

Marka Değerinin Hisse Senedi Getirisi Üzerine Etkisi: BİST’de Bir Araştırma*

Ali Bayrakdaroğlu^a

Çağatay Mirgen^b

Öz: Günümüzde marka ve markalaşma kavramları giderek önem kazanmış, ürün ve hizmetlerin birer olmazsa olmazı haline almıştır. Bu durum marka değerinin hesaplanması gerekliliğini doğurmuştur. Modern işletmecilikte marka değerinin finansal bir performans ölçütü olarak kullanılmaya başlanması hisse senedi getirilerini etkileyip etkilemediği sorusunu gündeme getirmektedir. Bu çalışma, firmaların sahip oldukları marka değerlerinin hisse senedi getirilerinin üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığını ortaya koymayı amaçlamaktadır. Bunun için Brand Finance ve BİST'ten seçilen firmaların marka değeri ve hisse senedi getirileri dikkate alınarak panel regresyon analizi uygulanmıştır. Sonuç olarak, marka değeri ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Değer, Marka Değeri, Marka Değerleme Yöntemleri, BİST, Panel Veri Regresyon

JEL Sınıflandırması: C33, G12, G32, M31

The Impact of Brand Value on Stock Returns: A Empirical Research on the BİST

Abstract: Brands and branding have come into prominence nowadays and become a must of products and services. This situation lead the need for calculation of brand value. Evaluation of brand value as a financial performance criteria in modern business brings if brand value has an impact on share earning into question. This study aims at presenting whether the brand value of a company affects the share earnings. For this, panel regression was performed considering the brand values and share earnings of companies selected from Brand Finance and İstanbul Stock Exchange. As a result, it was reached that there is a significant and positive relationship between brand value and share earning.

Keywords: Value, Brand Value, Valuation Method of Brand, BİST, Panel Data Regression

JEL Classification: C33, G12, G32, M31

*Bu çalışma 7-8-9 Nisan 2016 tarihinde 1. Lisansüstü İşletme Öğrencileri Sempozyumu'nda sunulmuş ve revize edilerek makale formatına getirilmiştir.

^aAssoc. Prof. Dr., Muğla Sıtkı Koçman University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Business Administration, Muğla, Türkiye, abayrakdaroglu@mu.edu.tr

^bMaster Student, Muğla Sıtkı Koçman University, Institute of Social Sciences, Business Administration Department, , Muğla, Türkiye, cagataymirgen@hotmail.com

1. Giriş

Marka beraberinde bir değeri doğurmaktadır. İşletmeler ve tüketiciler için bu değerin bilinmesi önem arz etmektedir. Bu nedenle marka değerinin hesaplanması için birçok yöntem geliştirilmiş ve marka değerlemesi farklı noktalar dikkate alınarak belirlenmeye çalışılmıştır.

Marka değerinin hesaplanabilmesi için geliştirilen yöntemlerin başında finansal yöntemler gelmektedir. Bu yöntemler ile firmaların finansal verileri dikkate alınarak marka değerinin hesaplanmasına yönelik çalışmalar yapılmıştır. Finansal yöntemlerin tüketici davranışlarını dikkate almaması ve sadece finansal veriler üzerinden marka değerinin tespit edilmesi yaklaşımını benimsemesi davranışlara dayalı yöntemleri ortaya çıkarmıştır. Bu yöntemler tüketici davranışlarının marka değerini etkileyeceği ve bu davranışların da hesaplamalarda dikkate alınması gerektiğini vurgulamaktadırlar. Fakat davranışlara dayalı yöntemler de marka değerinin belirlenmesinde sadece tüketici davranışlarını dikkate alması dolayısıyla eleştirilmektedir.

Pazarlama açısından bakıldığında marka değeri, markanın tüketici gözündeki değerini ve bu değeri nasıl artırabileceği üzerine yoğunlaşmaktadır. Finansal yaklaşımlar ise marka değerini belirlemede firmanın finansal verilerini baz almaktadır. Markanın finansal değerini belirlemede genellikle firma birleşme ve satın almalarında marka değerinin ne olacağı sorusuna cevap aranmış ve marka değerinin tespitine çalışılmıştır.

Finansal yöntemler ile davranışsal yöntemlerin bu eksiklerini gidermek için ise finansal ve davranışlara dayalı yöntemler geliştirilmiştir. Finansal ve davranışlara dayalı yöntemler, marka değerini hesaplarken firmaların finansal verilerini kullanmasının yanı sıra tüketici davranışlarını da dikkate almaktadır. Bu nedenle kendisinden önce geliştirilen yöntemlerin avantajlı yanlarını birleştirerek marka değerinin daha doğru bir şekilde tespit edilmesi mümkün olmaktadır.

Finansal yöntemler, marka değerini ölçerken tüketici davranışlarını dikkate almadığı için eleştirilirken davranışlara dayalı yöntemler marka değerini parasal bir değer olarak hesaplamadıkları için eleştirilmektedir. Finansal ve davranışlara dayalı yöntemler ise hem tüketici davranışlarını hesaba katmaktadır hem de marka değerini parasal bir değer olarak hesaplamaktadır. Bu nedenle uygulamada kullanılmak üzere finansal ve davranışsal yöntemlerden biri olan Brand Finance¹’ın Türkiye’deki markalar üzerine yapmış olduğu değerlendirme raporları kullanılmıştır.

Bu çalışmada marka değeri yüksek olan firmaların bununla orantılı olarak hisse senedi getirilerinin de yüksek olması gerektiği varsayımı altında Brand Finance tarafından değerlemeye tabi tutulmuş olan ve BİST’te işlem gören seçilmiş şirketlerin marka değerinin hisse senedi getirisine etkisi tespit edilmeye çalışılmıştır.

Bu bağlamda kavramsal çerçevede öncelikle marka ve değer kavramlarına değinilecek daha sonra marka değeri ve marka değerlendirme yöntemleri kısaca açıklanacaktır. Araştırma giriş ve sonuç bölümleri dâhil olmak üzere beş bölümden oluşmaktadır. Marka, değer ve değerlendirme kavramlarını içeren kavramsal çerçeve çizilmiş ve izleyen bölümde literatür taramasına yer verilmiştir. Bu bölümden sonra, çalışmada takip edilen metodoloji açıklanmış ve veri yapısına değinilerek elde edilen bulgular tartışılmıştır. Çalışma sonuç kısmıyla tamamlanmıştır.

2. Kavramsal Çerçeve

2.1. Marka, Değer ve Değerleme Kavramı

Marka; “bir ticari malı, herhangi bir nesneyi tanıtmaya, benzerinden ayırmaya yarayan özel ad veya işaret” olarak tanımlanmaktadır. (www.tdk.com.tr). Bir marka özünde ürünün kimliğini belirler. Marka bir isim olabilir, bir işaret, bir logo veya bir sembol ile ifade edilebilir (Kotler, 2000: 404). Yani marka, üretici veya satıcıların malını tanıtmaya yardımcı olan, onu diğer markalardan ayırmaya yarayan isim, terim, sembol şekil veya bunların birleşimidir. Marka çok geniş bir kavram olup literatürde markayı açıklayan birçok tanım mevcuttur. Marka bir vaat göstergesidir. Bu vaat, tüketiciye sunulan hizmetlerin ve ürün

özelliklerinin devamlılık arz edeceğidir. Firmalar oluşturdukları markaların, güçlü markalar olmasını istiyorlarsa vaatlerini yerine getirmelidirler. Çünkü güçlü bir marka vaadinin garantisidir (Çakırer, 2013: 7).

Markalar birçok firma için en önemli sermaye kalemlerinden biri durumuna gelmiştir (Taşkın ve Akat, 2012: 115). Bu nedenle firmalar açısından marka değeri her geçen gün daha önemli bir hal almıştır. Markalar, talebin oluşmasını sağlar, çalışanları teşvik eder, ortaklara güven verir ve finans çevresinde ikna edici yönü vardır. Şirketler stratejik kararlar almadan önce markanın önemini ve değerini göz önüne almaları gerekir (Çakırer, 2013: 11). Aaker (1991) markanın önemini şu başlıklar altında açıklamıştır;

- Marka, işlevsel fayda ile birlikte tüketicilerin ürünü satın almalarını sağlayacak bir takım katma değerler sunar.
- Firmalar, algılanan değeri arttırmak için bilançolarına marka değeri kavramını eklemektedirler.
- Markanın, işletmelerin belirlemiş oldukları pazarlama stratejilerinde yol gösterici özelliği vardır.

Sonuç olarak günümüzde herhangi bir hizmet ya da ürünü temsil eden her şey markalaşmakta bunun neticesinde markalar her an her yerde karşımıza çıkmaktadır (Champniss ve Vila, 2012: 23). Marka tüketicilerin güvenlerini kazanmada önemli araçlardan biridir. Markanın sağlamış olduğu güven o markaya sadık müşteriler doğurmaktadır. Bu nedenle markalaşmaya gidemeyen firmaların pazardaki mevcut rekabet ortamında başarıya ulaşmaları zor gözükmektedir.

Finansal olsun veya reel olsun tüm varlıkların değerlendirilmesi yapılabilir, çünkü finansal ve reel tüm varlıklar bir değere sahiptir. Ekonomik olarak değer, bir malın diğer mallarla değiştirilebilme imkânı ile açıklanabilir. İnsanoğlu ilk çağlarda takas yoluyla mallara sahip olmaktadır. Günümüzde ise mal ve hizmete biçilen değer karşılığı para olarak belirlenmektedir. Bir varlığın değeri, onun kullanılabilir olması, sağladığı yarar ya da önemi ile direkt bağlantılı olmayabilir. Örneğin suyun insan hayatı açısından taşıdığı faydaya karşılık dünyada suyun satın alma gücü diğer mallara göre düşüktür (Gürbüz ve Erzincan, 2008: 3-4).

Değer belirli bir zamanda mal ve hizmetler için ödenebilecek muhtemel fiyatın tahmin edilmesidir. Her varlığın değeri sahibine sağlayacağı fayda doğrultusunda belirlenir. Bir varlığın değerinin tespit edilmesi süreci ise değerlendirme faaliyetlerini oluşturur. Değerleme ile iktisadi varlıkların değerinin para olarak karşılığın belirlenmesi, firmanın sahip olduğu makina teçhizat, bina, arsa, marka gibi toplam aktiflerinin değerinin tahmini olarak belirlenmesi gerekir (Chambers, 2009: 5-7).

Değeri en üst düzeye çıkarmak için çalışan şirketler bu amaçlarını gerçekleştirmede ne derece başarılı olabildiklerini görebilmeleri için değerlendirme çalışmalarına ihtiyaç duyarlar. Yine bu firmalara yatırım yapmayı düşünen veya firmanın hisse senetlerine sahip yatırımcılar elde edecekleri getirileri bilmek için değerlendirme çalışmalarına ihtiyaçları vardır. Şirketlerin varlık satın alma veya varlıklarını elden çıkarma durumunda en iyi fiyatı belirleyebilmek ve yönetim kararlarının uygulanmasında varlıkların gerçek değerini belirleyebilmesi gerekmektedir (Chambers, 2009: 8). Değerleme çalışmalarına, yatırımcıların yapacakları yatırımlarda, firmaların varlık alım satımlarında, devir veya birleşme işlemlerinde, alınacak stratejik kararlarda, firmanın tasfiyesinde, devlet varlıklarının özelleştirilmesinde ve benzer birçok durumda ihtiyaç duyulmaktadır. Bu anlamda firmaların marka değerlemesinin yapılması hem bu firmalara yatırım yapmayı düşünen yatırımcılar için hem de bu firmaların hisse senetlerine sahip yatırımcılar için elde edecekleri getirileri bilmeleri açısından değerlendirme çalışmalarına ihtiyaçları vardır.

2.2. Marka Değerleme Yöntemleri

Marka değerinin bilinmesine olan ihtiyacının ortaya çıkmasıyla birçok marka değeri hesaplama yöntemi geliştirilmiştir. Bu yöntemler üç ana başlık altında toplanabilir. Bunlar; finansal yöntemler, davranışlara dayalı yöntemler ve hem finansal boyut hem de tüketicilerin davranışsal boyutlarını dikkate alan finansal ve davranışlara dayalı yöntemlerdir (Tablo-1).

Finansal Yöntemler; marka değerini bu yöntem ile hesaplanmasının amacı marka değerinin parasal karşılığının bulunabilmesidir. Firmalar marka değerlemesine, birleşme ve satın almalarda, yönetimin isteği

üzerine finansal analizlerde kullanmak için gereksinim duyarlar. Özellikle marka değerinin tespitinin ilk aşamalarında finansal yönetimlerin kullanılarak değer parasal karşılığının belirlenmesi bu yöntemleri daha da önemli kılmaktadır (Ercan ve Diğ., 2011: 39-40).

Tablo 1. Marka Değerini Tespit Eden Yöntemler

Finansal Yöntemler	Davranışlara Dayalı Yöntemler	Finansal ve Davranışlara Dayalı Yöntemler
Maliyete Dayalı Marka Değerleme Yöntemleri	Aaker Yöntemi	Interbrand Yöntemi
Piyasa Değerine Dayalı Marka Değerleme Yöntemi	Keller Yöntemi	Brand Finance Yöntemi*
Sermaye Piyasasına Dayalı Yöntemler	Biel Yöntemi	Financial World Yöntemi
Gelire Dayalı Marka Değerleme Yöntemleri	Kapferer Yöntemi	Brand Rating Değerleme Yöntemi
Royalty’dan Kurtulma Yöntemi ile Marka Değerleme	Young & Rubicam	Global Brand Equity Valuation Yöntemi
Hirose Yöntemi		A.C. Nielsen Yöntemi
Tarihi Maliyet ve Yerine Koyma Maliyeti Yöntemi		BBDO Yöntemi
Fiyat Primi, Bileşik Analiz, Hedonik Yöntem		Semion Yöntemi

* Çalışmada kullanılan yöntemdir.

Davranışlara dayalı yöntemler arasında en çok kullanılan yöntemler Aaker (1991), Keller (1993), Kapferer (1992) ve Young & Rubicam şirketi tarafından geliştirilmiş yöntemlerdir. Bu yöntemler marka değerini müşteri bakış açısını esas alarak değerlemeye tabi tuttuğundan ve marka değerini oluşturan tüketici davranışları unsurlarını belirlemeye yönelik bir anlayış sergilediğinden marka değerinin parasal olarak ifade edilmesi konusunda bir yöntem sunmamaktadırlar.

Finansal ve Davranışsal Yöntemler; 1980’li yılların sonu itibariyle şirketler sahip oldukları markalarının değerlerini bilmek adına değerlendirme çalışmalarına gereksinim duymalarıyla birlikte birçok danışmanlık şirketi bu hizmeti sunmaya başlamıştır. Bu şirketler kendi geliştirdikleri değerlendirme yöntemleri ile marka değerlendirme çalışmalarını gerçekleştirmektedirler. Bu yöntemler marka değerinin tespitinde kullanılan finansal yöntemlerin ve davranışlara dayalı yöntemlerin bir bileşiminden oluşmaktadır. Danışmanlık şirketleri hesaplama yöntemlerini ana hatlarını açıklamalarına rağmen hesaplama yönteminin birçok ayrıntısı gizli tutulmaktadır. Bu sebeple bu yöntemler danışmanlık şirketlerinin kamuoyuna sunduğu kısımlar dâhilinde açıklanabilmektedir (Kaya, 2002: 24).

2.2.1. Interbrand Yöntemi

Marka değerini belirleme çalışmalarına başlayan ilk danışmanlık şirketi olan Interbrand geliştirdiği marka değerlendirme yöntemi ile en çok bilinen danışmanlık firmalarından biridir. Her yıl dünyanın 100 değerli markasını belirleyerek, yayınlamaktadır (Güllülü, Erciş ve Diğ., 2008: 72).

Interbrand marka değerinin hesaplanmasında markaya bağlı indirgenmiş nakit akış yöntemini ve geliştirdiği bir puanlama sistemini kullanarak, dört aşama sonucunda marka değerini hesaplamaktadır. Bu aşamalar; “Finansal Analiz”, “Marka Rolü”, “Marka Gücü”, “Marka Değerinin Hesaplanması”ndan oluşmaktadır. İlk aşama olan finansal analizler yardımıyla marka sayesinde gelecekte elde edilecek gelirler tahmin edilerek, tahmin edilen gelirlerden faaliyet giderleri, vergiler ve sermaye maliyeti gibi giderler düşülerek ekonomik kazançlar belirlenmektedir. İkinci aşamada, marka rolü analizi ile ekonomik kazancın ne kadarlık bir kısmının markadan sağlandığı hesaplanmaktadır. Markanın sağladığı kazanç markanın talep düzeyi ve tüketici sadakatine bağlıdır. Üçüncü aşamada ise marka gücü hesaplanıp, markanın risk düzeyi göz önüne alınarak marka sayesinde gelecekte elde edilecek gelirlerin bugünkü değerini hesaplamada

kullanılacak iskonto oranı tespit edilmektedir. Interbrand marka gücünü belirlerken yedi özelliği dikkate almakta ve bu özelliklerinin hepsi için en yüksek değerler belirlenmektedir (Güllülü ve Diğ., 2008: 73). Bu üç aşama ile elde edilen veriler sayesinde son aşamada marka değerinin hesaplanması için belirlenen iskonto oranı kullanılarak marka tarafından sağlanacağı tahmin edilen gelirlerin net bugünkü değerine ulaşılmaktadır. Interbrand yöntemi hesaplanış şekli bakımından çok kapsamlı bir yöntemdir. Fakat yine de içinde bazı sorunları barındırmaktadır. Bu sorunlar ise şunlardır (Kaya, 2002: 27-28);

- Markanın sağlayacağı geleceğe dönük gelir tahminleri, marka gücünü ölçmede kullanılacak ölçütlerin seçimi ve puanlandırılması sonucu ağırlıklarının belirlenmesi objektif olmayan bazı değerlendirmeler ile bulunmasından dolayı meydana gelecek hataların marka değerini ciddi biçimde etkileyebilecek olması,
- Reklam harcaması ile marka değeri arasında ilişki kurulması dolayısıyla, çok fazla yapılan reklam harcamalarının marka değerini artıracığından doğru sonuçlara ulaşılması kuşkulu bir hal alması,
- Ürünlerden elde edilen gelirlerden markaya ait olan kısmın ayrılabilmesi vurgulanmaktadır. Fakat bunun nasıl yapılacağı açıklanmamıştır,
- Markaların gücü her ürün ve pazarda aynı olmamaktadır. Bir üründe veya ülkede çok güçlü olan bir marka farklı bir üründe veya farklı bir ülkede aynı güce ulaşamayabilir.

Bu eleştirilerin sonucu, Brand Finance yöntemi iskonto oranlarının tespit edilmesinde daha şeffaf bir yaklaşım uygulamaktadır (Haigh ve İlgüner, 2012: 88).

2.2.2. A.C. Nielsen Yöntemi

A.C. Nielsen Yöntemi bir puanlama sistemine dayalı olarak marka değerini hesaplamaktadır. Puanla sistemi için 6 özellik ve bunların altında bulunan 19 özellikten oluşur. Marka Bilançosu yöntemi olarak da isimlendirilen bu yöntem puanla sistemine bağlı olarak yukarıda özellikler baz alınarak 0 ile 500 arasında marka gücünü gösteren bir puana ulaşılmaktadır. A.C. Nielsen Marka Bilançosu yönteminde oluşan bazı sorunlar nedeniyle 1991 yılında A.C. Nielsen tarafından marka performans değerleyicisi yöntemi geliştirilerek A.C. Nielsen Marka Bilançosu yönteminin eksikleri giderilmeye çalışılmıştır. Geliştirilen bu yöntem ile marka değerinin parasal karşılığının hesaplanmasının yanında marka yönetimi ve denetimi için bütünsel bir sistem oluşturulmuştur (Ercan ve Diğ., 2011: 54-55).

2.2.3. Semion Yöntemi

Buna göre marka değerini belirleyen 4 unsur tanımlanmaktadır. Bunlar, “Şirketin Finansal Değeri”, “Markanın Sahip Olduğu Korunma”, “Marka Gücü” ve “Marka İmajı”dır. Marka değerinin hesaplanmasında marka değerini oluşturan dört unsur için ve her birinin kapsadığı kriterlere göre bir faktör değeri belirlenmektedir. Bulunan dört faktör değeri toplanarak genel bir ağırlık faktörü bulunur, bu faktör son 3 yıldaki vergi öncesi kârın ortalaması ile çarpılarak marka değeri elde edilir (Kaya, 2002: 35-36).

Modelin dezavantajları ise; marka imajının belirlenmesinin zor bir süreç olması geleceğe dönük değerleri dikkate almaması ve marka gelişme potansiyeli ile sürdürülebilirliği göz ardı etmektedir. Ayrıca diğer finansal ve davranışlara dayalı marka değerlendirme yöntemlerinde olduğu gibi bu yöntemde de yer alan unsurlar ile bu unsurların alt başlıklarının seçimi ve ağırlıklandırılması subjektif değerlendirmeler içermesi yöntemin güvenilirliğini azaltmaktadır (Tayşi, 2013: 109).

2.2.4. Brand Finance Yöntemi

Brand Finance’a göre markalı ürünün gelecekte sağlanacağı tahmin edilen gelirlerin markaya olan katkısı tespit edilerek marka değeri hesaplanmaktadır (Ercan ve Diğ., 2011: 49). Brand Finance yöntemi beş aşamadan oluşmaktadır. Bu aşamalar ise aşağıda Tablo-2’de gösterilmektedir (Kaya, 2002: 30-31);

Tablo 2. Brand Finance Yönteminin Aşamaları

Segmentasyon
Finansal Tahminler
BVA® (Brand Value Added) Analizi (Markanın talebe olan katkısının analizi)
βBrandBeta® Analizi (Tahmin edilen gelirlere ilişkin riskin belirlenmesi)
Değerleme ve Duyarlılık Analizi

Kaynak: Kaya, 2002: 30-31

Segmentasyon: Marka değerlendirme çalışmasının bu ilk aşaması Brand Finance tarafından en önemli aşamalardan biri olarak belirtilmektedir. Bu aşamada coğrafi dağılımın, müşteri ve ürünlerin dikkate alınarak yapılan bir bölümlerle sayesinde bölümlenmeye tabi unsurların farklılıklarını gözden kaçırmamak ve uygun rakiplerin seçimi amaçlanmaktadır. Fakat yeterli veri toplamayı engelleyecek düzeyde ayrıntılı bir segmentasyon yapmanın yerinde olmadığı vurgulanmıştır (Kaya, 2002: 30-31). Markalar belirli pazar şartlarında bir değeri olacağı vurgulanmaktadır. Buna göre bir marka bir pazarda değerli bir diğerinde değer oluşturmayabilir (Haigh ve İlgüner, 2012: 94).

Finansal Tahminler: Makroekonomik faktörlerden markalı ürüne olan talebi etkileyebilecek olanlar dikkate alınmakta ve geçmişte de markaya olan talebi etkileyen faktörler belirlenmektedir (Ercan ve Diğ., 2011: 49). Bunun için gözlem, pazar araştırmalarının yapılması, istatistiksel yöntemler kullanılabilir. Bunun yanında pazarlama faaliyetleri ve fiyatlandırma ile satışlar arasındaki ilişki tespit edilerek, gelecekteki satışlara ilişkin tahminler yapılmaktadır. Analizlerin sonucunda firma içi etkilere bağlı olmayıp, pazara dayalı finansal tahminlerin elde edilmesine çalışılmaktadır (Kaya, 2002: 31).

BVA® (Brand Value Added) Analizi: Bu analiz ile gelecekte markadan sağlanacağı tahmin edilen gelirler hesaplanmaktadır (Ercan ve Diğ., 2011: 49). Bu analizde markanın müşterilerin alım kararlarındaki etkisi belirlenmektedir. Analiz, segmentler arasındaki farklılıkları dikkate alarak yapılmakla birlikte rakiplerde göz önünde bulundurulmaktadır (Kaya, 2002: 31).

βBrandBeta® Analizi: Tahmin edilen gelirlere ilişkin oluşabilecek riskin hesaplanabilmesini içermektedir (Ercan ve Diğ., 2011: 50). Bu riski belirlemek için hesaplanacak iskonto oranının tespitini içerir (Kaya, 2002: 31).

Değerleme ve Duyarlılık Analizi: Yukarıda açıklanan analizler sonucunda iskonto oranı belirlenir. Markanın maddi olmayan varlıklar içindeki payı belirlenen iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenerek marka değeri hesaplanmış olacaktır. Bu aşamada ayrıca, bazı varsayımların değiştirilmesiyle oluşacak etkilerin gösterildiği bir duyarlılık analizi yapıldığı belirtilmektedir. Fakat Brand Finance tarafından bununla ilgili bir bilgilendirme yapılmamaktadır (Kaya, 2002: 32-33).

3. Literatür Taraması

Hisse senedi getirilerinin tahmin edilmesine yönelik yapılan 1960’lı yılların sonu ve 1970’li yılların başında başlayan çalışmalarda genel olarak hisse senedi getirilerinin tahmin edilemeyeceği sonucuna varılmıştır. Piyasa etkinliği üzerine yapılmış önceki çalışmaların çoğunun geçmişteki hisse senedi getirileri kullanılarak hisse senedi fiyatlarının tahmin edilip edilemeyeceği üzerine yoğunlaştığı görülmektedir. Yapılan ampirik çalışmalarda farklı değişkenler kullanılmasıyla getirilerin tahmin edilebileceği üzerinde durulmuştur. Bu çalışmalarda getirilerin tahmininde öne çıkan değişkenlerin; fiyat/kazanç oranı, defter değeri/piyasa değeri oranı, geri ödenme risk primi, vade primi faiz oranı, geçmiş getiriler ve temettü verimleridir. (Ünlü, Bayraktaroğlu, Ege, 2009: 146).

Literatürde hisse senetlerinin getirilerini etkileyen birçok faktörün de olduğu bilinmektedir. Genellikle bu faktörler; büyüme, sanayi üretim endeksi, döviz kuru, enflasyon, reel bütçe dengesi, ithalat/ihracat oranı, cari işlemler dengesi, piyasa faiz oranı, vade riski ve altın fiyatları gibi makroekonomik değişkenlerdir. Unutulmamalıdır ki burada sayılan makroekonomik faktörlerin dışında kalan, ancak sayısallaştırılamayan birçok faktörde mevcuttur. Lewellen (2004) finansal oranların hisse senedi getirilerini açıklama gücü üzerine etkisini araştırdığı çalışmada, 1946-2000 dönemi için temettü getirilerinin hisse senedi getirilerini açıklayan en iyi değişken (finansal oran) olduğunu tespit etmiştir. Farklı bir bakış açısıyla Lettau ve Ludvigson (2005) çalışmalarında beklenen hisse senedi getirileri ile beklenen temettü büyümeleri arasındaki ilişki araştırılmıştır.

Tablo 3. Marka Değerinin Tespiti İçin Kullanılan Yöntemler Çalışmayı Yapan Yazarlar

Kullanılan Yöntemler	Ölçüm Tekniği	Yazarlar
Finansal Yöntemler	Firmanın markalı ürünlerinden kaynaklanan nakit akımlarının tespiti	Simon ve Sullivan (1992), Şahin (2005), Gream (2004), Sethuraman(2003), Banham (1998),
	Marka için yapılan tüm harcamaların toplanması	Farquhar (2002), Sattler (2002), Rimel (2006), Tollington (1999), Moisescu(2007)
	Markalı ürünlerden kaynaklanan Fiyat Primi Yöntemi	Aaker(1996), Lindermann(2004), Feldwick(1996), Drews(2008), Crawens(1999), Sweeneya(2001), Ailawadi(2003),
	Reklam, Promosyon, gibi giderlerin marka değerine etkisi	Erdem ve Keane(1996), Anand ve Shachar(2000), Ackerberg(2003),
	Hirose yöntemi	Beccace(2002),
	İmtiyazlardan Kurtulma Yöntemi	Pandit(2003), Anson(2001), Aak(2004), Elango(1997)
Davranışsal Yöntemler ile Finansal ve Davranışlara Dayalı Yöntemler	Markanın fonksiyonel faydaları ile tüketici davranışının ölçekle ölçülmesi	Aaker(1991), Kapferer(1995), Keller(1993), Higgins(2006), Richards(1998),
	Markanın pazarlanmasında, farklı tüketici algılarının tespiti	Argarwal ve Rao (1996), Farquhar (1990), Kamakura ve Russell (1993), Keller (1993), Srivastava(1991), Erden ve Swait (1998), Fournier(1998), Muniz ve O’Guinn(2001),

Ancak literatürde hisse senedi getirilerinin tahmininde kullanılacak değişkenlerle ilgili tartışmalar bitmemiştir. Hisse senedi fiyatlarında ve buna bağlı olarak hisse senedi getirilerinde özellikle temettülerin dağıtım şekline dolaylı olarak meydana gelen değişim farklılıkları göstermektedir. Artan bu farklılıklar hisse senedi getirilerinin tamamıyla tahmin edilip edilemeyecekleri hususunda şüphelerin artmasına neden olmuştur (Ünlü, Bayrakdaroglu, Ege, 2009: 146).

Simon ve Sullivan (1993), Motemaeni ve Shahrokhi (1998), Cravens ve Guilding (1999), Mortanges ve Riel (2003) firmaların marka değerini ölçmede finans temelli yöntem kullanmışlardır. Burada marka değeri kavramı, gelecekte elde edilecek ve markadan sağlanacak gelirlerin bugünkü değerini ifade eder. Srinivasan (1979) finansal açıdan marka değeri kavramını, somut unsurlarla açıklamanın yetersiz kaldığı markanın ürünlere eklediği değer olarak belirtmiştir. Motemani ve Shahrokhi (1998) finansal açıdan marka değerini, firmaların markalı ürünlerini artırarak nakit para akışını artırmayı hedeflemesi gerektiğini ifade etmiştir (Toksarı ve İnal, 2012: 61-63).

Aydın (2009) marka değerinin firmaların finansal performansı üzerine etkisini araştırdığı çalışmada marka değeri alt boyutlara ayrılarak incelenmiş ve marka değerinin hisse senetleri üzerine etkisini bulmak için bu boyutlardan ilki olan marka aşinalığını kullanmıştır. Buna göre marka değeri alt boyutlarından marka aşinalığının hisse getirileri üzerine etkisinde artarak artan, doğrusal olmayan (üstel) bir ilişki tespit etmiştir. Buna göre aşinalık belli bir eşik değerinin üzerinde olması durumunda artan aşinalık düzeyinin hisse getirisini de artarak artan biçimde (üstel olarak) yükselttiği ortaya konulmuştur.

Bursalı ve Kahraman (2009) çalışmalarında firmaların; brüt satış kârlılığı, satış hacmi, reklam-promosyon giderlerinin faaliyet giderleri içerisindeki payı gibi değerlerin, marka değeri üzerindeki etkisinin oldukça yüksek olduğunu tespit etmişlerdir.

Akbulut ve Paksoy (2007) çalışmalarında marka değerinin finansal göstergelerle olan ilişkisini incelemişlerdir. Seçilen firmaların marka değerleri ile piyasa fiyatı, hisse başına kârı, net satışları, faiz ve vergi öncesi kârı, vergi öncesi kârı ve aktiflerin kârlılığı ile arasındaki ilişkiler ölçülmüştür. Analiz sonucunda marka değeri ile faiz ve vergi öncesi kâr arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Marka değerinin tespitinde kullanılan yöntemler ile çalışmayı yapan yazarlar Tablo 3’de verilmiştir (Tayşi, 2013: 87).

4. Borsa İstanbul (Bist) Üzerine Bir Araştırma

4.1. Araştırmanın Veri Yapısı ve Analizi

Analiz için gerekli veriler Brand Finance ve BİST’ten elde edilmiştir. Brand Finance her yıl düzenli olarak yayınladığı Türkiye’nin En Değerli 100 Markası raporlarından 2010 ile 2014 yılları arasındaki veriler baz alınmıştır (<http://brandfinance.com>). Analizde kullanılacak firmalara ait hisse senedi getirileri BİST’ten temin edilmiştir.

Tablo 4. Analizde Kullanılacak Markalar

	Hisse Kodu	Marka		Hisse Kodu	Marka		Hisse Kodu	Marka
1.	AKBNK	Akbank	16.	DOAS	Doğuş Otomotiv	31.	SISE	Şişe Cam
2.	AKGRT	Aksigorta	17.	ENKAI	Enka İnşaat	32.	TATGD	Tat
3.	ANSGR	Anadolu Sigorta	18.	FINBN	Finansbank	33.	TAVHL	Tav
4.	ARCLK	Arçelik	19.	FROTO	Ford Otomotiv	34.	KIPA	Tesco-Kipa
5.	ARENA	Arena Bilgisayar	20.	GARAN	Garanti Bankası	35.	TOASO	Tofaş
6.	ASELS	Aselsan	21.	HALKB	Halkbank	36.	TCELL	Turkcell
7.	AYGAZ	Aygaz	22.	HURGZ	Hürriyet	37.	THYAO	Türk Hava Yolları
8.	ASYAB	Bank Asya	23.	INDES	İndeks Bilgisayar	38.	TTKOM	Türk Telekom
9.	BANVT	Banvit	24.	ISCTR	İşbank	39.	TBORG	Türk Tuborg
10.	BIMAS	Bim	25.	KENT	Kent Gıda	40.	ULKER	Ülker Bisküvi
11.	BOSSA	Bossa	26.	MGROS	Migros	41.	VAKBN	Vakıfbank
12.	BOYNR	Boyner	27.	OTKAR	Otokar	42.	VESBE	Vestel Beyaz Eşya
13.	BRISA	Brisa	28.	PETUN	Pınar Et	43.	VESTL	Vestel Elektronik
14.	CLEBI	Celebi Hava Servisi	29.	PNSUT	Pınar Süt	44.	YKBNK	Yapı Kredi
15.	DENIZ	Denizbank	30.	RYSAS	Reysaş			

Brand finance'in yapmış olduğu Turkey 100 Türkiye'nin en değerli markaları raporuna giren ve 2010-2014 yılları arasında devamlılık arz eden 55 markaya sahip olan firmaların 44 tanesi BİST'te işlem görmektedir. 2015 yılında Brand Finance Turkey 100 raporuna bakıldığında geçmiş yıllara göre süreklilik arz eden ve BİST'de işlem gören firma sayısı azaldığı için 2015 yılı analiz dışı bırakılmıştır. Markalara ait değerler karşılaştırma kolaylığı olabilmesi açısından milyon ABD doları olarak yıl bazında alınmıştır. Analizde kullanılacak markalar ve hisse senetleri kodu aşağıda Tablo-4'de verilmiştir.

BİST'ten alınan veriler Pay Piyasasında 2010-2014 tarihleri arasındaki Pay Bazında Aylık (Düzeltilmiş) Getiri verilerini kapsamaktadır. Veri seti üzerinde düzenlemeler yapılarak ABD Doları üzerinden aylık bileşik getiriler dikkate alınmıştır. Bileşik getiri, ay içinde elde edilen temettü ile aynı paydan ay sonunda tekrar satın alındığı ve payın fiyatı rüçhan hakkı kullanım fiyatının üzerinde ise bedelli sermaye artırımına katıldığı varsayımı yapılmıştır. Böylece bir payın her ay sonunda satılıp tekrar alınması sonucunda başlangıç dönemindeki değerinin kaç katına ulaştığını göstermekte olup aşağıdaki formüle göre hesaplanmıştır (BİST, 2016).

$$G_i = \frac{F_i \times (BDL + BDZ + 1) - R \times BDL + T - F_{i-1}}{F_{i-1}} \quad (1)$$

- G_i** : "i" ayına ait getiri.
F_i : "i" ayına ait en son kapanış fiyatı.
BDL : Ay içinde alınan bedelli pay.
BDZ : Ay içinde alınan bedelsiz pay adedi.
R : Rüçhan hakkı kullanma fiyatı.
T : Ay içinde 1.000,-TL/1 TL nominal değerli paya ödenen net temettü tutarı.
F_{i-1} : "i" ayından bir önceki aya ait en son kapanış fiyatı.

ABD Doları bazlı bileşik getiri hesabında, TL bazında hesaplanan aylık getirilerin ABD Dolarının aylık değer artışından arındırılması suretiyle bulunan ABD Doları bazında aylık getiriler kullanılmıştır.

$$BG_n = (1+G_1)(1+G_2)...(1+G_n) = \prod_{i=1}^n (1+G_i) \quad (2)$$

- BG_n** : "n"ci ay sonuna kadar bileşik getiri
BG_i : "i"nci ay sonuna kadar bileşik getiri
G_i : "i"nci aya ait getiri
n : Dönem (ay) sayısı

Daha sonra söz konusu bileşik getirilerin ortalamaları alınmış ve yıllığa dönüştürülerek dikkate alınmıştır.

4.2. Araştırmanın Metodolojisi

Marka değeri ile finansal performans arasındaki ilişki değişik ölçütler noktasında birçok araştırmaya konu olmakla birlikte bu çalışmada, Brand Finance'in hem finansal yöntemlerin hem de davranışsal yöntemlerin bileşiminden oluşan marka değerlendirme ölçütü ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi incelemek üzere odaklanmıştır. Diğer bir ifadeyle, markalı ürünün gelecekte sağlayacağı tahmin edilen gelirlerin markaya olan katkısı tespit edilerek elde edilen marka değerinin firmanın hisse senedi getirisi üzerinde etkisi olup olmadığı incelenmiştir.

Araştırmanın motivasyonu marka değerinin, hisse senedi getirileri üzerinde etkisi olduğu hipotezi üzerine kurulmuştur. Bu bağlamda araştırmada test edilecek sıfır hipotezi ve alternatif hipotezi aşağıdaki gibi kurgulanmıştır:

H₀: Marka değerinin hisse senedi getirileri üzerinde etkisi yoktur.

H₁: Marka değerinin hisse senedi getirileri üzerinde etkisi vardır.

Bu amaçla değişkenler arasındaki ilişkiyi daha iyi analiz edebilmek için veri seti olarak panel veri seti kullanılmıştır. Panel veride kesit ve zaman serisi verilerini bir araya getirmiş olmasından dolayı gözlem sayısının fazla olması ve bunun sonucunda daha tutarlı sonuçların elde edilebilmesinden dolayı değişkenler bu veri yapısında regresyona sokulmuştur (Baltagi, 2005; Green, 2003). Dolayısıyla bu çalışmada analiz yöntemi olarak da panel regresyon modeli kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak ilgili dönemdeki hisse senedi getirileri, açıklayıcı değişken olarak ise marka değerleri kullanılmıştır. Panel regresyon analizi kapsamında çalışmada kullanılacak olan temel doğrusal model aşağıdaki gibi kurulmuştur;

$$HSG_{it} = \alpha_{it} + \sum_{k=1}^K \beta_{kit} MD_{kit} + u_{it} \quad i=1,2,\dots,N; t=1,2,\dots,T \quad (3)$$

Burada; “HSG” hisse senedinin % olarak getirisini, “ α ” sabit terimi, “ β ” açıklayıcı değişken katsayısını, “MD” marka değerini ve “u” ise rassal hata terimini göstermektedir.

Çalışmada yapılan analizler E-views 8.1 paket programı kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

4.3. Araştırmanın Ampirik Sonuçları

Marka değerinin hisse senedi getirilerini etkileyen önemli bir faktör olup olmadığı üzerine yapılan panel regresyon analizine ait tanımlayıcı istatistikler aşağıda Tablo-5’de verilmiştir.

Tablo 5. Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Std. Sapma	Max.	Min.
Hisse Senedi Getirisi (HSG)	215	16,9	21,8	84,25	0,207
Marka Değeri (MD)	215	558,1	623,6	2389,0	1,120

Tablo 5’de’ki sonuçlar incelendiğinde, 2010-2014 dönemine ilişkin 44 firmanın ortalama bileşik getiri oranı %16,9 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde söz konusu firmalara ait marka değeri 558 milyon ABD’dir. Değişkenlerin standart sapma ve diğer istatistik bilgileri tablo da ayrıntılı olarak verilmiştir.

Sahte regresyon sorunu ile karşılaşmamak için her bir değişkene ait durağan düzeyleri analiz edilmiştir. Panel verilerin birim kök içerip içermediğini test etmede kullanılan yöntemler arasında Levin, Lin ve Chu-t testi (LLCt), Breitung-t testi, Im, Pesaran ve Shin-W testi (IPSw), ADF-Fisher Chi-square ve Choi Z testi, Hadri-Z testi gibi testler kullanılmaktadır (Wu; Lee 2009; Alba; Papell 2007). Bu çalışmada panel birim kök testi olarak Im-Pesaran-Shin (IPS) testi kullanılmıştır (Im, Pesaran, Shin, 2003). IPS testi, özellikle küçük örnek özellikleri diğer testlerden daha iyi olduğu için tercih edilmiştir. Yapılan durağanlık testlerinde veri yapısından dolayı sabitli-trendsiz modeller değerlendirmeye alınmıştır. Her bir serinin durağanlığının analizinde kullanılan Im, Pesaran, Shin (2003) birim kök test sonuçları, Tablo-6’da sunulmuştur.

Tablo 6. IPSw Panel Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler	Im, Pesaran ve Shin W testi (Sabitli ve Trendsiz)	
	İstatistik Değeri	P değeri
Hisse Senedi Getirisi (HSG)	-3,74055	0,0001
Marka Değeri (MD)	-6,82298	0,0000

Tablo 6’da görüldüğü gibi IPSw testi ile değişkenlere ait birim kök süreçleri incelenmiş ve analiz sonuçlarına göre hiçbir değişken için birim kök yoktur sonucuna ulaşılmıştır ($p < 0.01$). Diğer bir ifadeyle IPSw testi sonuçlarına göre seriler durağandır. Sonuç olarak yapılan birim kök testiyle marka değeri ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi modellemede kullanılan değişkenlere ait serilerin modelleme ve tahmin için elverişli bir yapıda oldukları kabul edilmiştir.

Panel veri analizinde modellemenin sabit etki formunda mı yoksa tesadüfi etki formunda mı çalışılacağı önemli bir sorudur. Bu sorunun cevabı bireye özgü hata terimi u_i ile açıklayıcı değişkenler arasındaki muhtemel korelasyonun varlığına dayalıdır (Gujarati, 1999). Çalışmada sabit etki modeli ile tesadüfi etki modeli arasında seçim yapmayı sağlayan Hausman (1978) tarafından önerilen test kullanılmıştır (Hausman, 1978).

Modellemeye ilişkin yapılan Hausman testi sonuçlarına göre (Hausman test istatistiği: 0,023210; p değeri: 0.8789) “tesadüfi etkiler mevcuttur” şeklindeki H_0 hipotezi kabul edilmektedir. Buna göre panel regresyon tahmininde tesadüfi etkiler yöntemi kullanılmıştır.

BİST’de yer alan tüm firmalar modelde yer almadığı ve çeşitli kısıtlamalardan sonra seçilmiş 44 firma analize dâhil edildiği için tesadüfi etkiler modelinin kullanılmasının olağan olduğu düşünülebilir. Panel veri modellerinde sabit etkiler modelinin hata terimleri ile bağımsız değişkenler arasında bir ilişki olmadığı varsayımı yapması nedeniyle rassal etkilere göre daha çok tercih edildiği söylenebilir. Ancak sabit etkiler modeli kullanıldığında, marjinal etkiler hesaplanırken modelde yer alan α_i gibi zaman içinde değişmeyen değişkenler yok olmaktadır. Bu nedenle, bu çalışma kapsamında daha kısıtlayıcı varsayımlara sahip olsa bile, marjinal etkilerin hesaplanabilmesi için rassal etkiler modeli tercih edilmektedir (Kılıç, 2014). Bu testin sonucu baz alınarak seçilen modele ait panel regresyon analizleri yapılmıştır. Modeline ilişkin sonuçlar Tablo-7’de verilmiştir.

Araştırmanın sonuçları dikkate alındığında elde edilen bulgular Aydın ve Ülengin (2011), Bursalı ve Kahraman (2009) ve Akbulut ve Paksoy (2007) deki bulgularla genel olarak benzerlik taşımaktadır. Genel olarak marka değeri yüksek olan hisse senetlerinin daha fazla getiri sağlayabilecekleri düşünülebilir. Bu kapsamda analiz sonuçları değerlendirildiğinde bağımsız değişken olan marka değerinin bağımlı değişken olan hisse senedi getirileri üzerinde etkili oldukları şeklindeki H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Tablo 7. Tahmin Edilen Modelin Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	t istatistiği	Std. Hata	P Değeri
Sabit	0,194737	2,528854	0,190060	(0,0483)*
Marka Değeri (MD)	0,194737	2,528854	0,077006	(0,0123)*
R ²	0,033			
Düzeltilmiş R ²	0,028			
F-istatistiği	6,524836			
P değeri (F)	(0,0114)			
D-W istatistiği	2,2109			
Gözlem sayısı	191			

5. Sonuç

Marka ve marka değeri konusunda çalışmaların önem kazanması ile birlikte marka değerlendirme çalışmaları ayrı bir öneme sahip olmuştur. Marka değerinin firmaların değerine olumlu katkı yapması birçok firma tarafından başarı göstergesi olarak kullanılmasını sağlamıştır. Hatta birçok firma marka değerini yıllık finansal raporlarına dâhil etmekte, ortakları ve diğer paydaşları ile paylaşmaktadır. Aslında marka değeri, markalı bir faaliyetin performansını en sağlıklı şekilde ortaya koyan bir gösterge olduğu için, yıllar itibarıyla, performansta oluşan değişimi izlemek mümkün olabilmektedir.

Bu çalışmada bir performans göstergesi olarak giderek önem kazanan marka değeri kavramının firmaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. 2010-2014 yılları arasında BİST’te işlem gören 44 firmaya ait Brand Finance’dan temin edilen marka değerleri ve BİST’ten alınan yıllık

hisse senedi getirilerine dayalı olarak bir panel regresyon analizi gerçekleştirilmiştir. Çalışmada kullanılan her bir değişkenin durağan olduğu birim kök testleri ile tespit edildikten sonra araştırma hipotezi tesadüfi etkiler modeli kullanılarak panel regresyon analizi ile sınanmıştır. Tahmin edilen modele ait ampirik bulgular; marka değeri ile hisse senedi getirileri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Çalışmadaki marka değeri hesaplamaları profesyonel olarak Brand Finance şirketinden ve hisse senedi getirileri BİST’ten alınması hesaplama hatalarını en aza indirdiği düşünülmektedir. Hemen hemen her araştırmada olduğu gibi analizi gerçekleştirilen bu çalışmada da bazı sınırlamalar vardır. Bağımsız değişken olarak kullanılan firmalara ait marka değeri finansal ve davranışsal yöntemlere göre (Brand Finance) hesaplanmıştır. Bunun dışındaki diğer yöntemlere göre marka değeri hesaplanmadığı bilinmelidir. Ayrıca araştırmaya ait zaman sınırlaması yapılmıştır. Bundan sonra yapılacak olan çalışmalarda period daha uzun alınabilir ve diğer marka değeri hesaplama yöntemleri de dikkate alınarak yöntemlerin hisse senedi getirisini açıklamada karşılaştırmalar yapılabilir.

Son Notlar

¹Londra merkezli olarak Türkiye, A.B.D., Almanya, Avustralya, Brezilya, Dubai, Fransa, G.Afrika, G.Kore, Hırvatistan, Hindistan, Hollanda, Hong Kong, İspanya, İsviçre, Kanada, Portekiz, Rusya, Singapur, Sri Lanka şubeleri ile geniş bir coğrafyada faaliyet göstermektedir. Brand Finance faaliyetlerini, değerlendirme, çözümlene, strateji geliştirme ve Marka ile ilgili işlemler olmak üzere dört temel alanda faaliyet göstermektedir. Düzenli olarak her yıl Golbal500, Banking500, Telecom500, Nation Brand Index, European Football Clubs gibi araştırmalar yayınlamak farklı alanlarda marka yönetimlerine ışık tutmaktadır (www.brandirectory.com).

Kaynaklar

- Aaker, A. D. (1991). *Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name*. New York, USA: The Free Press, Macmillan Inc.
- Aaker, A. D. (2009). *Marka Değeri Yönetimi: Bir Marka İsmi Değerinden Yararlanmak*. İstanbul: MediaCat Yayınevi.
- Aaker, A. D. (2014). *Markalama*. İstanbul: MediaCat Yayınevi.
- Akbulut, R., & Paksoy, M. (2007). Marka Değerini Etkileyen Faktörler: Seçilmiş Bazı Küresel İşletmelerde Marka Değeri İle Finansal Göstergeler Arasındaki İlişki. *İktisat İşletme ve Finans*, Cilt: 22, 123-132.
- Alba, J. D., & David H. P. (2007). Purchasing Power Parity and Country Characteristics: Evidence from Panel Data Test. *Journal of Development Economics*. Vol. 83, No.1, 240-251.
- Aydın, G. (2009). Tüketici Temelli Marka Değerinin Firmaların Finansal Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye’de Bir Çalışma. İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Doktora Tezi.
- Baltagi, B.H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. England: Third Edition, John Wiley&Sons Inc.
- Bursalı, O. B. (2007). Marka Değerinin Tespiti ve Denizli Tekstil Sektörü Üzerinde Uygulaması. Ankara: Doktora Tezi.
- Bursalı, O. B., & Karaman, A. (2009). Yönetimsel ve Finansal Açından Marka Değeri Denizli Tekstil Sektöründe Bir Uygulama. *Selçuk Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, Sayı 16.
- Champanis, G., & Vila, F. R. (2012). *Değerli Marka*. İstanbul: Optimist Yayınları.
- Clifton, R. (2014). *Markalar ve Markalaşma*. İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- Çakırer, M. A. (2013). *Marka Yönetimi Ve Marka Stratejileri*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Çelik, A. E. (2006). Marka Değerleme. *Muhasebe Finansman Dergisi*, Sayı:31.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B., Demirgüneş, K., Başçı E. S., & Küçükkaplan, İ. (2011). *Marka Değerinin Tespiti*. İstanbul: İMKB Yayınları.
- Green, W.H. (2003). *Econometric Analysis*. New Jersey: Prentice Hall.
- Gujarati, D.N. (2003). *Basic Econometrics*. 4th Ed. New York: McGraw Hill, 636-652, 2003.
- Güllülü, U., Erciş, A., Ünal, S., Bilgili, B., & Gödekmerdan, L. N. (2008). *Sigorta Hizmetlerin Marka Değeri ve Marka Güveni*. Ankara: Detay Yayıncılık.

- Gürbüz, A. O., & Erzincan, Y. (2008). *Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Gürsoy, C. T. (2014). *Finansal Yönetim İlkeleri*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Haigh, D., & İlgüner, M. (2012). *Marka Değeri*. İstanbul: Boyut Yayın Grubu.
- Hausman, J. A. (1978). *Specification Tests in Econometrics*. *Econometrica*, 46(6), 1251- 1271.
- Im, K.S., Pesaran, M.H., & Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, 115, 53-74.
- Kapferer, J.N. (1992). *Strategic Brand Management: New Approaches to Creating and Evaluating Brand Equity*. New York: Free Press, Toronto: Maxwell Macmillan Canada.
- Kaya, F. (2014). Paydaşların Şehir Markasına Yönelik Tutum ve Davranışlarının İncelenmesi: Muğla İli Örneği. Muğla: Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.
- Kaya, Y. (2002). *Marka Değerleme Metodları ve Bu Metodların Kullanımında Sermaye Piyasası Mevzuatı Açısından Çıkabilecek Sorunlar, Yeterlik Etüdü*. İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi.
- Keller, K. L. (1993). Conceptualizing, Measuring, Managing Customer-Based Brand Equity. *Journal of Marketing*, Vol:57, No:1.
- Kılıç, D. (2014). Sigara Tüketiminin Panel Veri Analizi: İngiltere İçin Bir Uygulama. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16/3, 128-142.
- Kotler, P. (2003). *Kotler ve Pazarlama*. İstanbul: Sistem Yayıncılık.
- Kotler, P. (2000). *Pazarlama Yönetimi*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Lettau, M., & Ludvigson, S. C. (2005). Expected Returns and Expected Dividend Growth. *Journal of Financial Economics*, Vol.76, 583-626.
- Lewellen, J. (2004). Predicting Returns with Financial Ratios. *Journal of Financial Economics*, Vol.74, 209-235.
- Örten, R., Kaval H., & Karapınar A. (2015). *Türkiye Muhasebe Finansal Raporlama Standartları Uygulama ve Yorumları*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Özveren, M. (2008). *İşletmelerde Değer Yönetimi*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Sevil, G., Başar M., & Çoşkun M. (2013). *Finansal Yönetim II*. Ankara: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını.
- Taşkın, Ç., & Akat, Ö. (2012). *Marka ve Marka Stratejileri*. Bursa: Alfa Aktüel Yayınları.
- Tayşi, C. (2013). Marka Değerleme Yöntemleri ve Marka Değerinin Firma Değeri İçerisindeki Yeri. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Toksarı, M., & İnal, E. M. (2012). *Tüketici Temelli Marka Değeri Ölçümü*. İstanbul: İdeal Kültür Yayıncılık.
- Türko, R. M. (1994). *Finansal Yönetim*. Erzurum: Atatürk Üniversitesi Yayınları Ders Kitapları Serisi No:29.
- Ünlü, U., Bayraktaroğlu A., & Ege, İ. (2009). Hisse Senedi Endeks Getirileri ve Temettü Verimi: İMKB 100 ve S&P 500 Endeksleri Üzerine Bir Uygulama. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 11 / 1, 143-158,
- Wu, Jyn-Lin, & Hsiu-Yun, L. (2009). A Revisit to the Non-Linear Mean Reversion of Real Exchange Rates: Evidence from A Series-Specific Non-Linear Panel Unit-Root Test. *Journal of Macroeconomics*, 2009.
- http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5648aa1904a0f2.86283295 (10.11.2015).
- http://brandirectory.com/league_tables/table/top_turkey_100_2011 (Erişim Tarihi, 21 Eylül 2015).
- http://brandirectory.com/league_tables/table/turkish_500 (Erişim Tarihi, 21.09.2015).
- http://brandfinance.com/images/upload/brandfinance_journal_turkey_2012.pdf (Erişim Tarihi, 21 Eylül 2015).
- http://brandfinance.com/images/upload/brand_finance_turkey_100_2013.pdf (Erişim Tarihi, 21 Eylül 2015)
- http://brandfinance.com/images/upload/turkey_100_2014.pdf (Erişim Tarihi, 21 Eylül 2015).
- http://brandfinance.com/images/upload/brand_finance_turkey_100_2015.pdf (Erişim Tarihi, 21 Eylül 2015).
- <https://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/tum-sirketler.aspx> (Erişim Tarihi, 21 Eylül 2015).
- <http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri/sirketler-verileri/aylik-fiyat-ve-getiri-verileri> (Erişim Tarihi, 02 Mart 2016).

This Page Intentionally Left Blank