 1'in altındadır (β=0,963). Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün SMB katsayısı negatif ve HML katsayısı pozitif değer almıştır. Diğer Şirketler Portföyü'nde ise SMB katsayısı pozitif ve HML katsayısı negatif çıkmıştır.

Carhart4FM sonuçlarına göre, her iki portföy açısından model anlamlı ve aynı zamanda α değerleri ve bağımsız değişkenlerin β değerleri anlamlıdır. Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün α değeri pozitif (α=0,007, p<0,05), Diğer Şirketler Portföyü'nün α değeri ise negatiftir (α=-0,002). Bunun yanı sıra, Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün piyasa betasının değeri 1'in üstünde (β = 1,083) ve Diğer Şirketler Portföyü'nün ise betası 1'in altında (β=0,958) çıkmıştır. Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün SMB ve WML katsayıları negatif, HML katsayısı pozitif değer almıştır. Diğer Şirketler Portföyü'nde SMB ve WML katsayıları pozitif, HML katsayısı negatif çıkmıştır.

Portföyler Bankalar dahil değerlendirildiğinde;

SVFM sonuçlarına göre, her iki portföy açısından da model anlamlı, α değerleri anlamsız, piyasa β değerleri anlamlıdır. Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün piyasa betasının değeri (β=0,943), Diğer Şirketler Portföyü'nün beta değerinden (β=0,994) düşüktür.

FF3FM sonuçlarına göre, her iki portföy açısından model anlamlı ve aynı zamanda α değerleri ve bağımsız değişkenlerin β değerleri anlamlıdır. Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün α değeri pozitif (α=0,005), Diğer Şirketler Portföyü'nün α değeri (α=-0,002)

ise negatiftir. Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün piyasa betasının değeri 1'in üstünde (β=1,030) ve diğer portföye göre (β=0,971) daha yüksek çıkmıştır. Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün SMB katsayısı negatif, HML katsayısı pozitif değer almıştır. Diğer Şirketler Portföyü'nde ise SMB katsayısı pozitif, HML katsayısı negatif değer almıştır.

Carhart4FM sonuçlarına göre, her iki portföy açısından model anlamlı ve aynı zamanda α değerleri anlamlıdır. Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün α değeri pozitif (α=0,005), Diğer Şirketler Portföyü'nün α değeri ise negatiftir (α=-0,002). Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün piyasa betasının değeri 1'in üzerinde (β =1,044) ve Diğer Şirketler Portföyü'nün ise piyasa betası 1'in altında (β=0,966) çıkmıştır. Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün WML betası anlamsız (p>0,05), Diğer Şirketler Portföyü'nün ise HML betası anlamsız (p>0,05) çıkmıştır. Bu beta değerleri dışında diğer değişkenlerin beta değerleri anlamlıdır. Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün SMB ve WML katsayıları negatif, HML katsayısı pozitif değer almıştır. Diğer Şirketler Portföyü'nün ise SMB ve WML katsayıları pozitif, HML katsayısı negatif değer almıştır.

Tablo 5.23. Portföy Bazlı Regresyon Sonuçları Özet Tablo

Portföy (Bankalar Hariç)	**Model**	**Adj. R^2**	**α**	**Piyasa β**	**SMB β**	**HML β**	**WML β**
Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü	SVFM	0,905	0,000	0,952*			
	FF3FM	0,937	0,006*	1,068*	-0,127*	0,184*	
	Carhart4F	0,941	0,007*	1,083*	-0,153*	0,133*	-0,094*
Diğer Şirketler Portföyü	SVFM	0,992	0,000	0,996*			
	FF3FM	0,994	-0,002*	0,963*	0,04*	-0,051*	
	Carhart4FM	0,995	-0,002*	0,958*	0,048*	-0,035*	0,029*
Portföy (Bankalar Dahil)	**Model**	**Adj. R^2**	**α**	**Piyasa β**	**SMB β**	**HML β**	**WML β**
Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü	SVFM	0,888	0,000	0,943*			
	FF3FM	0,911	0,005*	1,03*	-0,109*	0,145*	
	Carhart4FM	0,913	0,005*	1,044*	-0,128*	0,103*	-0,073
Diğer Şirketler Portföyü	SVFM	0,988	0,000	0,994*			
	FF3FM	0,990	-0,002*	0,971*	0,036*	-0,038*	
	Carhart4FM	0,990	-0,002*	0,966*	0,042*	-0,023	0,025*

Sonuç olarak, Carhart4FM'ye göre elde edilen sonuçlar değerlendirildiğinde *H1a* hipotezi desteklenmiş, *H2a* hipotezi reddedilmiştir.

5.9. Araştırma Bulgularının Diğer Çalışmaların Sonuçlarıyla Kıyaslanması

Bu çalışmada Bankalar hariç veriler araştırmaya baz oluşturduğundan, araştırma bulguları bu kapsamda değerlendirilmiştir. Marka değeri-hissedar değeri ilişkisini benzer şekilde varlık fiyatlama modellerini (FF3FM ve Carhart4FM) kullanarak araştıran diğer çalışmaların da yer aldığı özet bilgiler Tablo 5.24'de sunulmuştur.

Tablo 5.24. Diğer Çalışma Sonuçlarına İlişkin Özet Tablo

	Portföy	**α**	**Piyasa β**	**SMB β**	**HML β**	**WML β**
Bu çalışma	Türkiye Hisse Senetleri Piyasası (BİST) (2010-2020)					
	Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (Carhart4FM)	0.007*	1.083*	-0.153*	0.133*	-0.094*
	Diğer Şirketler Portföyü (Carhart4FM)	-0.002*	0.958*	0.048*	-0.035*	0.029*
	Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü (FF3FM)	0.006*	1.068*	-0.127*	0,184*	
	Diğer Şirketler Portföyü (FF3FM)	-0,002*	0,963*	0,040*	-0,051*	
Bank, Yazar ve Sivri (2020)	Türkiye Hisse Senetleri Piyasası (BİST) (2007-2015)					
	Güçlü marka portföyü (Eşit ağırlıklı)	0.0613**	1.0216***	4.2508***	-0.6989	
	Zayıf marka portföyü (Eşit ağırlıklı)	0.0157	0.9558***	9.8863***	0.9005	
	Güçlü marka portföyü (Piyasa Değeri ağırlıklı)	0.0777***	0.9661***	-1.5466***	-0.5559	
	Zayıf marka portföyü (Piyasa Değeri ağırlıklı)	0.0682**	1.0256***	2.3349***	0.8365	
De Oliveira, Stefanan ve Lobler (2018)	Latin Amerika Hisse Senetleri Piyasası (2004-2013)					
	Değerli markalar	-0.002	0.998*	0.002	-0.204*	-0.0005
	Toplam piyasa	0.000	1.000*	0.0003	1.000*	-0.00009
	İndirgenmiş piyasa	0.001	1.001*	0.200*	-0.0006	0.0036
Dutordoir, Verbeeten ve Beijer (2015)	ABD Hisse Senetleri Piyasası (2001-2012)					
	Marka Değeri Değişimi>0	0.002	0.907*	-0.036	- 0.040	
	Marka Değeri Değişimi<0	0.003	1.330*	0.031	- 0.221	
	Toplam piyasa	0.002	1.057*	-0.013	-0.154*	

Billet, Jiang ve Rego (2014)	ABD Hisse Senetleri Piyasası (2000-2006)					
	Yüksek bilinirlik ve prestij	-0.000	0.77*	-0.260*	0.100	
	Düşük bilinirlik ve prestij	0.001	1.180*	-0.255	0.117	
Johansson, Dimofte ve Mazvancheryl (2012)	ABD Hisse Senetleri Piyasası (2008)					
	Değerli markalar		-0.601*	0.221	-0.243*	
Fehle, Fournier, Madden ve Shrider (2008)	ABD Hisse Senetleri Piyasası (1994-2006)					
	Değerli markalar	0.23	0.85*	-0.46*	-0.52*	-0.010
	İndirgenmiş piyasa	–0.05	1.04*	0.11*	0.13*	0.004
Madden, Fehle ve Fournier (2006)	ABD Hisse Senetleri Piyasası (1994-2000)					
	Değerli markalar	0.57*	0.85*	-0.36*	-0.36*	0.00
	Toplam piyasa	0.00	1.00*	0.00	0.00	0.00
	İndirgenmiş piyasa	-0.25*	1.07*	0.18	0.18	0.01

FF3FM kapsamında, bu çalışmada Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün α değeri pozitif (α=0.006), diğer şirketlerin α değeri negatif (α =-0,002) sonuç verirken, Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün betası ise 1'in üzerinde (β=1.068) ve diğer portföye göre (β=0,963) daha yüksek çıkmıştır. Bir başka deyişle, Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün fazla getirisi, Diğer Şirketler Portföyü'ne göre yüksek çıkarken, risk açısından ise durum tam tersidir. Dolayısıyla, marka değerinin hissedar değerine etkisi getiri anlamında teyit edilirken, marka değeri risk açısından hissedar değerine katkı sağlamamaktadır. Ayrıca Marka Değeri Yüksek Şirketler açısından SMB değişkeninin negatif katsayıya sahip olması, marka değeri yüksek şirketlerin piyasa değeri açısından nispeten büyük şirketlerden oluştuğu dikkate alındığında beklenen bir durumdur. HML değişkeninin pozitif katsayıya sahip olması ise marka değeri yüksek şirketlerin piyasa değerleri defter değerlerine göre yüksek olmasına rağmen daha yüksek getiriler elde edebildiğini göstermektedir. FF3FM kapsamında diğer çalışmalar, hem risk ve getiri değerlendirmeleri açısından, hem de modelin üç değişkeninin portföyün fazla getirisini açıklama konusunda karışık sonuçlar vermiştir. Johansson ve arkadaşları (2012), ABD piyasasına yönelik çalışmalarında, değerli markaların performansını ölçümlemişlerdir. Araştırma sonucuna göre piyasa betası anlamlı ve negatif (β=-0,601), HML değişkeni anlamlı ve negatif çıkmış, bununla birlikte SMB değişkeni anlamlı çıkmamıştır. Billet ve arkadaşlarının (2014), ABD piyasasına yönelik çalışmasında yüksek bilinirlik ve prestij ve düşük bilinirlik ve prestij kriterlerine göre iki portföyü kıyaslamışlardır. Her iki portföy için

de α değerleri anlamlı çıkmamış, piyasa betası yüksek bilinirlik ve prestije sahip şirketler için anlamlı ve 1'in altında (β=0,77), diğer portföyün piyasa betası ise anlamlı ve 1'in üstünde (β=1,180) çıkmıştır. Ayrıca, yüksek bilinirlik ve prestije sahip şirketler açısından SMB katsayısı anlamlı ve negatif çıkmış, HML katsayısı anlamsız çıkmıştır. Diğer portföyde ise piyasa betası dışındaki betalar anlamsız çıkmıştır. Dutordoir ve arkadaşları (2015), marka değeri değişimine göre portföyler arasındaki performansı kıyaslamışlardır. Çalışmada α değerleri anlamlı çıkmamış, marka değeri değişimi>0 olan portföyün betası anlamlı (β=0.907) ve diğer portföyün betasına (β=1.330) göre düşük çıkmıştır. Modelde ayrıca diğer değişkenlerin her iki portföy için de piyasa betası dışındaki değişkenler anlamlı çıkmamıştır. Bank ve arkadaşlarının (2020), Türkiye piyasasında BİST endeksi için yaptıkları çalışmada ise portföyler hem piyasa değerine göre ağırlıklandırılarak hem de eşit ağırlıklı şekilde ölçümlenmiştir. Eşit ağırlıklı değerlendirmede güçlü marka portföyünün α değeri anlamlı ve 0'ın üstünde (α=0.0613) çıkmış, ancak diğer portföyün α değeri anlamlı çıkmamıştır. Ayrıca güçlü marka portföyünün piyasa betası 1'in üstünde (β=1.0216) çıkarken, zayıf marka portföyünün beta değeri 1'in altında (β=0.9558) çıkmıştır. HML değişkeni her iki portföy için de anlamlı çıkmamıştır. Piyasa değeri ağırlıklı değerlendirmede her iki portföyün α değerleri anlamlı ve birbirine yakın çıkmıştır (Güçlü marka portföyü, α=0.0777; Zayıf marka portföyü, α=0.0682). Ayrıca güçlü marka portföyünün piyasa betası 1'in altında çıkarken, zayıf marka portföyünün piyasa betasının değeri 1'in üstünde çıkmıştır. Piyasa ağırlıklı değerlendirmede de HML değişkenleri anlamlı çıkmamıştır.

Carhart4FM kapsamında, bu çalışmada marka değeri yüksek şirketlerin α değeri pozitif (α =0.007), diğer şirketlerin α değeri negatif (α =-0,002) çıkmış; marka değeri yüksek şirketlerin piyasa betası 1'in üzerinde (β=1.083) ve diğer portföyün piyasa betası ise 1'in altında (β=0,958) çıkmıştır. Bir başka deyişle, bu modelde de FF3FM'de olduğu gibi, Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün fazla getirisi, Diğer Şirketler Portföyü'ne göre yüksek çıkarken, risk açısından ise tam tersi bir durum ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla, marka değeri hissedar değerine getiri anlamında olumlu katkı sağlarken, marka değeri risk açısından hissedar değerini olumlu şekilde etkilememektedir. Ayrıca SMB ve WML değişkenlerinin negatif katsayıya sahip olması, bu değişkenlerin birer risk faktörü olarak marka değeri yüksek olan şirketlerin getirisine olan negatif etkisini göstermektedir. HML değişkeninin pozitif çıkması ise marka değeri yüksek şirketlerin DD/PD oranları düşük olmasına rağmen getirilerinin yüksek olduğunu göstermektedir. Carhart4FM kapsamındaki diğer çalışmaların sonuçları, FF3FM'de olduğu gibi hem risk ve getiri değerlendirmeleri açısından hem de

değişkenlerin portföyün fazla getirisini açıklama gücü konusunda karışık sonuçlar vermiştir. Madden ve arkadaşlarının (2006) çalışmasında, değerli markalar ve indirgenmiş piyasa performansı karşılaştırıldığında, değerli markalar portföyünün α değeri anlamlı ve pozitif (α =0.57), indirgenmiş piyasa portföyünün α değeri ise anlamlı ve negatif (α=-0.25) çıkmıştır. Değerli markalar portföyünün piyasa betası 1'in altında (β=0.85), diğer portföyün ise 1'in üstünde çıkmıştır (β=1.07). Ayrıca değerli markalar için Dört Faktörlü Model'in SMB ve HML katsayıları da anlamlı ve negatif değer almış, WML betası anlamlı çıkmamıştır. İndirgenmiş piyasa portföyü için ise piyasa betası dışındaki diğer betalar anlamsız çıkmıştır. Fehle ve arkadaşlarının (2008) çalışmasında değerli markalar ve indirgenmiş piyasa portföyleri için α değerleri anlamlı çıkmamış, piyasa betası değerli markalar için 1'in altında (β=0.85), indirgenmiş piyasa portföyü için 1'in üstünde (β=1.04) çıkmıştır. Ayrıca, WML betası her iki portföy için de anlamsız olmakla birlikte, SMB ve HML değişkenleri anlamlıdır. Ayrıca değerli markalar portföyündeki SMB ve HML değişkenleri negatif değer almıştır. De Oliveira ve arkadaşlarının (2018) Latin Amerika ülkeleri piyasaları için yaptıkları çalışmada değerli markalar portföyü ve indirgenmiş piyasa portföyü için α değerleri anlamlı çıkmamış, değerli markalar portföyünün piyasa betası (β=0.998) 1'in altında, indirgenmiş piyasa portföyünün betası ise 1 seviyesinde (β=1.001) çıkmıştır. Her iki portföyde de SMB ve WML değişkenleri anlamsızdır ve değerli markalar portföyü için HML betası anlamlı ve negatif değer almıştır. İndirgenmiş Piyasa Portföyü için HML ve WML değişkenleri anlamsız çıkmıştır.

6. SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmada marka değerinin hissedar değerine etkisi, Carhart Dört Faktörlü Model temelinde ölçümlenmiş, ayrıca varlık fiyatlama modelleri arasında bir karşılaştırma yapılabilmesi açısından Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli ve Fama-French Üç Faktörlü Model de analizlere dahil edilmiştir. Bu üç modelin, portföy getirilerini açıklama performansları değerlendirildiğinde, açıklayıcılık oranı SVFM, FF3FM ve Carhart4FM için sırasıyla artan bir oranda gerçekleşmiştir.

Üç model performansları açısından değerlendirildiğinde, SVFM genel anlamda kıyas portföylerinin risklerine ilişkin olarak bir fikir vermekle birlikte, getirilerine ilişkin anlamlı bir sonuç vermemiştir. Çünkü kesişim, yani α, her iki portföy için de anlamlı değildir. Ayrıca Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün riski (β) piyasa riskinin altında çıkmıştır. SVFM'ye yönetilen eleştirilerden birisi de piyasa betasının tek başına varlıklardan beklenen fazla getiriyi açıklayamadığı yönündedir. SVFM'nin büyüklük ve değer etkileri gibi piyasa anormalliklerini yakalamadığı yönündeki eleştirilere yönelik olarak Fama ve French (1993), modele değişkenler ekleyerek Üç Faktörlü Modeli geliştirmişlerdir. Bu nedenle araştırmamızın ikinci adımında portföylerin performansı FF3FM ile değerlendirilmiştir.

Fama-French Üç Faktörlü Model'in regresyon sonuçlarına ilişkin olarak ise modelin portföy getirilerini daha yüksek bir oranda açıklama gücüne sahip olmasının yanısıra, risk ve getiri anlamında da daha net sonuçlar ortaya koyduğu görülmüştür. Buna göre, Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün getirisi, piyasa getirisinin üzerinde ($\alpha > 0$) ve yatırım riski piyasa riskinin üzerinde ($\beta > 1$) gerçekleşmiştir. Diğer Şirketler Portföyü'nün ise getirisi piyasa getirisinin altında ($\alpha < 0$), riski de piyasa riskinin altında $\beta < 1$ gerçekleşmiştir. Her iki portföy için de büyüklük ve DD/PD faktörleri getirilerin açıklanmasına anlamlı bir şekilde katkı sağlamıştır. FF3FM, özellikle momentum faktörünü açıklayamadığı yönünde eleştiriler almış, bunun bir sonucu olarak Carhart (1997) modele dördüncü değişken olarak momentum faktörünü eklemiştir. Bu nedenle araştırmamızın üçüncü adımında, marka-hissedar değeri ilişkisi momentum faktörü eklenerek analiz edilmiştir.

Carhart4FM'nin regresyon sonuçları, kıyas portföylerinin risk ve getirilerini açıklamak konusunda FF3FM'nin sonuçlarını bir adım daha öteye taşımıştır. "Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü" için fazla getirileri açıklama oranı FF3FM'de R^2=0,937 iken Carhart4FM'de bu oran artarak R^2=0,941 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca FF3FM'de olduğu

gibi “Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü”nün getirisi, piyasa getirisinin üzerinde (α> 0) ve aynı zamanda yatırım riski de piyasa riskinin üzerinde ($\beta > 1$) gerçekleşirken, “Diğer Şirketler Portföyü”nün getirisi piyasa getirisinin altında (α< 0) ve riski de piyasa riskinin altında $\beta < 1$ gerçekleşmiştir.

Araştırmanın diğer önemli bir çıktısı, Carhart4FM kapsamında tüm açıklayıcı değişkenlerin, her iki portföy için de büyüklük ve DD/PD faktörlerinin yanı sıra momentum faktörü de dahil olmak üzere portföy getirilerinin açıklanmasına anlamlı bir şekilde katkı sağladığının ortaya konulmuş olmasıdır. Risk faktörlerinin modelin açıklayıcı gücüne olan anlamlı katkısının yanı sıra, katsayılarının yönü de Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü’nün getirisini yorumlamak açısından net bulgular ortaya koymuştur. Bu sonuçlar Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü açısından şu şekilde yorumlanabilir:

- Negatif SMB *(Büyüklük risk primi),* marka değeri yüksek olan şirketlerin daha yüksek piyasa değerine sahip olduğunu ve pozitif α ise buna paralel olarak daha fazla getiri elde edebildiğini göstermektedir. Fama ve French (1992), hisse senedi getirilerinin büyüklükle negatif ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Fama ve French’e (1993) göre “küçük” hisse senetleri piyasadan daha iyi performans gösterme eğilimindedir.

- Pozitif HML *(DD/PD faktör risk primi),* marka değeri yüksek olan şirketlerin DD/PD oranlarının daha düşük olmasına rağmen, pozitif alfa buna paralel olarak daha fazla getiri elde edebildiğini göstermektedir. Fama ve French (1992), hisse senedi getirilerinin DD/PD oranlarıyla pozitif ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Fama ve French’e (1993) göre, “değer” hisse senetleri (DD/PD yüksek hisse senetleri) piyasadan daha iyi performans gösterme eğilimindedir. Diğer yandan, Daniel ve Titman (1997), SMB ve HML portföylerindeki faktör yüklerinden ziyade firma özelliklerinin beklenen getirileri belirlediğini öne sürmüştür. Pozitif HML değeri, marka değeri yüksek şirketler açısından marka değerinin olumlu etkisine işaret etmekte, bu şirketlerin DD/PD oranı düşük olsa da piyasadan daha yüksek performans gösterme eğiliminde olduğunu göstermektedir.

- Negatif WML *(Momentum primi)* ise Kazanan (Winner) durumundaki şirketlerin Kaybeden (Loser) durumundaki şirketlere göre bazı aylarda daha

az getiri sağladığını göstermektedir. Bir başka deyişle, kazanan durumundaki marka değeri yüksek şirketler, bazı aylarda daha az getiri sağlamıştır.

Bu çalışmada tüm faktörlerin anlamlı çıkması, çalışmayı bu alandaki diğer çalışmalardan ayrıştırmaktadır. Çünkü diğer çalışmalarda büyüklük, DD/PD ve momentum betalarının tek bir çalışmada yalnızca bazı portföylerde anlamlı olduğu görülmektedir. Ayrıca faktör katsayıları açısından değerlendirildiğinde, değerli markalardan oluşan portföyde önemli bir büyüklük primi (SMB) bildiren dört çalışmada da (Billet ve diğer., 2014; Fehle ve diğer., 2008; Madden ve diğer., 2006; Bank ve diğer., 2020) benzer şekilde negatif bir beta (SMB) değeri ortaya çıkmıştır. Değerli markalardan oluşan portföylerin nispeten büyük şirketlerden oluştuğu dikkate alındığında, büyüklük priminin betasının negatif değer alması beklenen bir durumdur. Madden ve arkadaşlarına (2006) göre de değerli markalar portföyü nispeten büyük şirketlerden oluştuğu için beta büyüklük priminde negatif değer beklenebilir. Yine değerli markalar portföyünde anlamlı bir DD/PD betası bulan çalışmalarda (Fehle ve diğer., 2008; Johansson ve diğer., 2012; Madden ve diğer., 2006; De Oliveira ve diğer., 2018) değerli markalardan oluşan portföylerin negatif beta (HML) değerleri sunduğu görülmektedir. Bank ve arkadaşlarının (2020) çalışmasında, HML değerleri anlamlı çıkmamıştır. Madden ve arkadaşlarına göre daha yüksek marka değerine sahip bir firma, daha düşük veya hiç markası olmayan başka bir firmadan daha düşük bir DD/PD oranı göstermelidir (Madden ve diğer., 2006). Bu çalışmada, HML değerinin pozitif çıkması, marka değeri yüksek şirketlerin DD/PD rasyoları düşük olsa da daha fazla getiri elde edebildiklerini göstermektedir. Momentum primine ilişkin olarak ise Carhart'ın Dört Faktörlü Modeli'ni kullanan diğer üç çalışmada da momentum primi anlamlı çıkmamıştır (Madden ve diğer., 2006; Fehle ve diğer., 2008; De Oliveira ve diğer., 2018). Momentum, kısa vadeli getirilerin kalıcılığının etkisini analiz etmek açısından bir göstergedir. Diğer çalışmalar momentum etkisi anlamlı olmadığı için bu analiz mümkün olmamıştır. Bu çalışmanın sonuçları ise kazanan (Winner) durumundaki şirketlerin kaybeden (Loser) durumundaki şirketlere göre bazı aylarda daha az getiri sağladığını göstermiştir.

Araştırma sonuçlarına göre özetle, Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün getirisinin Diğer Şirketler Portföyü'ne oranla yüksek olması, marka değerinin hissedar değerini artırdığını gösterirken, Marka Değeri Yüksek Şirketler Portföyü'nün riskinin piyasa riskinin üzerinde çıkması, marka değerinin hissedarlar açısından riski azaltıcı bir etkisi bulunmadığını göstermektedir. Çalışmada ele alınan ilk model olan SVFM modelinde değerli markaların riski piyasa riskinin altında gerçekleşirken, FF3FM ve Carhart4FM ile

riskler kontrol edildiğinde, bu şirketlerin yatırım riski piyasa riskinin üzerine çıkmaktadır. Bu sonuç, finans teorisi açısından değerlendirildiğinde beklenen bir durumdur. Çünkü Sermaye Varlıkları Modeli'ne göre beklenen getiri ile risk arasında doğrusal bir ilişki vardır. Yatırımcı belirli bir getiri seviyesindeki riski minimize etmeye çalışmakta, daha fazla getiri sağlamak için daha yüksek riske katlanmaktadır. SVFM'den türeyen FF3FM ve Carhart4FM gibi çok faktörlü modeller de yüksek getiriyi yüksek riskin bir ödülü olarak görmekle birlikte, riskleri çok boyutlu olarak değerlendirmişlerdir.

Çalışmanın sonuçları finans bakış açısına göre yüksek getiri ve yüksek risk bağlantısını desteklerken, pazarlama literatüründe markalar gibi piyasa temelli varlıkların, firmaların getirilerini artırdığı ve aynı zamanda bu getirilerle ilgili riskleri azalttığına yönelik görüşlere (Srivastava ve diğer., 1998; Fornell ve diğer., 2006) ilişkin olarak ise farklı bir bakış açısı getirmektedir. Çünkü araştırma bulguları, değerli markaların yüksek getiri ile hissedar değerine katkı sağladığını ancak bunu daha az riskle yapmadığını, yüksek bir riskin karşılığı olarak yaptığını göstermiştir. Bu anlamda, Madden ve arkadaşlarının (2006), çalışması hem getiri hem de risk açısından marka değerinin etkisini destekler niteliktedir. Yazarlar, Dört Faktörlü Model kullanarak değerli markaların düşük bir yatırım riski ve yatırımcıların beklediğinden daha yüksek getiri sunarak hissedar değerini artırabileceğini göstermişlerdir. Bununla birlikte, bu sonuca Madden'in diğer çalışması da (Fehle ve diğer., 2008) dahil olmak üzere diğer çalışmaların hiçbirinde ulaşılamamıştır. Ayrıca Madden ve arkadaşlarının çalışmasında "Değerli markalar portföyü" için Dört Faktörlü Model'in dördüncüsü olan WML değişkeni anlamlı çıkmamış, "İndirgenmiş piyasa portföyü" açısından da üç faktör (SMB, HML ve WML) anlamlı çıkmamıştır.

Marka-hissedar değeri ilişkisine yönelik varlık fiyatlama modellerine dayalı çalışmalarda, Madden ve arkadaşlarının (2006) çalışması dışında "Marka değeri yüksek şirketler" açısından yüksek getiri ve düşük riskin aynı anda var olması durumu gözlemlenen bir sonuç değildir. Çünkü, öncelikle çoğu çalışmada portföy getirileri (α) anlamlı çıkmamıştır (Örneğin; Billet ve diğer., 2014; Dutordoir ve diğer., 2015; Fehle ve diğer., 2008; De Oliveira ve diğer., 2018; Johansonn ve diğer., 2012). Kesişimin anlamlı çıkmadığı bu çalışmalarda, değerli markaların riskinin diğer portföye ve piyasaya göre düşük olduğu ifade edilmiştir.

Madden ve arkadaşlarının (2006) çalışmasında olduğu gibi kesişim ve beta değerlerinin aynı modelde anlamlı çıktığı bir diğer çalışma 2007-2015 yıllarını kapsayacak

şekilde Türkiye BİST endeksine yönelik olarak yapılmış olan Bank ve arkadaşlarının (2020) çalışmasıdır. Bu çalışmada güçlü markalar için piyasa değeri ağırlıklı bakıldığında piyasanın altında bir risk oluştuğu görülmekle birlikte, her iki kıyas portföyü de pozitif alfa değeri almış ve dolayısıyla portföylerin gerçekleşen getirileri beklenen getirilerinin üzerinde çıkmıştır. Bank ve arkadaşları (2020), varlık fiyatlama modelleri üzerinden farklı ağırlıklandırma yöntemleriyle yapılan analizlerin, güçlü markalardan oluşan bir portföyün hissedarlar için önemli ölçüde düşük piyasa riski ile önemli ölçüde anormal getiriler sağlayabileceğini ortaya çıkarmasına rağmen, Brand Finance tarafından yayınlanan marka değerlerinin, bu değerin büyüklüğü dikkate alındığında Türkiye borsasında tam olarak fiyatlanmadığı sonucuna varmışlardır. Bank ve arkadaşlarının (2020) çalışmasının yanı sıra, farklı yöntemlerle Türkiye özelinde yapılan diğer çalışmalarda da (Başgöze ve diğer., 2016; Bayrakdaroğlu ve Mirgen, 2016), çalışmamız paralelinde marka değeri ile hisse senedi getirileri arasındaki pozitif yönlü ilişkiyi destekler nitelikte sonuçlara ulaşılmıştır.

Türkiye piyasası bağlamında değerli markalar ve hissedar değeri yaratımı arasındaki ilişkiyi Carhart (1997) modeli üzerinden değerlendiren bir çalışmanın şu ana kadar yapılmamış olması ve Türkiye piyasasında FF3FM üzerinden Bank ve arkadaşlarının (2020) çalışmasında marka değerlerinin, Türkiye borsasında tam olarak fiyatlanmadığı sonucuna varıldığı göz önünde bulundurulduğunda, bu çalışmada elde edilen net sonuçların hem Türkiye örneği açısından, hem gelişmekte olan ülkeler bağlamında literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Ayrıca, araştırma bulguları modelde yer alan dört değişken açısından da anlamlı sonuçlar verdiğinden, marka değeri ve hissedar değeri ilişkisine yönelik çalışmalarda, Carhart4FM'nin geçerliliğine yönelik bir ispat oluşturduğu söylenebilir. Çünkü bu alandaki diğer çalışmalarda değerli markalar portföyünün değerlendirilmesinde getiri ve risk ilişkisi açısından dört risk faktörünün birden anlamlı olduğu gösterilmemiştir. Bunun yanı sıra, hissedar değeri açısından genel risk değerlendirmesinde SVFM en fazla bilinen model iken, marka değerinin etkileri açısından firma performansının değerlendirilmesinde FF3FM ile Carhart4FM'nin diğer risk faktörlerini de değerlendirmeye alarak, daha hassas bir değerlendirme sunduğu söylenebilir.

Çalışmanın genel anlamda finans literatürüne katkısı değerlendirildiğinde, bir portföy davranışının tümü için Carhart4FM ile dört faktörün bir arada hesaplanmasının güçlü bir ispat oluşturduğu söylenebilir. Pazarlama ve finans açısından ise, marka değerinin hissedar değerini artırmadaki rolünün somut verilerle desteklenmesi, işletmelerde hem pazarlama hem de finans açısından, hissedar değerinin artırılması konusunda marka değerine verilmesi

gereken önemi vurgulamaktadır. Pazarlama yöneticilerinin markalaşmanın değerini net finansal terimlerle kanıtlama konusunda zorlandığı (Doyle, 2000; Lehmann, 2004) göz önünde bulundurulduğunda, bu çalışmanın pazarlama-finans arasındaki boşluğu disiplinler arası bir bakış açısıyla birleştirerek, genel olarak pazarlama işlevinin değer temelli olarak yeniden tanımlanmasına ilişkin tartışmalara da katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Araştırmanın sonuçları, marka değeri oluşturmaya yönelik uzun vadeli yatırımlarını haklı çıkarmak ve pazarlama işlevinin, sadece ürün yönetiminden sorumlu olma ve müşteri değeri yaratma ile sınırlı olmadığını göstermek açısından pazarlama yöneticilerini destekleyici ve cesaretlendirici yöndedir. Marka değerinin, hissedar değeri yaratma konusundaki katkısının ortaya çıkarılmasına yönelik bu tür disiplinler arası çalışmaların, pazarlama açısından değer temelli bir pazarlama anlayışını odağına alarak, pazarlama ve finans disiplinleri arasında birleştirici bir rol oynayacağı düşünülmektedir. Bu tür bir yaklaşımın aynı zamanda, uygulamada da üst düzey şirket yöneticileri, pazarlamacılar ve finansçılar arasındaki görüş ayrılıklarının da daha bütüncül ve sinerjik bir bakış açısına doğru yönlendirilmesine ve aynı zamanda marka kavramının satış alanından değer alanına evrilmesine katkı sağlayacağı görüşündeyiz.

Araştırma sınırlılıkları açısından değerlendirildiğinde, Carhart4FM'nin çıkarımları kıyas portföylerinin seçimine duyarlıdır ve ihmal edilen değişken yanlılığına (omitted variable bias) tabidir. Carhart4FM ile risk faktörleri kontrol edilse de marka varlık değerlendirmeleri ile ilişkili farklı faktörler olabileceği ve bu faktörlerin dahil edilmesi ile daha net sonuçlara ulaşılabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Ayrıca araştırma, Türkiye BİST endeksinde işlem gören ve aynı zamanda Brand Finance listesinde yer alan şirketlerle sınırlıdır. Bununla birlikte bu faktörler bulgularımızın genellenebilirliğini etkilese de geçerliliklerini etkilememektedir.

Araştırmanın görgül sonuçları, marka değerinin getirilere katkı sağlayarak hissedar değerini artırmadaki rolünü desteklemektedir. Bununla birlikte, hissedar değeri analizinde geçmişe dönük bir analiz yerine geleceğe dönük bir fikir verme kabiliyeti olan FF3FM ve Carhart4FM gibi varlık fiyatlama modellerine dayalı çalışmaların genel olarak ABD piyasasına yönelik çalışmalar olduğu görülmektedir. Bu bağlamda, markanın hem getiriler açısından hem de bir risk yönetimi aracı olarak hissedar değerine etkisinin, Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalar açısından hem varlık fiyatlama modelleri ile hem de bu modelleri diğer yöntemlerle birleştiren farklı bakış açılarıyla ele alınmasının, alana önemli katkılar sağlayacağı düşünülmektedir.

KAYNAKLAR

Aaker, D. (1990). Brand extensions: The good, the bad, and the ugly. *MIT Sloan Management Review*, *31*(4), 47-56.

Aaker, D. A. (1991). *Managing brand equity: capitalizing the value of a brand name*. New York: The Free Press.

Aaker, D.A. (1992). The value of brand equity. *Journal of business strategy*, *13*(4), 27-32.

Aaker, D.A., (1996a). *Building strong brands*. New York: Free Press.

Aaker, D.A. (1996b). Measuring brand equity across products and markets. *California management Review*, *38*(3), 102-120.

Aaker, D.A. (2014). *Aaker on Branding: 20 Principles That Drive Success*. Morgan James Publishing, New York, NY.

Aaker, D. A. ve Jacobson, R. (2001). The value relevance of brand attitude in high-technology markets. *Journal of Marketing Research*, *38*(4), 485–493.

Aaker, D. A. ve Keller, K. L. (1990). Consumer evaluations of brand extensions. *Journal of marketing*, *54*(1), 27-41.

Aaker, J. L. (1997). Dimensions of brand personality. *Journal of marketing research*, *34*(3), 347-356.

Abele, J., Wright, L. T. ve Pickton, D. (2004). Valuing brands: A critical review of brand valuation models. In *De Montfort University. Conference: Academy of Marketing at University of Gloucester (Vol. 14)*.

Abratt, R. ve Bick, G. (2003). Valuing brands and brand equity: Methods and processes. *Journal of applied management and entrepreneurship*, *8*(1), 21-39.

A.C. Nielsen. (2006). AC Nielsen brand performance. *Presentation prepared by MG Schilken from AC Nielsen and O. Franzen from Konzept & Markt GmbH, Germany*.

Agarwal, M. K. ve Rao, V. R. (1996). An empirical comparison of consumer-based measures of brand equity. *Marketing letters*, *7*(3), 237-247.

Agrawal, J. ve Kamakura, W. A. (1995). The economic worth of celebrity endorsers: An event study analysis. *Journal of marketing*, *59*(3), 56-62.

Ailawadi, K. L. ve Keller, K. L. (2004). Understanding retail branding: conceptual insights and research priorities. *Journal of retailing*, *80*(4), 331-342.

Aksu, M. H. ve Önder, T. (2003). The size and book-to-market effects and their role as risk proxies in the Istanbul Stock Exchange. *Available at SSRN 250919*.

Ambler, T. (1997). How much of brand equity is explained by trust?. *Management decision*, 35(4), 283-292.

Ambler, T. (2000). Marketing metrics. *Business strategy review*, *11*(2), 59-66.

Ambler, T. (2003) *Marketing and the Bottom Line* (2nd ed.). London: FT Prentice-Hall.

Ambler, T. ve Styles, C. (1996). Brand development versus new product development: towards a process model of extension decisions. *Marketing intelligence & planning*, *14* (7), 11.

AMA. **(**2021, 15 Haziran). *Definition of Brand.* https://www.ama.org/the-definition-of-marketing-what-is-marketing/

Ammann, M. ve Steiner, M. (2008). Risk factors for the Swiss stock market. *Swiss Journal of Economics and Statistics*, *144*(1), 1-35.

Anderson, P. (1979). The marketing management/finance interface. *American Marketing Association Educators' Conference*, Chicago: American Marketing Association, 325-329.

Arens, F. (1996). *Contemporary Advertising*. USA: Richard D. Irwin, A. Times Mirror Higher Education Group Inc. Company.

Arıoğlu, E. (2007). Firma büyüklüğü ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin farklı yöntemlerle incelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda uygulamalı bir

analiz (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

Asness, C. S. (1994). Variables that explain stock returns: simulated and empirical evidence (Unpublished Ph.D. dissertation). Graduate School of Business, University of Chicago.

Assael, H. (1995). *Consumer behavior and marketing action*. Cincinnati: South-Westem College Publishing.

Atakan, T. ve Gökbulut, İ. (2010). Üç faktörlü varlık fiyatlandırma modelinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda uygulanabilirliğinin panel veri analizi ile test edilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (45), 180-189.

Atilgan, E., Aksoy, Ş. ve Akinci, S. (2005). Determinants of the brand equity: A verification approach in the beverage industry in Turkey. *Marketing intelligence & planning*, *23*(3), 237-248.

Atsmon, Y., Child, P., Dobbs, R. ve Narasimhan, L. (2012). Winning the $30 trillion decathlon: Going for gold in emerging markets. McKinsey Quarterly, 4(1), 20-35.

Baalbaki, S. (2012). *Consumer Perception of Brand Equity Measurement: A New Scale* (Doctoral dissertation). University of North Texas, Texas. UNT Digital Library. http://digital.library.unt.edu/ark:/67531/metadc115043/.

Baalbaki, S. ve Guzman, F. (2016). Consumer-based brand equity. In *The Routledge companion to contemporary brand management* (pp. 64-79). Routledge.

Bagna, E., Dicuonzo, G., Perrone, A. ve Dell'Atti, V. (2017). The value relevance of brand valuation. *Applied Economics*, *49*(58), 5865-5876.

Bagozzi, R., Rosa, J., Celly, K. ve Coronel, F. (1998). *Marketing Management.* Prentice Hall: Upper Saddle River.

Bailey, R. ve Ball, S. (2006). An exploration of the meanings of hotel brand equity. *The Service Industries Journal*, *26*(1), 15-38.

Balkan, E. ve Aygören, H. (2020). Finansal Varlıkların Fiyatlandırılmasında Etkinlik Skorlarının Rolü: BİST Sınai Endeks Uygulaması. Muhasebe ve Finansman Dergisi, (86), 247-266.

Baldauf, A., Cravens, K. S. ve Binder, G. (2003). Performance consequences of brand equity management: evidence from organizations in the value chain. *Journal of product & brand management, 12* (4), 220-236.

Ball, R. (1978). Anomalies in relationships between securities' yields and yield-surrogates. *Journal of Financial Economics, 6*(2), 103–126.

Bank, S., Yazar, E. E. ve Sivri, U. (2020). The portfolios with strong brand value: More returns? Lower risk?. *Borsa Istanbul Review, 20*(1), 64-79.

Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of financial economics*, *9*(1), 3-18.

Barth, M. E., Clement, M. B., Foster, G. ve Kasznik, R. (1998). Brand values and capital market valuation. *Review of accounting studies*, *3*(1), 41-68.

Barwise, P., Higson, C., Likierman, A. ve Marsh, P. (1989). *Accounting for Brands*. The London Business School and The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, London.

Basgoze, P., Yildiz, Y. ve Metin Camgoz, S. (2016). Effect of brand value announcements on stock returns: empirical evidence from Turkey. *Journal of Business Economics and management, 17*(6), 1252-1269.

Başpehlivan, B. N. K. (2019). *Fama-French dört faktörlü modelin gelişmekte olan piyasalarda test edilmesi* (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.

Bassin, S. B. (1988). Value-added packaging cuts through store clutter. *Marketing news, 22*(20), 21.

Bastos, W. ve Levy, S. J. (2012). A history of the concept of branding: practice and theory. *Journal of Historical Research in Marketing*, *4*(3), 347-368.

Basu, S. (1977). Investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: a test of the efficient market hypothesis. *Journal of Finance*, *12*(3), 129–156.

Bauer, R.A., (1960). *Consumer Behavior as Risk-Taking*. In R. S. Hancock, ed. Proceedings of the 43rd Conference of the American Marketing Association. Harvard University Press, 389-398.

Bavgroup (2022a). 05.03.2022, https://www.bavgroup.com/

Bavgroup (2022b). 05.03.2022, Brand Asset Valuator (BAV). https://www.bavgroup.com/about-bav

Bayrakdaroglu, A. ve Mirgen, Ç. (2016). Marka değerinin hisse senedi getirisi üzerine etkisi: BIST'de bir arastırma/The Impact of brand value on stock returns: An empirical research on the BIST. *Business and Economics Research Journal*, *7*(3), 111.

Beccacece, F., Borgonovo, E. ve Reggiani, F. (2006). Risk Analysis in Brand Valuation. *Available at SSRN 931023*.

Bekmeier-Feuerhahn, S. (1998) Marktorientierte Markenbewertung: eine konsumentenund unternehmensbezogene Betrachtung. Wiesbaden: Gabler.

Bennett, P.D. (1988). *Dictionary of Marketing Terms*, American Marketing Association, Chicago, IL.

Berk, J. B. (1995). A critique of size-related anomalies. *The Review of Financial Studies*, *8*(2), 275-286.

Bhandari, L. C. (1988). Debt/Equity ratio and expected common stock returns: empirical evidence. *Journal of Finance*, *43*(2), 507–528.

Bharadwaj, S. G., Tuli, K. R. ve Bonfrer, A. (2011). The impact of brand quality on shareholder wealth. *Journal of Marketing*, *75*(5), 88-104.

Bharadwaj, S. G., Varadarajan, P. R. ve Fahy, J. (1993). Sustainable competitive advantage in service industries: a conceptual model and research propositions. *Journal of marketing*, *57*(4), 83-99.

Biddle, G. C., Bowen, R. M. ve Wallace, J. S. (1997). Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. *Journal of Accounting and Economics*, *24*(3), 301–336.

Biel, A. L. (1992). How brand image drives brand equity. *Journal of Advertising Research, 32*(6), 6 12.

Billett, M. T., Jiang, Z. ve Rego, L. L. (2014). Glamour brands and glamour stocks. *Journal of Economic Behavior & Organization*, *107*, 744-759.

Bivainiene, L. ve Sliburyte, L. (2008). The Brand Image As An Element Of Brand Equity. *Socialiniai tyrimai*, *2*(12), 22-31.

Black, F. (1972). Capital market equilibrium with restricted borrowing. *The Journal of business*, *45*(3), 444-455.

Black, F., Jensen, M. C. ve Scholes, M. (1972). The capital asset pricing model: Some empirical tests.

Black, A., Wright, P., Davies, J. ve Bachman, J. E. (2001). *In search of shareholder value: managing the drivers of performance* (2nd ed.). Financial Times/Prentice Hall.

Blankson, C. ve Kalafatis, S. P. (2004). The development and validation of a scale measuring consumer/customer-derived generic typology of positioning strategies. *Journal of marketing management*, *20*(1-2), 5-43.

Boamah, N. A. (2015). Robustness of the Carhart four-factor and the Fama-French three-factor models on the South African stock market. *Review of Accounting and Finance*, *14*(4), 410-430.

Brand Finance (2021). *GIFT™ 2021*. 26.04.2022, https://brandirectory.com/download-report/brand-finance-gift-2021.pdf

Brand Finance (2022). 20 Ocak 2022, https://brandfinance.com/about.

Brigham, E. F. ve Houston, J. F. (2004). *Fundamentals of financial management* (4. baskı), Thomson South-Western, Ohio.

Brigham, E. F. ve Houston, J. F. (2014). *Finansal yönetimin temelleri* (7. Baskıdan çeviri). Ankara: Nobel Yayın. (Orijinal çalışma basım tarihi, 1978).

Broadbent, K. ve Cooper, P. (1987). Research is good for you. *Marketing Intelligence & Planning*, *5*(1), 3-9.

Brown, G. (1992). *People, Brands and Advertising*. Warwick UK. Millward Brown International.

Byrne, S. F. O. ve Stewart, S. (1992). Eva® and market value. *Journal of Applied Corporate Finance*, *9*(1), 116–125.

Calderon, H., Cervera, A. ve Molla, A. (1997). Brand assessment: a key element of marketing strategy. *Journal of Product & Brand Management*, 6(5), 293-304.

Carhart, M. (1995). *Survivor Bias and Persistence in Mutual Fund Performance* (Unpublished Ph.D. dissertation). Graduate School of Business, University of Chicago.

Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of finance*, *52*(1), 57-82.

Carpenter, P. (1994). Some cobranding caveats to obey, *Marketing News*, 28 (23), 4.

Carpenter, G. S. ve Nakamoto, K. (1989). Consumer preference formation and pioneering advantage. *Journal of Marketing research*, *26*(3), 285-298.

Chan, L. K., Jegadeesh, N. ve Lakonishok, J. (1996). Momentum strategies. *The Journal of Finance*, *51*(5), 1681-1713.

Chan, L. K., Karceski, J. ve Lakonishok, J. (1998). The risk and return from factors. *Journal of financial and quantitative analysis*, *33*(2), 159-188.

Chan, L. K., Lakonishok, J. ve Sougiannis, T. (2001). The stock market valuation of research and development expenditures. *The Journal of finance*, *56*(6), 2431-2456.

Chaney, P. K., Devinney, T. M. ve Winer, R. S. (1991). The impact of new product introductions on the market value of firms. *Journal of business*, *64* (4), 573-610.

Chen, S. ve Dodd, J. L. (1997). Economic value added (EVATM): An empirical examination of a new corporate performance measure. *Journal of Managerial Issues*, *9*(3), 318–333.

Chiaravutthi, Y. (2010). Brand valuation of ICT products: the case of Thailand. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, *2* (2), 185-202.

Christodoulides, G. ve De Chernatony, L. (2010). Consumer-based brand equity conceptualisation and measurement: a literature review. *International journal of market research*, *52*(1), 43-66.

Christodoulides, G., De Chernatony, L., Furrer, O., Shiu, E. ve Abimbola, T. (2006). Conceptualising and measuring the equity of online brands. *Journal of marketing management*, *22*(7-8), 799-825.

Chu, S. ve Keh, H. T. (2006). Brand value creation: Analysis of the Interbrand-Business Week brand value rankings. *Marketing Letters*, *17*(4), 323-331.

Claessens, S., Dasgupta, S. ve Glen, J. D. (1993). *Stock price behavior in emerging markets*. Paper presented at the World Bank Symposium, "Portfolio Investment in Developing Countries".

Claessens, S., Dasgupta, S. ve Glen, J. (1995). Return behavior in emerging stock markets. *The World Bank Economic Review*, *9*(1), 131-151.

Claessens, S. S. Dasgupta ve J. Glen. (1998). The Cross-section of stock returns: Evidence from the emerging markets. *Emerging Markets Quarterly 2*, 4–13.

Cobb-Walgren, C. J., Ruble, C. A. ve Donthu, N. (1995). Brand equity, brand preference, and purchase intent. *Journal of advertising*, *24*(3), 25-40.

Connor, G., Hagmann, M. ve Linton, O. (2012). Efficient semiparametric estimation of the Fama–French model and extensions, *Econometrica*, *80*(2), 713-754.

Connor, G. ve Sehgal, S. (2001), Tests of the Fama and French Model in India, *Working Paper*, May, 1-23.

Copeland, T. (2002). Want to create value?. *Strategic finance*, *83*(9), 48-54.

Copeland, T., Koller, T. ve Murrin, J. (2000). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. New York: John Wiley & Sons.

Costa, M. (2010). Pulling consumers' heartstrings. *Marketing Week*, *16*(20).

Coşkun, E. ve Çınar, Ö. (2014). Üç faktör varlık fiyatlama modelinin geçerliliği: Borsa İstanbul'da bir inceleme. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, *28*(4), 235- 250.

Crainer, S. (1995). *The real power of brands: making brands work for competitive advantage*. London: Pitman Publishing.

Cravens, K. S. ve Guilding, C. (1999). Strategic brand valuation: a cross-functional perspective. *Business Horizons*, *42*(4), 53-54.

Crimmins, J. C. (2000). Better measurement and management of brand value. *Journal of Advertising Research. 40*(6), 136-144.

Cross, B. (2015). The effective use of licensing in brand strategy. *Journal of Brand Strategy*, *4*(4), 357-362.

Crowther, D., Davies, M. L. ve Cooper, S. M. (1998). Evaluating corporate performance: a critique of Economic Value Added. *Journal of Applied Accounting Research*, *4*(2), 3-34.

Cuthbertson, K. (1996). *Quantitative Financial Economics: Stocks, Bonds and Foreign Exchange*. West Sussex, England: John Wiley & Sons.

Çıtak, L. (2017). Firmaların pazarlama satış ve dağıtım giderleri, pay senedi yatırımcıları tarafından doğru olarak fiyatlandırılmakta mıdır? Carhart dört faktör modeli ile Borsa İstanbul firmalarının Analizi. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi, 19*(40), 220-234.

Dabija, D. C. (2011). Producer versus retail brand strategies- positioning vectors in consumers' mind. *Management & Marketing*, *6*(3), 407-420.

Daniel, K. ve Titman, S. (1997). Evidence on the characteristics of cross sectional variation in stock returns. T*he Journal of Finance*, *52*(1), 1-33.

Datta, H., Ailawadi, K.L. ve Van Heerde, H.J. (2017). How well does consumer-based brand equity align with salesbased brand equity andmarketing-mix response?. *Journal of Marketing*, *81*(3), 1-20.

Davis, J. L. (1994). The cross-section of realized stock returns: The pre-compustat evidence. *The Journal of Finance*, *49*(5), 1579-1593.

Davis, J. L., Fama, E. F. ve French, K. R. (2000). Characteristics, covariances, and average returns: 1927–1997. *Journal of Finance*, *55*(1), 389-406.

Davis, S. M. (2000). The power of the brand. *Strategy & Leadership*, *28*(4), 4–20.

Dawes, J., Mundt, K. ve Sharp, B. (2009). Consideration sets for financial services brands. *Journal of Financial Services Marketing*, *14* (3), 190-202.

Day, G. ve Fahey, L. (1988). Valuing market strategies. *Journal of Marketing*, *52*(3), 45-57.

De Bondt, W. F. ve Thaler, R. H. (1987). Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality. *The Journal of finance*, *42*(3), 557-581.

De Chernatony, L. (1993a). New directions–understanding the dynamics of brands as molecules. *Admap, February*, 21-3.

De Chernatony, L. (1993b). Categorizing brands: evolutionary processes underpinned by two key dimensions. *Journal of Marketing Management*, *9*(2), 173-188.

De Chernatony, L., Harris, F. ve Christodoulides, G. (2004). Developing a brand performance measure for financial services brands. *The Service Industries Journal*, *24*(2), 15-33.

De Chernatony, L. ve McDonald, M. (1992). *Creating powerful brands*. Oxford, Butterworth-Heinemann.

De Chernatony, L. ve Riley, F. D. O. (1998). Modelling the components of the brand. *European Journal of Marketing*, *32* (11/12), 1074-1090.

Değer A. ve Aydoğan, E. (2019). Finansal Bazlı Marka Değerinin Firma Performansı Üzerine Etkisi. *Journal of Academic Value Studies*, *3*(16), 141-155.

Del Rio, A. B., Vazquez, R. ve Iglesias, V. (2001). The effects of brand associations on consumer response. *Journal of consumer marketing*, *18*(5), 410-425.

De Mortanges, C. P. ve Van Riel, A. (2003). Brand equity and shareholder value. *European management journal*, *21*(4), 521-527.

De Oliveira, M. O. R., Stefanan, A. A. ve Lobler, M. L. (2018). Brand equity, risk and return in Latin America. *Journal of Product & Brand Management*, *27*(5), 557-572.

Desai, K. K. ve Hoyer, W. D. (1993). Line extensions: a categorization and an information processing perspective. *Advances in Consumer Research*, 20, 599-606.

De Wet, J. (2005). EVA versus traditional accounting measures of performance as drivers of shareholder value-A comparative analysis. *Meditari: Research Journal of the School of Accounting Sciences*, *13*(2), 1-16.

Diefenbach, J. (1992). The Corporate Identity as the Brand. In: Murphy, John. ed. Branding: A Key Marketing Tool. Basingstoke: The MacMillan Press, 155- 164.

Dinca, M. S. ve Dinca, G. (2010). Integrating the ABC method of costs calculation and cash value added. *Scientific Annals of the'Alexandru Ioan Cuza'University of Iasi: Economic Sciences Series*, 163-171.

Dodds, W. B., Monroe, K. B. ve Grewal, D. (1991). Effects of price, brand, and store information on buyers' product evaluations. *Journal of marketing research*, *28*(3), 307-319.

Doğanay, M. M. (2006). Fama-French üç faktör varlık fiyatlama modelinin İMKB'de uygulanması. *İktisat İsletme ve Finans Dergisi*, *21*(249), 61-71.

Doyle, P. (1994). *Marketing Management and Strategy*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.

Doyle, P. (2000). Value-based marketing. *Journal of Strategic Marketing*, *8*(4), 299-311.

Doyle, P. (2001). Shareholder-value-based brand strategies. *Journal of brand Management*, *9*(1), 20-30.

Drew, M. E., Naughton, T. ve Veeraraghavan, M. (2003). Firm size, book-to-market equity and security returns: Evidence from the Shanghai Stock Exchange. *Australian Journal of Management*, *28*(2), 119.

Duguleana, L. ve Duguleana, C. (2014). Brand Valuation Methodologies and Practices. *Bulletin of the Transilvania University of Brasov. Series V: Economic Sciences*, *7*(1), 43-52.

Dutordoir, M., Verbeeten, F. H. ve De Beijer, D. (2015). Stock price reactions to brand value announcements: Magnitude and moderators. *International Journal of Research in Marketing*, *32*(1), 34-47.

Dyson, P., Farr, A. ve Hollis, N. S. (1996). Understanding, measuring, and using brand equity. *Journal of Advertising Research*, *36*(6), 9-22.

Ek, A. (2020). *Şirketlerde finansal performans göstergeleri ve marka değeri ilişkisi* (Yayınlanmamış Doktora tezi). Maltepe Üniversitesi, İstanbul.

Elbannan, M. A. (2015). The capital asset pricing model: an overview of the theory. *International Journal of Economics and Finance*, *7*(1), 216-228.

Erasmus, P. (2008). Value based financial performance measures: An evaluation of relative and incremental information content. *Corporate ownership & control*, *6*(1), 66-77.

Ercan, M. K., Öztürk, M. B., Küçükkaplan, İ., Başçı, E. S. ve Demirgüneş, K. (2006). *Firma değerlemesi: Banka uygulaması*. İstanbul: Literatür Yayınları.

Erdem, T. ve Swait, J. (1998). Brand equity as a signaling phenomenon. *Journal of consumer Psychology, 7*(2), 131-157.

Erdem, T., Swait, J. ve Louviere, J. (2002). The impact of brand credibility on consumer price sensitivity. *International journal of Research in Marketing, 19*(1), 1-19.

Erdinç, Y. (2017). Comparison of CAPM, three-factor Fama-French model and five-factor Fama-French model for the Turkish stock market. *Financial management from an emerging market perspective*, 69-92.

Erişmiş, A. (2007). *İMKB Şirketleri İçin Hisse Senedi Getirilerinde Firmalara Özgü Faktorlerin Etkisinin 1992-2005 Döneminde İncelenmesi* (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

Ertuğrul, M. (2009). Finansal Performans Ölçümünde Dönüşümlerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 9*(1), 19-46.

Evans, M.H. (1999). Creating Value Through Financial Management. 21.12.2021, https://exinfm.com/training/pdfiles/course08.pdf.

Fama, E. F. (1965). Random walks in stock market prices. *Financial analysts journal, 21*(5), 55-59.

Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The journal of finance, 46*(5), 1575-1617.

Fama, E. F. ve French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, *47*(2), 427-465.

Fama, E. F. ve French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics*, *33*(1), 3-56.

Fama, E. F. ve French, K. R. (1995). Size and book-to-market factors in earnings and returns. *The journal of finance, 50*(1), 131-155.

Fama, E. F. ve French, K. R. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The journal of finance*, *51*(1), 55-84.

Fama, E. F. ve French, K. R. (1998). Value versus growth: The international evidence. *The journal of finance*, *53*(6), 1975-1999.

Fama, E. F. ve French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal of economic perspectives*, *18*(3), 25-46.

Fama, E. F. ve French, K. R. (2012). Size, value, and momentum in international stock returns. *Journal of financial economics*, *105*(3), 457-472.

Fama, E. F. ve French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of financial economics*, *116*(1), 1-22.

Farhana, M. (2012). Brand elements lead to brand equity: Differentiate or die. *Information management and business review*, *4*(4), 223-233.

Farquhar, P. H. (1989). Managing brand equity. *Marketing research*, *1*(3), 24-33.

Farquhar, P.H., Han, J.Y. ve Ijiri, Y. (1991) *Recognizing and Measuring Brand Assets*. Report # 91-119. MA: Marketing Science Institute.

Fehle, F., Fournier, S. M., Madden, T. J. ve Shrider, D. G. (2008). Brand value and asset pricing. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 3-26.

Feldwick, P. (1996). Do we really need 'brand equity'?. *Journal of brand management*, *4*(1), 9-28.

Fernandez, P. (2002). *Valuation methods and shareholder value creation*. Amsterdam: Academic Press.

Field, A. (2009). *Discovering Statistics Using SPSS (3rd ed.)*. Dubai: Sage.

Fornell, C., Mithas, S., Morgeson III, F. V. ve Krishnan, M. S. (2006). Customer satisfaction and stock prices: High returns, low risk. *Journal of marketing*, *70*(1), 3-14.

Fournier, S. (1998). Consumers and their brands: Developing relationship theory in consumer research. *Journal of consumer research*, *24*(4), 343-373.

Frieder, L. ve Subrahmanyam, A. (2005). Brand perceptions and the market for common stock. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, *40*(1), 57-85.

Galagedera, D. U. (2007). A review of capital asset pricing models. *Managerial Finance*, *33*(10), 821-832.

Gaunt, C. (2004). Size and book to market effects and the Fama French three factor asset pricing model: evidence from the Australian stockmarket. *Accounting & Finance*, *44*(1), 27-44.

Geyskens, I., Gielens, K. ve Dekimpe, M. G. (2002). The market valuation of internet channel additions. *Journal of marketing*, *66*(2), 102-119.

Giurca, L. (2007). New approaches on shareholders value of a firm. *Faculty of Economy and Business Administration, University of Craiova*, 662-666.

Goodyear, M. (1996). Divided by a common language. *Journal of the Market Research Society*, *38*(2), 105-122.

Goyal, A. ve Santa-Clara, P. (2003). Idiosyncratic risk matters!. *The journal of finance*, *58*(3), 975-1007.

Göker, İ. E. K. (2014). *Finansal açıdan marka değerleme ve marka değerinin hissedar değeri üzerine etkisi: BİST'te işlem gören firmalar üzerine bir araştırma* (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Kırıkkale Üniversitesi, Kırıkkale.

Gökgöz, F. (2008). Üç faktörlü varlık fiyatlandırma modelinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda uygulanabilirliği. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, *63*(02), 43-64.

Grebosz, M. (2012). The Outcomes of the co-branding strategy. *Chinese Business Review*, *11*(9).

Gregory, A., Tharyan, R. ve Christidis, A. (2013). Constructing and testing alternative versions of the Fama–French and Carhart models in the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, *40*(1-2), 172-214.

Grönroos, C. (1991). The marketing strategy continuum: towards a marketing concept for the 1990s. *Management decision*, *29*(1), 7-13

Günay, B. (2021). Brand Finance Turkey 100 listesinde yer alan Bankaların Marka değerleri ile ilişkili ölçütlerin belirlenmesine yönelik bir analiz. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, *19*(1), 267-281.

Gürbüz, S. ve Şahin, F. (2018). *Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri* (5. baskı). Ankara: Seçkin

Haigh, R. (2021, 26 January). *How We Value the Brands in Our Annual Rankings*. https://brandfinance.com/insights/methodology-brands-annual-rankings#how-do-we-value-brands-that-have-not-been-bought-sold-or-licensed.

Hamilton, J. (1994), *Time Series Analysis*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Hampf, A. ve Lindberg-Repo, K. (2011). *Branding: The past, present, and future: A study of the evolution and future of branding*. Hanken School of Economics.

Hawawini, G. ve Keim, D.B. (1998). The Cross section of common stock returns: A review of the evidence and some new findings. *Unpublished working paper*, The Wharton School, University of Pennsylvania.

Helfert, E. A. (2001). *Financial analysis tools and techniques: A guide for managers*. Boston, MA: McGraw-Hill.

Helmig, B., Huber, J-A. ve Leeflang, P. S. H. (2008). Co-branding: The state of the art. *Schmalenbach Business Review (SBR)*, *60*(10), 359-377.

Hendricks, D., Patel, J. ve Zeckhauser, R. (1993). Hot hands in mutual funds: Short-run persistence of relative performance, 1974–1988. *The Journal of finance*, *48*(1), 93-130.

Hirose, Y. (2002). The report of the committee on brand valuation. *The Ministry of Economy, Trade and Industry of the Government of Japan*, *24*.

Hoch, S. J. (1996). How should national brands think about private labels?. *MIT Sloan Management Review*, *37*(2), 89-102.

Hoch, S. J. ve Ha, Y. W. (1986). Consumer learning: Advertising and the ambiguity of product experience. *Journal of consumer research*, *13*(2), 221-233.

Hoeffler, S. ve Keller, K. L. (2003). The marketing advantages of strong brands. *Journal of brand management*, *10*(6), 421-445.

Huber, T. (2001). Volume 1: Brand Equity Review. *Brand Equity Excellence, BBDO Group Germany*.

Interbrand (2021). Best Global Brands 2021: Methodology. 20 Aralık 2021, https://interbrand.com/thinking/best-global-brands-2021-methodology/

Lai, M. M. ve Lau, S. H. (2010). Evaluating mutual fund performance in an emerging Asian economy: The Malaysian experience. *Journal of Asian Economics*, *21*(4), 378-390.

L'Her, J. F., Masmoudi, T. ve Suret, J. M. (2004). Evidence to support the four-factor pricing model from the Canadian stock market. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *14*(4), 313-328.

Ittner, C. D. ve Larcker, D. F. (2001). Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective. *Journal of accounting and economics*, *32*(1-3), 349-410.

İçke, B. T. ve Aytürk, Y. (2011). Fiyat-Kazanç oranı etkisinin değer yatırım stratejileri kapsamında analizi: İMKB için ampirik bir uygulama. *Öneri Dergisi*, *9*(35), 103-115.

İvgen, H. (2003). *Hisse Senedi Yatırımcıları, Analistler ve Şirket Yöneticileri İçin Şirket Değerleme* (1. Baskı), İstanbul: Finnet Yayınları.

Jacoby, J., Szybillo, G.J. ve Busato-Schach, J. (1977). Information Acquisition Behavior in Brand Choice Situations. *Journal of Consumer Research*, *3*(4), 209-216.

Jayachandran, S., Kaufman, P., Kumar, V. ve Hewett, K. (2013). Brand Licensing: What Drives Royalty Rates? *Journal of Marketing*, *77*(5), 108–122.

Jegadeesh, N. ve Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers. Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, *48*(1), 65–91.

Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *The Journal of finance*, *23*(2), 389-416.

Johansson, J. K., Dimofte, C. V. ve Mazvancheryl, S. K. (2012). The performance of global brands in the 2008 financial crisis: A test of two brand value measures. *International Journal of Research in Marketing*, *29*(3), 235-245.

Jones, J. P. (1986). *What's in a name?* Aldershot, Gower.

Jucaityte, I. ve Virvilaite, R. (2007). Integrated model of brand valuation. *Ekonomika ir vadyba*, (12), 376-383.

Kamakura, W. A. ve Russell, G. J. (1993). Measuring brand value with scanner data. *International journal of Research in Marketing*, *10*(1), 9-22.

Kapferer, J.N. (1992). *Strategic Brand Management*. Kogan Page: London.

Kapferer, J.N. (1994). *Strategic brand management: New approaches to creating and evaluating brand equity*. New York, NY: Simon and Schuster.

Kapferer, J.N. (1997). *Strategic Brand Management*. Great Britain: Kogan Page.

Kapferer, J.N. (2004). *The New Strategic Brand Management*. London: Kogan Page.

Kapferer, J.N. (2008). *The New Strategic Brand Management: Creating and Sustaining Brand Equity Long Term* (4th ed.). London: Kogan Page.

Kara, G. (2016). Testing Fama and French's three-factor asset pricing model: Evidence from Borsa Istanbul. *Journal of The Faculty of Economics*, *6*(1), 257-272.

Karadeniz, E. ve Koşan, L. (2021). Finansal performans ve fiyat/kazanç oranı: borsa istanbul turizm şirketlerinde bir araştırma. *Sosyoekonomi*, *29*(47), 249-266.

Karan, M. B. (2001). *Yatırım Analiz ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Hacettepe Üniversitesi Finansal Araştırmalar Merkezi Yayınları, Gazi Kitabevi.

Katsikeas, C. S., Morgan, N. A., Leonidou, L. C. ve Hult, G. T. M. (2016). Assessing performance outcomes in marketing. *Journal of marketing*, *80*(2), 1-20.

Kayaman, R. ve Arasli, H. (2007). Customer based brand equity: evidence from the hotel industry. *Managing Service Quality: An International Journal*, *17*(1), 92-109

Keller, K. L. (1993). Conceptualizing, measuring, and managing customer-based brand equity. *Journal of marketing*, *57*(1), 1-22.

Keller, K.L. (1998). *Strategic Brand Management: Building, Measuring, and Managing Brand Equity.* Upper Saddle River, NJ: Pearson Education.

Keller, K. L. (2001). Building customer-based brand equity: A blueprint for creating strong brands. *Working Paper, Report No: 01-107,* 3-27.

Keller, K. L. (2003). Understanding brands, branding and brand equity. *Interactive marketing*, *5*(1), 7-20.

Keller, K. L. (2008). *Strategic Brand Management* (12 ed.). Upper Seddle River, NJ: Prantice-Hall.

Keller, K.L. (2013). *Strategic Brand Management: Building, Measuring, and Managing Brand Equity* (4th ed.). Upper Saddle River, NJ:Pearson Education Limited, Global Edition.

Keller, K. L. ve Aaker, D. A. (1992). The effects of sequential introduction of brand extensions. *Journal of marketing research*, *29*(1), 35-50.

Keller, K. L., Heckler, S. E. ve Houston, M. J. (1998). The effects of brand name suggestiveness on advertising recall. *Journal of marketing*, *62*(1), 48-57.

Keller, K. L. ve Lehmann, D. R. (2006). Brands and branding: Research findings and future priorities. *Marketing science*, *25*(6), 740-759.

Kerin, R. A., Mahajan, V. ve Varadarajan, P. (1990). *Contemporary perspectives on strategic market planning*. Allyn & Bacon.

Kerin, R. A. ve Sethuraman, R. (1998). Exploring the brand value-shareholder value nexus for consumer goods companies. *Journal of the academy of Marketing Science, 26*(4), 260-273.

Kern, W. (1962). Bewertung von Warenzeichen. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 14*(1), 17-31.

Keys, D. E., Azamhuzjaev, M. ve Mackey, J. (2001). Economic value added®: A critical analysis. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, *12*(2), 65-71.

Kim, D. (1997). A reexamination of firm size, book-to-market, and earnings price in the cross-section of expected stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *32*(4), 463-489.

Kim, H. B., Kim, W. G. ve An, J. A. (2003). The effect of consumer-based brand equity on firms' financial performance. *Journal of consumer marketing*, *20*(4), 335-351.

Knowles, J. (2003). Value-based brand measurement and management. *Interactive Marketing*, *5*(1), 40-50.

Kohli, C., Suri, R. ve Thakor, M. V. (2002). Creating Effective Logos: Insights from theory and practise. *Business Horizons, 45*(3), 58-64.

Konuralp, G. (2005). Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi (2. baskı): İstanbul: Alfa Yayınları.

Korkmaz, T., Aydın, N. ve Sayılgan G. (2013). *Portföy Yönetimi*. Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını.

Kotler, P. (2000). *Marketing Management* (The Millennium Edition). Upper Saddle River: Prentice Hall.

Kotler, P. ve Armstrong, G. (2012). *Principles of marketing* (14th edition). New Jearsey: Pearson Education Inc, 67.

Kotler, P., Armstrong, G., Saunders, J. ve Wong, V. (1996). *Principles of Marketing*. Hemel Hempstead: Prentice Hall Europe.

Kotler P. ve Keller K (2009). *Marketing Management* (13th edition). New Jersey: Pearson Prentice Hall.

Köseli, A. M. (2019). *Finansal analist önerilerinin yatırım değeri ve borsa İstanbul uygulaması* (Yayınlanmamış Doktora tezi). Kadir Has Üniversitesi, İstanbul.

Kriegbaum, C. (1998). *Valuation of Brands-A Critical Comparison of Different Methods* (No. 13/98). Dresdner Beiträge zur Betriebswirtschaftslehre.

Kuhn, K. A. L., Alpert, F. ve Pope, N. K. L. (2008). An application of Keller's brand equity model in a B2B context. *Qualitative Market Research: An International Journal*, *11*(1), 40-58.

Lakonishok, L. K., 1991. Fundamentals and Stock Returns in Japan. *The Journal of Finance*, *46*(5), 1739–1764.

Lakonishok, J., Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal of Finance*, *49*(5), 1541-1578.

Landler, M., Schiller, Z. ve Therrien, L. (1991). What's in a Name? Less and Less. *Business Week*, July 8, 66-67.

Lassar, W., Mittal, B. ve Arun, S. (1995). Measuring customer-based brand equity. *Journal of Consumer Marketing, 12* (4), 11–19.

Lehmann, D. R. (2004). Metrics for making marketing matter. *Journal of Marketing*, *68*(4), 73-75.

Leuthesser, L., Kohli, C. S. ve Harich, K. R. (1995). Brand equity: the halo effect measure. *European journal of marketing*, *29*(4), 57-66

Lev, B. (2004). Sharpening the intangibles edge. *Harvard Business Review, 82(6),* 109-116.

Levy, R. A. (1967). Relative strength as a criterion for investment selection. *The Journal of finance*, *22*(4), 595-610.

Lewellen, W. G. ve Badrinath, S. G. (1997). On the measurement of Tobin's q. *Journal of Financial Economics*, *44*(1), 77-122.

Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics, 47*(1), 13-37.

Lindenberg, E. B. ve Ross, S. A. (1981). Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of business*, 1-32.

Lukas, B. A., Whitwell, G. J. ve Doyle, P. (2005). How can a shareholder value approach improve marketing's strategic influence? *Journal of Business Research*, *58*(4), 414-422.

Luo, X., Raithel, S. ve Wiles, M. A. (2013). The impact of brand rating dispersion on firm value. *Journal of Marketing Research*, *50*(3), 399-415.

Madden, B.J. (1999). *CFROI valuation: A total system approach to valuing the firm*. Boston: Butterworth-Heinemann

Madden, T. J., Fehle, F. ve Fournier, S. (2006). Brands matter: An empirical demonstration of the creation of shareholder value through branding. *Journal of the Academy of Marketing Science, 34*(2), 224-235.

Markowitz, H. (1952). *Portfolio selection*. The Journal of Finance, *7*(1), 77-91.

Markowitz, H. (1959). Portfolio selection: Efficient diversification of investments. New York: John Wiley & Sons, Inc.

McAlister, L., Srinivasan, R. ve Kim, M. (2007). Advertising, research and development, and systematic risk of the firm. *Journal of Marketing*, *71*(1), 35-48.

McCarthy, E.J. ve Perault, W.D. (1990). *Basic Marketing* (10th ed.). Homewood, IL: Richard D. Irwin.

McEnally, M. ve De Chernatony, L. (1999). The evolving nature of branding: consumer and managerial considerations. *Academy of Marketing Science Review*, *2*(1), 1-16.

McKenna, R. (1991). Marketing is everything. *Harvard Business Review*, *69* (1/2), 65-79.

McKinsey, F. A. (1994). Winning the right to brand. *Brand Strategy Newsletter*, *11*.

McNeal, J. U. ve Zeren, L. M. (1981). Brand name selection for consumer products. *MSU Business Topics*, *29*(2), 35-39.

Menard, S. (1995). *Applied logistic regression analysis*. Sage university paper series on quantitative applications in the social sciences, 07-106. Thousand Oaks, CA: Sage.

Miller, M. H. ve Scholes, M. (1972). Rates of return in relation to risk: A reexamination of some recent findings. *Studies in the theory of capital markets*, *23*, 47-48.

Miller, S. ve Berry, L. (1998). Brand Salience versus Brand Image: Two Theories of Advertising Effectiveness. *Journal Of Advertising Research*, *38*(5), 77-82.

Mills, R. (2005). Brand valuation. *Henley manager update*, *16*(3), 1-8.

Millward Brown, (2015). Most Valuanle Global Brands 2015. 7 Nisan 2022, https://www.rankingthebrands.com/PDF/BrandZ%20Global%20Top100%202015,%20Millward%20Brown.pdf.

Mittal, V., Anderson, E. W., Sayrak, A. ve Tadikamalla, P. (2005). Dual emphasis and the long-term financial impact of customer satisfaction. *Marketing science*, *24*(4), 544-555

Mittal, B., Ratchford, B. ve Prabhakar, P. (1990). Functional and expressive attributes as determinants of brand-attitude. *Research in Marketing*, *10*(1990), 135-155.

Mizik, N. (2014). Assessing the total financial performance impact of brand equity with limited time-series data. *Journal of Marketing Research*, *51*(6), 691-706.

Mizik, N. ve Jacobson, R. (2004). Stock return response modeling. *Assessing marketing strategy performance*, 29-46.

Mizik, N. ve Jacobson, R. (2008). The financial value impact of perceptual brand attributes. *Journal of Marketing Research*, *45*(1), 15-32.

Modigliani, F. ve Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, *48*(3), 261-297.

Moisescu, O. I. (2007). A conceptual analysis of brand evaluation, Munich Personal RePEc Archive: 93-98.

Moore, K. ve Reid, S. (2008). The Birth of Brand: 4000 Years of Branding History. *Business History*, *50*(4), 419-432.

Moorman, C. ve Lehmann, D. R. (2004). Assessing Marketing Strategy. *Marketing Science Institute, Cambridge, MA.*

Moran, W.T. (1990). Brand presence and the perceptual frame. *Journal of Advertising Research*, *30*(6), 9-16.

Morin, R. A. ve Jarrell, S. L. (2001). *Driving shareholder value – Value-building techniques for creating shareholder wealth*. New York, NY: McGraw-Hill.

Mossin, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica: Journal of the econometric society*, *34*(4),768-783.

Motameni, R. ve Shahrokhi, M. (1998). Brand equity valuation: a global perspective. *Journal of product & brand managemen, 7*(4), 275-290.

Munteanu, V., Danaita, D., Hurbean, L. ve Bergler, A. (2012, November). The value-based management approach: From the shareholder value to the stakeholder value. In *Proceedings of the International Management Conference*, *6*(1), 39-44. Faculty of Management, Academy of Economic Studies, Bucharest, Romania.

Myers, R. (1990). *Classical and modern regression with applications* (2nd ed.). Boston, MA: Duxbury press.

Myers, R. (2003). Using marketing research effectively. *Business NH Magazine, 20*(9), 25.

O'Hanlon, J. ve Peasnell, K. (1998). Wall Street's contribution to management accounting: the Stern Stewart EVA® financial management system. *Management Accounting Research*, *9*(4), 421-444.

Oldroyd, D. (1994). Accounting and marketing rationale the juxtaposition within brands. *International Marketing Review*, *11*(2), 33-46.

Oldroyd, D. (1998). Formulating an accounting standard for brands in the 'market for excuses'. *Journal of Brand Management*, *5*(4), 263-271.

Onkvisit, S. ve Shaw, J. J. (1989). The international dimension of branding: strategic considerations and decisions. *International Marketing Review*, *6*(3), 23-33.

Ottosson, E. ve Weissenrieder, F. (1996). Cash Value Added- a new method for measuring financial performance *Gothenburg Studies in Financial Economics*, *1*.

Ovidiu I. M. (2005), The concept of brand equity – A comparative approach. *MPRA Paper No. 32013.*

Oxfordlearnersdictionaries (2022). 21.3.2022, https://www.oxfordlearnersdictionaries.com/definition/english/hot-hand.

Özkan, N. (2018). *Karlılık, Aktif Büyüme Anomalileri ve Alternatif Varlık Fiyatlama Modelleri: Borsa İstanbul Uygulaması* (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Uludağ Üniversitesi,Bursa.

Panigrahi, S. K., Zainuddin, Y., ve Azizan, A. (2014). Comparing traditional and economic performance measures for creating shareholder's value: A perspective from Malaysia. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, *4*(4), 280-289.

Petravicius, T. ve Tamosiuniene, R. (2008). Corporate performance and the measures of value added. *Transport*, *23*(3), 194-201.

Rappaport, A. (1998). Creating Shareholder Value (2nd ed.). New York, NY: The Free Press,

Recklies, D., (2001). The Concept of Profit in Accounting and Economics. 21.12.2021. (www.themanager.org/pdf/profit.pdf).

Pappu, R., Quester, P. ve Cooksey, R. W. (2005). Consumer-based brand equity: Improving the measurement— empirical evidence. *Journal of Product & Brand Management, 14*(3), 143–154.

Park, C. S. ve Srinivasan, V. (1994). A survey-based method for measuring and understanding brand equity and its extendibility. *Journal of marketing research, 31*(2), 271-288.

Park, C. W., Jaworski, B. J. ve MacInnis, D. J. (1986). Strategic brand concept-image management. *Journal of marketing, 50*(4), 135-145.

Peterson, P. P. ve Peterson, D. R. (1996). *Company performance and measures of value added*. Charlottesville, VA: The Research Foundation of The Institute of Charted Financial Analysts, Florida State University.

Phani, B.V. ve Bhattacharyya, A. K. (2000). Economic Value Added-A General Perspective. *Decision, 27*(2), 25-55.

Pitcher, A. E. (1985). The role of branding in international advertising. *International Journal of Advertising, 4*(3), 241-246.

Polat, A. (2016). *Vadeli işlemler piyasası araçlarına yatırım kararı oluşturmada çapraz kesit ve zaman serisi momentum stratejilerinin kullanılması: Borsa İstanbul uygulaması* (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Anadolu Üniversitesi, Eskişehir.

Pride, W. M. ve Ferrell, O. C. (2000). *Marketing Concepts and Strategies*. Boston, NewYork: Houghton Mifflin Company.

Quelch, J. A. (1985). How to build a product licensing program. Harvard Business Review, *63*(3), 185–190.

Rajaram, S. ve Shelly, C. S. (2012). History of branding. *International Journal of Social Sciences & Interdisciplinary Research, 1*(3), 100-104.

Rangaswamy, A., Burke, R. R. ve Oliva, T. A. (1993). Brand equity and the extendibility of brand names. *International Journal of Research in marketing, 10*(1), 61-75.

Rapp, M. S., Schellong, D., Schmidt, M. ve Wolff, M. (2011). Considering the shareholder perspective: value-based management systems and stock market performance. *Review of Managerial Science*, *5*(2), 171-194.

Rappaport, A. (1981). Selecting strategies that create shareholder value. *Harvard Business Review*, *59*(3), 139-149.

Rappaport, A. (1986). *Creating shareholder value: the new standard for business performance*. New York: Free Press.

Rappaport, A. (1987). Stock-market signals to managers. *Harvard Business Review*, *65*(6), 57-62.

Rappaport, A. (1997). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York: Free Press.

Rappaport, A. (2001). *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance (2nd ed.).* New York, USA: The Free Press.

Rappaport, A. (2006). Ten ways to create shareholder value. *Harvard Business Review*, *9, 66-78*.

Rath, S. ve Durand, R. B. (2015). Decomposing the size, value and momentum premia of the Fama–French–Carhart four-factor model. *Economics Letters*, *132*, 139-141.

Reddy, S. K., Holak, S. L. ve Bhat, S. (1994). To extend or not to extend: Success determinants of line extensions. *Journal of marketing research*, *31*(2), 243-262.

Rego, L. L., Billett, M. T. ve Morgan, N. A. (2009). Consumer-based brand equity and firm risk. *Journal of Marketing*, *73*(6), 47-60.

Rehnby, N. (2016). Does the Fama-French three-factor model and Carhart four-factor model explain portfolio returns better than CAPM. *A study performed on the Swedish stock market*.

Reilly, F. ve Brown, K. (2003). *Investment analysis portfolio management* (7th ed.). Thomson, South-Western.

Rocha, M. (2012). *Brand Valuation, A Versatile Strategic Tool for business,* Interbrand.

Rosenberg, B., Reid, K. ve Lanstein, R. (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. *The Journal of Portfolio Management*, *11*(3), 9-16.

Rossi, M. (2016). The capital asset pricing model: a critical literature review. *Global Business and Economics Review*, *18*(5), 604-617.

Rossiter, J. R. ve Percy, L. (1987). *Advertising and promotion management*. New York, N.Y.: McGraw-Hill Book Company.

Rust, R. T., Zeithaml, V. A., ve Lemon, K. N. (2004). Customer-centered brand management. *Harvard business review*, *82*(9), 110-8.

Ryan Jr, H. E. ve Trahan, E. A. (2007). Corporate financial control mechanisms and firm performance: The case of value-based management systems. *Journal of business finance & accounting*, *34*(1-2), 111-138.

Sagar, M., Singh, D. ve Agrawal, D.P. (2006). Framework of ethical brand positioning. *Journal of management research*, *6*(2), 72-83.

Salinas, G. ve Ambler, T. (2009). A taxonomy of brand valuation practice: Methodologies and purposes. *Journal of Brand Management*, *17*(1), 39-61.

Sattler, H. (1997). Monetäre Bewertung von Markenstrategien für neue Produkte, Stuttgart

Schulz, R. ve Brandmeyer, K. (1989). Die Marken-Bilanz: Ein Instrument zur Bestimmung und Steuerung von Markenwerten. *Markenartikel*, *51*(7), 364-370.

Sevil, G., Temizel, F. ve Meriç, E. (2017). Fiyat kazanç oranı ve ortalamaya dönüş: BİST Holding Uygulaması. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, *13*(13), 780-787.

Shankar, V., Azar, P. ve Fuller, M. (2008). Practice prize paper—Bran* Eqt: A multicategory brand equity model and its application at allstate. *Marketing Science*, *27*(4), 567-584.

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, *19*(3), 425-442.

Sheth, J., Newman, B. ve Gross, B. (1991). Why we buy, what we buy: a theory of consumption values. *Journal of Business Research*, 22, 159-70.

Shimp, T.A. (1993), *Promotion Management & Marketing Communications*, The Dryden Press, Fort Worth, TX.

Shocker, A. D., Srivastava, R. K. ve Ruekert, R. W. (1994). Challenges and opportunities facing brand management: An introduction to the special issue. *Journal of marketing research*, *31*(2), 149-158.

Simon, H. A. (1952). A comparison of organisation theories. *The Review of Economic Studies*, *20*(1), 40-48.

Simon, H. (1979). Dynamics of price elasticity and brand life cycles: An empirical study. *Journal of Marketing Research*, *16*(4), 439-452.

Simon, C. J. ve Sullivan, M. W. (1993). The measurement and determinants of brand equity: A financial approach. *Marketing science*, *12*(1), 28-52.

Soto, T. (2008). *Methods for assessing brand value: A Comparison between the Interbrand model and the BBDO's Brand Equity Evaluator model*. diplom. de., Hamburg.

Srinivasan, V. (1979). Network models for estimating brand-specific effects in multi-attribute marketing models. *Management Science*, *25*(1), 11-21.

Srinivasan, S., ve Hanssens, D. M. (2009). Marketing and firm value: Metrics, methods, findings, and future directions. *Journal of Marketing research*, *46*(3), 293-312.

Srinivasan, S., Hsu, L. ve Fournier, S. (2012). Branding and firm value. In *Handbook of marketing and finance*. Edward Elgar Publishing.

Srivastava, R. K., Shervani, T. A. ve Fahey, L. (1998). Market-based assets and shareholder value: A framework for analysis. *Journal of marketing*, *62*(1), 2-18.

Srivastava R. K. ve Shocker, A. D. (1991), *Brand Equity: A Perspective on its meaning and measurement,* Report No. 91-124 (October). Cambridge, MA: Marketing Science Institute.

Starcevic, S. (2015). The origin and historical development of branding and advertising in the old civilizations of Africa, Asia and Europe. *Marketing*, *46*(3), 179-196.

Stattman, D. (1980). Book values and stock returns. *The Chicago MBA: A journal of selected papers*, *4*(1), 25-45.

Stewart, G.B. (1991). *The EVA management guide: The quest for value*. *USA: Harper Collins, Publishers Inc*.

Stewart, G.B. (1994). EVATM: Fact and fantasy. *Journal of Applied Corporate Finance*, *7*(2), 71-84.

Şenol, Z., Koç, S. ve Ünlü, U. (2019). Marka değeri ile firma değeri arasındaki ilişki: Borsa İstanbul örneği. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, *12*(3), 338-350.

Tabachnick, B. G. ve Fidell, L. S. (2013). Using multivariate statistics. Boston: Pearson.

Tai, C. S. (2003). Are Fama–French and momentum factors really priced?. *Journal of Multinational Financial Management*, *13*(4-5), 359-384.

Tauber, E.M. (1981). Brand franchise extension: new product benefits from existing brand names. *Business Horizons, 24*(2), 36-41.

Temurlenk, M.S. (Ed.) (2020). *Ekonometrinin Temelleri*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.

Terzic, S. ve Dalic, I. (2019). Analysis of the brand valuation based on the assessment by interbrand, brand finance and milward Brown optimor. *Acta Economica, 17*(30), 59-82.

Tiwari, M. K. (2010). Separation of brand equity and brand value. *Global Business Review*, *11*(3), 421-434.

Tobin, J. (1958). Liquidity preference as behaviour towards risk, *Review of Economic Studies*, 25(2), 65-86.

Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of money, credit and banking*, *1*(1), 15-29.

Torres, A. ve Tribo, J. A. (2011). Customer satisfaction and brand equity. *Journal of Business Research*, *64*(10), 1089-1096.

Treynor, J. ve Black, F. (1972). Portfolio selection using special information, under the assumptions of the diagonal model, with mean-variance portfolio objectives, and without constraints. *Mathematical methods in investment and Finance*, 367-384.

Usta, Ö. (2005). *İşletme Finansmanı ve Finansal Yönetim*. Ankara: DetayYayıncılık.

Uygurtürk, H., Uygurtürk, H. ve Korkmaz, T. (2017). Marka değerinin hiroşe yöntemi ile belirlenmesi: BİST'de işlem gören seramik sektörü firmaları üzerine bir araştırma. *Sosyal Bilimler Metinleri, 2017*(2), 10-21.

Ünlü, U. (2011). *Kesitsel Anomaliler, Momentum ve Çok Faktörlü Varlık Fiyatlama Modelleri: İMKB Örneği* (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.

Ünlü, U. (2012). Dört faktörlü varlık fiyatlama modelinin İMKB'de test edilmesi. *İktisat İşletme ve Finans*, *27*(313), 57-83.

Ünlü, U. ve Çıtak, L. (2020). Marka değeri ve hissedar değeri: BİST metal ana sanayi firmaları üzerine bir uygulama. *Alanya Akademik Bakış*, *4*(2), 399-410.

Van Riel, C. B. ve Balmer, J. M. T. (1997). Corporate identity: The concept, its measurement, and management. *European Journal of Marketing*, *31*(5/6), 341-355.

Varadarajan, R., DeFanti, M. P. ve Busch, P. S. (2006). Brand portfolio, corporate image, and reputation: Managing brand deletions. *Journal of the Academy of Marketing Science*, *34*(2), 195-205.

Vazquez, R., Del Rio, A. B. ve Iglesias, V. (2002). Consumer-based brand equity: development and validation of a measurement instrument. *Journal of Marketing management*, *18*(1-2), 27-48.

Vieceli, J. ve Shaw, R. N. (2010). Brand salience for fast-moving consumer goods: An empirically based model. *Journal of marketing management*, *26*(13-14), 1218-1238.

Virvilaite, R. ve Jucaityte, I. (2008). Brand valuation: viewpoint of customer and company. *Engineering Economics*, *56*(1).

Wang, J. (2006). Understanding Risk/Return in CAPM, CAPM and APT. http://people.hss.caltech.edu/~jlr/courses/BEM103/Readings/JWCh08.pdf.

Wang, S. ve Li, T. (2017). Project financial post evaluation model design based on cash value added theory. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, *106*, 494-497.

Wood, L. (2000). Brands and brand equity: definition and management. *Management decision*. *38*(9), 662-669.

Yeung, M. ve Ramasamy, B. (2008). Brand value and firm performance nexus: Further empirical evidence. *Journal of Brand Management*, *15*(5), 322-335.

Yildiz, Y. ve Metin Camgoz, S. (2019). Brand Equity and Firm Risk: An Empirical Investigation in an Emerging Market. *Emerging Markets Finance and Trade*, *55*(1), 218-235.

Yıldız, S. B., Gözkonan, Ü. H. ve Bayram, E. (2020). Katılım 30 endeksi ile temel endekslerin karşılaştırmalı analizi. *Turkish Studies-Economics, Finance, Politics*, *15*(4), 2547-2562.

Yoo, B. ve Donthu, N. (2001). Developing and validating a multidimensional consumer-based brand equity scale. *Journal of Business Research*, *52*(1), 1–14.

Yoo, B., Donthu, N. ve Lee, S. (2000). An examination of selected marketing mix elements and brand equity. *Journal of the Academy of Marketing Science*, *28*(2), 195–211.

Zaremba, A., Czapkiewicz, A., Szczygielski, J. J. ve Kaganov, V. (2019). An application of factor pricing models to the Polish stock market. *Emerging Markets Finance and Trade*, *55*(9), 2039-2056.

Zeithaml, V. A. (1988). Consumer perceptions of price, quality, and value: A means-end model and synthesis of evidence. *The Journal of Marketing*, *52*(3), 2–22.

Zeithaml, V. A. (2000). Service quality, profitability, and the economic worth of customers: What we know and what we need to learn. *Journal of the Academy of Marketing Science*, *28*(1), 67–85.

Zinkhan, G., Haytko, D. ve Ward, A. (1996). Self-concept theory. *Journal of Marketing Communication*, *2*(1), 1-19.