

Marka Değerinin Hirose Yöntemiyle Tespiti ve Finansal Performans Analizi: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Aracı Kurumlar Üzerine Bir Uygulama (Determination of the Brand Value Using the Hirose Method and Financial Performance Analysis: An Application on Intermediary Institutions Listed in Borsa İstanbul)

Abdullah KILIÇARSLAN^a Mustafa Çağrı SUCU^b

^a Bağımsız araştırmacı, Abdullah.kilicarslan@outlook.com

^b Türk Telekom, Ankara, Türkiye, mcagris@gmail.com

MAKALE BİLGİSİ	ÖZET
Anahtar Kelimeler: Aracı Kurum Hirose Yöntemi Finansal Oran Marka Değeri	Amaç – Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'da hisseleri işlem gören sermaye piyasası aracı kurumlarının, marka değerinin ve finansal performanslarının ölçülmesi ve karşılaştırılmasıdır. Yöntem – Çalışmada kullanılan verilere, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (www.tspb.org.tr) ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (www.kap.org.tr) üzerinden erişilmiştir. Aracı Kurumların marka değerlerinin hesaplanmasında, literatürde şirketlerin marka değerlerinin hesaplanmasında sıklıkla tercih edilen Hirose yöntemi, finansal performanslarının ölçülmesinde ise çok kriterli karar verme yöntemlerinden Gri İlişkisel Analiz (GİA) yöntemi kullanılmıştır. Aracı kurumların finansal oranlarının Hirose yöntemiyle hesaplanan marka değerleri üzerindeki etkisi, regresyon analiziyle tespit edilmiştir. Hirose yöntemiyle hesaplanan marka değerleri ile GİA finansal performans sıralama sonuçları arasındaki ilişkiler, mukayeseli olarak analiz edilmiştir. Bulgular – Çalışmada, borçlanma oranı ile marka değeri arasında negatif ilişki bulunduğu tespit edilmiştir. Net çalışma sermayesi oranı arttıkça marka değeri düşmektedir. Bu yönüyle, net çalışma sermayesi ile marka değeri arasında negatif bir korelasyonun varlığı söz konusudur. Likidite oranları ile marka değeri arasında negatif yönlü ilişki bulunduğu görülmüştür. 2016-2020 dönem verileri çerçevesinde, marka değerinin %29,5'lik kısmının piyasa değeri ile açıklanabildiği belirlenmiştir. GİA finansal performans sıralama sonuçları ile marka değerleri arasında anlamlı ilişki (negatif yönlü) sadece 2016 verileri bağlamında tespit edilmiştir. GLBMD'nin üç yıl üst üste en iyi performansı sergileyen aracı kurum olduğu tespit edilmiştir. 2016 GİA performans sıralama sonuçlarında en iyi performansı sergileyen aracı kurum GEDİK, en düşük performansa sahip olan aracı kurum ise INFO olarak tespit edilmiştir. Tartışma – Sermaye piyasalarında aracılık hizmeti sunan ve hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören aracı kurumların marka değerlerine ve finansal performanslarına yönelik çalışmaların sayısı sınırlıdır. Yapılan analizlerde, 2016 yılı hariç olmak üzere, finansal performans sıralamaları ile marka değerleri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Ayrıca marka değerleri ile piyasa değerleri arasında da anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Çalışma ile elde edilen sonuçlar, hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören aracı kurumların marka değerlerinin, finansal performans ve piyasa değerlerini açıklamakta yetersiz kaldığı sonucunu ortaya çıkarmıştır. Çalışma sonuçlarının, ilgili kurum hisselerine yatırım yapmayı düşünen yatırımcıların yatırım kararlarında yol gösterici nitelikte olduğu değerlendirilmektedir.
Gönderilme Tarihi 20 Ocak 2022 Revizyon Tarihi 25 Haziran 2022 Kabul Tarihi 30 Haziran 2022	
Makale Kategorisi: Araştırma Makalesi	

ARTICLE INFO	ABSTRACT
Keywords: Brokerage House Hirose Method Financial Ratio Brand Value	Purpose – The purpose of this study is to measure and compare the brand value and financial performances of capital market intermediary institutions that whose shares are traded on the Borsa İstanbul. Design/methodology/approach – The data used in the study is available on the Capital Markets Association of Turkey (www.tspb.org.tr) and the Public Disclosure Platform (www.kap.org.tr). The Hirose method, which is the most preferred method in the literature for calculating company brand values, and the Gray Relational Analysis (GHI) method, a multi-criteria decision-making method, were used in measuring financial performance. The impact of the financial ratios of the intermediary institutions on the brand values calculated using the Hirose method was ascertained by the regression analysis. The relationships between the brand values calculated using the Hirose method and the GİA financial performance ranking results were analyzed comparatively. Findings – The study has determined that there is a negative correlation between the borrowing rate and brand value. As the net working capital ratio increases, brand value decreases. In this respect, there is a negative correlation between net working capital and brand value. There were negative correlations between the liquidity ratios and brand value. Based on the period data from 2016 to 2020, 29.5 percent of the brand value can be explained with the market value. A meaningful relationship (negative) between the
Received 20 January 2022 Revised 25 June 2022 Accepted 30 June 2022	
Article Classification: Research Article	

Önerilen Atf/Suggested Citation

Kılıçarslan, A., Sucu, M. Ç. (2022). Marka Değerinin Hirose Yöntemiyle Tespiti ve Finansal Performans Analizi: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Aracı Kurumlar Üzerine Bir Uygulama, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 14 (3), 1937-1952.

GIA financial performance ranking results and brand values was determined within the context of 2016 data only. GLBMD was found to be the best performing brokerage house for three consecutive years. 2016 GEDIK is the brokerage house with the best performance in the GIA performance ranking results, and the brokerage house with the lowest performance is set as INFO.

Discussion – The number of studies on the brand values and financial performances of intermediary institutions that provide brokerage services in capital markets and whose shares are traded on Borsa Istanbul is limited. Analyzes have not identified a meaningful relationship between the financial performance rankings and the brand values, excluding 2016. There is also no meaningful relationship between brand values and market values. The results of the study revealed that the brand values of intermediary institutions whose shares are traded at Borsa Istanbul fell short in announcing financial performance and market values. The study results are believed to guide investment decisions of investors interested in investing in the shares of related institutions.

1. Giriş

1980'li yıllarda önem kazanmaya başlayan marka değeri, 1988 yılında Good Fielder Wattie (GFW) isimli bir firmanın Rank Hovis McDougall (RHM) isimli yönetim firmasını satın almak için vermiş olduğu düşük satın alma teklifi üzerine RHM firmasının marka değerlemesi sonucu GFW'nin vermiş olduğu teklifin düşük olduğunu ortaya koymuş olduğu vaka (Salinas, 2012: 35) ile şirketlerin gündemine girmeye başlamıştır. 1986 yılında içecek gıda ve eğlence sektörlerinde yatırımları olan Imperial Group'u 2,5 milyar sterline satın alan İngiltere'nin en büyük onuncu şirketi konumunda bulunan Hanson Trust'ın, 1988 yılı sonunda, tütün hariç diğer Imperial Group varlıklarının satışından elde ettiği gelir 2,26 milyar dolara ulaşmıştır. Hanson Trust'ın nakit akışı yüksek olan ve maliyeti 240 milyon sterlin olan tütün işinden 1988 yılında oluşan faaliyet kârı ise 150 milyon sterlindir (Hill ve Jones, 2006: c438). Bu durum maddi yapısı güçlü avcı şirketlerin, gerçek değerinden daha düşük satın aldığı ve yüksek fiyatlarla sattığı şirketlerin nasıl değerli hale geldiklerini ortaya koymakta ve marka değerlemesinin önemine (McAuley, 2013) işaret etmektedir. Literatürde marka değeri üzerine yapılan çok sayıda çalışma mevcuttur. Yapılan çalışmalarda marka değeri kavramı farklı konseptlerde tanımlanmakla birlikte, yapılan tanımlamaların çerçevesi benzerdir.

Marka değeri; markanın birleşme veya satın almalarda varlık olarak toplam değeri, tüketicilerin markaya olan sadakat gücünün bir ölçüsü ve tüketicilerin markaya olan güven ve düşüncelerinin açıklaması şeklinde bir konsept olarak ifade edilmektedir (Feldwick, 1996: 11). Birleşme ve satın almalar bağlamında marka değeri, bir markanın finansal potansiyelini ortaya koyan nicel bir ölçü, yani markanın gelecekteki kar potansiyeli olarak ifade edilebilir. Marka değeri, satın alan tarafın satın aldığı ürüne yönelik menfi veya müspet düşünceleri ile ilgili sahip olduğu tüm çağrışımları (sadakat) ve bu çağrışımlara ilişkin değeri (finansal) içermektedir (Aaker, 1996; Bello ve Holbrook 1995; Kriegbaum, 1998). Marka değeri, diğer rakip firmalar bağlamında anlamlı engelleyici bariyerler oluşturduğu için ilgili firma markası açısından sürdürülebilir rekabet avantajı ortaya koymaktadır. Marka değeri, markanın farkındalığı, sadakati ve algılanan kalitesi çerçevesinde uzun soluklu stratejik pazarlama vizyonuyla geliştirilmektedir (Yoo vd., 2000: 208). Bu bağlamda, pazarlama çalışmalarının marka değerinin oluşumunda ve geliştirilmesinde önemli rol oynadığı, marka değerinin artması veya azalmasına yol açabildiği göz önünde bulundurulduğunda, firmalar değerli bir varlık olarak marka değerini güçlendirmek için stratejik olarak süreci iyi yönetmek durumundadırlar.

Marka değeri, tüketicinin ilgili markaya ilişkin düşüncesine, hislerine ve davranışına, aynı zamanda da ilgili firmanın bahse konu edilen markasına ilişkin fiyatına, pazar payına ve karlılığına yansımaktadır (Keller, 2016: 1). Böylece markanın gücü, tüketicilerin zaman içerisinde markaya ilişkin düşüncelerinde ve marka deneyimlemelerinde ortaya çıkmaktadır (Keller, 2016: 2). ISO 10668 standartları çerçevesinde, satın alma, birleşme, uyumsuzluk, raporlama vb. herhangi bir amaç çerçevesinde somutlaştırma gerçekleştirilirken, marka değeri; yasal analiz, davranışsal analiz ve finansal analize tabi tutulmaktadır (Heberden, 2011). Değerleme amacı, markaya ve piyasaya ilişkin özellikler, değerlemeye esas veriler ve kapsamı, değerlemede kullanılacak metodun belirlenmesinde etkili olan faktörlerdir (Heberden, 2011: 6). Literatürde marka değerini ortaya koyabilmek üzere; gelir, piyasa ve maliyet yaklaşımları çerçevesinde farklı yöntemler geliştirilmiştir (Kriegbaum, 1998: 9). Bu yöntemlerden piyasa yaklaşımının esası, markanın piyasada satılması durumunda gerçekleşmesi beklenen fiyatın tahmin edilmesidir. Maliyet yaklaşımı, basiretli bir tüccarın markanın oluşumu ve gelişimi maliyetlerinden daha fazlasını ödemek istemeyeceği esasına dayalıdır. Gelir yaklaşımında ise markanın gelecekte vergi sonrası nakit akışlarının uygun bir iskonto ile bugüne indirgenmesi söz konusudur (Haigh, 2010: 34).

Bu çalışmanın temel amacı, sermaye piyasasında aracılık hizmeti sunan ve Borsa İstanbul'da hisseleri işlem gören aracı kurumların, marka değeri ile finansal performanslarının belirlenmesi ve karşılaştırılmasıdır. Bu amaçla ilgili şirketlerin 2016-2020 dönemlerine ait veriler kullanılarak finansal performansları ortaya konulmuş, akabinde ilgili veriler çerçevesinde Hirose yöntemi kullanılarak marka değerleri hesaplanmış ve finansal performans sıralamaları Gri İlişkisel Analiz (GİA) yöntemiyle analiz edilmiştir. GİA yöntemi, son yıllarda ortaya çıkan bir yöntem olarak farklı alanlarda kullanılmakla birlikte finansal performansın ölçülmesinde sıklıkla kullanılmaktadır (Suvvari ve Goyari, 2019: 503; Öksüzkaya, 2020: 163). GİA yönteminde her bir ölçüt ayrı ayrı mukayese edilebilmekte, ölçüt ile alternatifler arasındaki geometrik ilişkinin derecesi ölçülebilmektedir. Böylece, karmaşık çoklu işlem yanıtları, tek bir gri ilişki derecesinin optimizasyonlarına dönüştürülebilmektedir (Sofyalıoğlu, 2011: 159; Tayyar vd., 2014: 21). Kung ve Wen (2007), 2001-2003 verileri üzerinden Tayvan'daki en büyük 20 risk sermayesi şirketinin finansal performansını sıralamak ve şirketlerin nitelikler ile finansal performansları arasında bir ilişki olup olmadığını test etmek için GİA tekniğini kullanmışlardır. Çalışma sonucunda, GİA yönteminin risk sermayesi işletmelerinin özellikleri ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi test etmek için uygun olduğunu, ayrıca yatırımcıların daha objektif ve başarılı yatırım hedefi bulmaları için de kullanılabilir önemli bir yöntem olduğunu tespit etmişlerdir. Dolayısıyla GİA yönteminin küçük örneklerle uygulanabilir olması, belirsiz verilerde bile verimli sonuçlar verebilmesi, verilerin olasılık dağılımı varsayımları sağlamasına gerek olmaması ve katsayıların bir dizi işlemle hesaplanabilmesi (Suvvari ve Goyari, 2019: 503) kapsamında bu çalışmada GİA yöntemi tercih edilmiştir. Çalışma kapsamında marka değeri ve finansal performans sonuçları arasındaki ilişkiler Spearman rho analiziyle değerlendirilmiştir. Ayrıca, aracı kurumların piyasa değerlerinin marka değeri üzerinde anlamlı etkiye sahip olup olmadığını belirlemek için regresyon analizi uygulanmıştır. Aracı kurumlarının marka değerlerinin tespit edilmesine ve finansal performanslarının analiz edilmesine yönelik çalışmaların sayısı sınırlıdır. Marka değerlendirme ve finansal performans analizine yönelik çalışmalar daha çok Borsa İstanbul'da hisse senetleri işlem gören ve Brand Finance raporlarında ilk 100 içerisinde bulunan şirketlere yönelik yapılmaktadır. Bu bağlamda, çalışma ile ulaşılan sonuçların, aracı kurumların marka değerine ve finansal performanslarına yönelik farkındalığa katkı sağlayabileceği değerlendirilmektedir. Ayrıca ilgili kurum hisselerine yatırım yapmayı düşünen yatırımcıların yatırım kararlarında da yol gösterici nitelikte olduğu düşünülmektedir.

2. Literatür

Literatürde şirketlerin marka değeri ve finansal performansını belirlemeye yönelik olarak, Hirose yöntemi ve GİA yöntemi ayrı ayrı kullanılarak yapılan farklı alan çalışmaları bulunmaktadır. Bu çalışmalardan bir kısmı aşağıda yer almaktadır.

Barth ve diğerleri (1998) tarafından, 1991-1996 dönemi Interbrand marka değerlendirme verilerinin, Financial World (FW) tarafından tahmin edilen marka değerleri ile hisse senedi piyasa değerleri ilişkisine yönelik 1.204 denek üzerinde yapılan çalışmada, her iki yöntem spesifikasyonu bağlamında hesaplanan marka değerlerinin, önemli ölçüde ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Madden ve diğerleri (2006) tarafından, hisse senedi ortaklık değeri yaratan marka geliştirme stratejilerine yönelik yapılan çalışmada, güçlü marka değerine sahip şirketlerin, hissedarlarına, düşük riskle daha fazla getiri sağladığı tespit edilmiştir.

Bursalı ve Karaman (2009) tarafından, Hirose yöntemiyle Denizli'deki tekstil sektörü şirketleri baz alınarak yapılan marka değeri çalışmasında, bazı şirketlerin markalarının yüksek marka değeri potansiyeli taşımalarına rağmen bu konumda bulunmadıkları, bu durumun da fason üretim faktörüyle açıklanabileceği tespiti yapılmıştır.

Tayyar ve diğerleri (2014) tarafından, bilişim sektörü şirketlerine yönelik AHP ve GİA yöntemleri kullanılarak çeşitli finansal rasyolar üzerinden finansal performans sıralamalarının yapıldığı çalışmada, karlılığa yönelik kriterlerin diğer kriterlere göre ağırlıklı olduğu, GİA yönteminin finansal performans tespiti için yeterli bulunduğu değerlendirilmiştir.

Meydan ve diğerleri (2016), Borsa İstanbul'da işlem gören gıda sektörü şirketlerinin çeşitli finansal rasyolar üzerinden finansal performanslarını değerlendirdikleri çalışmalarında, klasik finansal rasyo analizi

sonuçlarıyla GİA yöntemi sonuçlarının tutarlı olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca GİA yönteminin finansal performans sıralama değerlendirmelerine bütünsel bir perspektif kazandırdığı ifade edilmiştir.

Alper ve Aydoğın (2017) tarafından yapılan çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören metal eşya, makine ve gereç yapım sektöründe yer alan 17 şirketin 1999-2001 finansal verileri kullanılarak hesaplanan marka değeri ile şirketlerin finansal performansları arasındaki ilişkiler analiz edilmiştir. Çalışmada, finansal bazlı marka değerlemesi yöntemiyle elde edilen değer ile şirketlerin aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı değerleri arasında anlamlı ve pozitif ilişkiler bulunduğu ve marka değeri artışının finansal performansı artırıcı etki yaptığı bulgulanmıştır.

Karadeniz ve diğerleri (2017), Türkiye'de İmalat sanayisi alanında yer alan 21 alt sektöre yönelik GİA yöntemiyle 32 finansal rasyo üzerinden finansal performans analizini gerçekleştirdikleri çalışmalarında, en iyi performansı sergileyen ilk üç sektör olarak; tütün ürünleri imalatı, kok kömürü ve rafinerize petrol ürünleri ile içecek imal eden sektörü tespit etmişlerdir.

Özdağoğlu ve diğerleri (2017), Borsa İstanbul'da işlem gören 98 imalat sektörü şirketinin finansal performansını 11 finansal rasyo üzerinden GİA yöntemiyle ölçtükleri çalışmalarında, yüksek performans sergileyen şirketlerin kırtasiye, çimento ve gübre sektörü şirketleri olduğunu, ilk on sıralama içerisinde bir seramik ve tekstil şirketinin de yer aldığını tespit etmişlerdir.

Ünal ve diğerleri (2017) tarafından, Borsa İstanbul'da işlem gören seramik sanayi firmalarının AHP ve GİA yöntemleri aracılığıyla finansal rasyoları üzerinden finansal performanslarının analizinin gerçekleştirildiği çalışmada, ilk üç sırada yer alan şirketlerin Ege seramik, Kütahya porselen ve Uşak seramik olduğu tespit edilmiştir.

Çam ve diğerleri (2019) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, finansal temelli gelir yaklaşımlarından biri olan Hirose yöntemine ek olarak, şirketlerin beta katsayıları ve dibe uzaklık yakınlık verileri kullanılmıştır. Hirose yöntemi ile elde edilen marka değerleri, Brand Finance tarafından yayınlanan ve ilk 100 marka arasında yer alan aynı şirketlerin marka değerleri ile mukayese edilmiştir. Bu şekilde geliştirilen Hirose yönteminin, risk faktörünü dikkate alarak, marka değerine yeni bir bakış açısı sağlayacağı ifade edilmiştir.

Divanoğlu ve diğerleri (2019) tarafından yapılan çalışmada, Hirose yöntemi ile elde edilen marka değerlemelerinin Brand Finance listesinde yer alan değerlemelerle aynı olmadığı tespit edilmiştir. Bu durumun temel gerekçesinin ise Hirose yönteminin finansal tablo verileri ile hesaplanmasına karşın Brand Finance verilerinin finansal verilere ek olarak tüketici davranışlarını da içermesi olarak bulgulanmıştır.

Grashuis (2019) tarafından 2005–2011 dönemi için 707 ABD pazarlama kooperatifi verisi üzerinden yapılan çalışmada, ilgili kurumların marka değerleri hesaplanmıştır. İlgili kooperatiflerin verilerinin hesaplanması ile ortaya konulan marka değeri ile finansal performans arasındaki ilişkinin analiz edildiği çalışmada, marka değeri ile performans arasında pozitif ilişki bulunduğu ve marka değerinin finansal performans üzerinde gecikmeli olarak etki gösterdiği bulgulanmıştır.

Kahraman ve Gacar (2019) tarafından yapılan çalışmada, Brand Finans listesinde yer alan bankaların marka değerleri ile TOPSİS yöntemi kullanılarak elde edilen finansal sonuçlar karşılaştırılmıştır. Brand Finans Listesi sıralaması ile çalışmada elde edilen finansal verilere göre sıralamanın farklı olduğu bulgulanmıştır.

Yerdelen Kaygın ve diğerleri (2019) tarafından, Borsa İstanbul'da işlem gören küçük ve orta büyüklükteki 27 şirketin 2013-2017 verileri kullanılarak 10 finansal rasyo üzerinden GİA yöntemiyle performans değerlendirme çalışması yapılmıştır. Çalışma sonucunda, ilgili dönemler itibarıyla en iyi finansal performansın Politeknik Metal, en kötü finansal performansın ise Eminiş Ambalaj şirketi tarafından gerçekleştirildiği tespit edilmiştir.

Ersoy (2020), Borsa İstanbul Ulaştırma sektörü altında işlem gören 8 şirketin 13 finansal rasyo üzerinden 2016-2018 verilerini kullanarak finansal performanslarını GİA yöntemiyle değerlendirdiği çalışmasında, yüksek karlılık profili sergileyen şirketlerin performans sıralamalarında üst sıralarda yer aldığı tespitini yapmıştır. Ayrıca 2016 ile 2017 finansal performans sıralamalarının benzer olduğu, 2018 yılı içinse farklılaştığı değerlendirilmiştir.

Uygurtürk ve Yılmaz (2020) tarafından, Borsa İstanbul'da işlem gören ve tekstil, giyim eşyası ve deri sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin 2014-2018 verileri kullanılarak Hirose yöntemiyle marka değeri ile

finansal performanslarının belirlenmesi ve sonuçların karşılaştırılması çalışmasında, şirketlerin performans verileri sıralamaları ile yöntem kapsamında elde edilen sıralamaların uyumsuz olduğu tespiti yapılmıştır.

Akyüz (2021), Borsa İstanbul'da işlem gören ve orman ürünleri sektöründe faaliyet gösteren 5 şirketin 2016-2020 verileri üzerinden GİA yöntemi kullanarak performans değerlendirme çalışması yapmıştır. Çalışmada, mutlak rakamlarla şirketler açısından oransal düzeyde başarı sıralamasında ilk sıralamalarda mali yapı oranlarının yer aldığı, likidite rasyolarının ise son sıralarda bulunduğu tespit edilmiştir. Mali yapısı sağlam şirketlerin likidite yönetiminde sorun yaşamadığı ve başarı sıralamalarında ilk sıralarda yer aldığı değerlendirilmiştir. Ayrıca yabancı kaynak ağırlıklı şirketlerin sermaye maliyetleri açısından yüksek faiz maliyetlerine sahip oldukları ve başarı sıralamalarında son sıralarda yer aldıkları değerlendirilmiştir.

Cici ve Şekeroğlu (2021), reklam harcamalarının, marka değerinin finansal performans üzerindeki etkisinde aracılık rolünün olduğu tespitinde bulunmuş, bu yöntemle hesaplanan marka değerinin, şirketlerin finansal performanslarındaki değişimi açıklamada yetersiz kaldığını belirlemişlerdir.

Mousa ve diğerleri (2021), çalışmalarında, gelişmekte olan dört körfez piyasasında, maddi olmayan duran varlıkların önemli bir bileşeni olarak markanın, firma değeri üzerindeki etkisini ve acente maliyetlerinin hisse getirisi ile marka arasındaki ilişkiyi ortaya koymayı amaçlamışlardır. Çalışmada, markanın, firma değerinin önemli bir parçası olduğu, iyi yönetişimin, firma değeri ile marka değeri arasındaki ilişkiye önemli düzeyde katkı sağladığı bulgulanmıştır.

Kumar ve diğerleri (2021), Interbrand 'da listelenen ilk 100 markanın marka değerinin firma performansı ve hissedar kazancı üzerindeki etkisini, borsa ve faaliyet performansı açısından ortaya koymaya çalışmışlardır. Çalışmada, faaliyet performansı yüksek işletmelerin yüksek marka değerlerine sahip oldukları ve bu bağlamda değer yaratan faaliyetlerin kaynağı olarak marka değerinin işletme karlılığının önemli bir göstergesi olduğu ve nakit akışlarını iyileştirdiği bulgulanmıştır.

Yıldırım ve diğerleri (2021) tarafından, Borsa İstanbul'da işlem gören demir çelik şirketlerinin 2011-2019 verileri üzerinden maliyet ve karlılık rasyoları çerçevesinde GİA yöntemi kullanılarak yapılan performans değerlendirme çalışmasında, EREGL şirketinin 2011 ve 2013, KRMD'nin 2012, ISDMR'in ise 2014-2019 yıllarında en başarılı performansı sergileyen şirketler olduğu tespit edilmiştir.

3. YÖNTEM

3.1. Araştırmanın Örnekleme ve Veri Seti

Türkiye'de sermaye piyasasında faaliyette bulunan aracı kurum sayısı 66 adet olup, bunlardan 6 tanesi sermaye yeterliliğinin kaybedilmesi, iflas veya herhangi bir makul gerekçe çerçevesinde faaliyetleri durdurulmuş aracı kurumlardır. Veri setinin referans alındığı yıllar bağlamında Türkiye'de faaliyette bulunan aracı kurumların sayısı Tablo 1'de yer aldığı şekildedir.

Tablo 1. İşlem Yıllarına Göre Faal Aracı Kurum Sayıları

İşlem Yılı	Aracı Kurum Sayısı
2016	71
2017	65
2018	63
2019	65
2020	60

Kaynak: www.tspb.org.tr

Türkiye'de sermaye piyasasında hizmet sunan aracı kurumların sahiplik yapıları ve hizmet kapsamı, aşağıda Tablo 2'de yer aldığı şekildedir.

Tablo 2. Statülerine Göre Aracı Kurum Sayısı

Statü	Toplam	Banka	Banka Kökenli Olmayan
Geniş yetkili	46	19	27
Kısmi yetkili	9	1	8
Dar yetkili	5		5
Toplam	60	20	40

Kaynak: www.tspb.org.tr, www.spk.gov.tr

Araştırma kapsamında 2016-2020 yılları arasında Borsa İstanbul’da işlem gören aracı kurum sayısı 6 tanedir. Bunlardan İş yatırım ve Oyak yatırım olmak üzere 2’si banka kökenli, İfo, Global, Gedik ve Osmanlı yatırım olmak üzere diğer dördü ise özel şirket kapsamındaki aracı kurumlardır. Halka açık bu 6 aracı kurumun finansal rasyoları kapsamında performanslarının ortaya konulmasında, literatürde yer alan Tablo 3’teki oranlar dikkate alınmıştır.

Tablo 3. Finansal Performans Göstergeleri

Finansal Rasyo	Hesaplama Formülü
Kısa Vadeli Likidite (L)	(Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler)
Nakit Düzeyi (N)	(Nakit Benzeri + Finansal Yatırımlar) / Kısa Vadeli Yükümlülükler)
Net Çalışma Sermayesi (ÇS)	(Dönen Varlıklar - Kısa Vadeli Yükümlülükler) / Toplam Varlıklar)
Özsermaye Finansman (OF)	(Özsermaye / Maddi Duran Varlıklar)
Borçlanma Düzeyi (B)	(Toplam Yükümlülükler / Toplam Varlıklar)
Toplam ciro üzerinden elde edilen Kar (NK)	(Faaliyet Karı / Toplam Net Satış Gelirleri)
Aktif Getiri Oranı (AGO)	(Net kar/Net Satışlar)*(Toplam Net Satış Gelirleri / Toplam Varlıklar)
Özsermaye Getiri Oranı (OGO)	(Net kar/Net Satışlar)*(Toplam Net Satış Gelirleri / Toplam Varlıklar)* (Aktifler / Özsermaye)

Kaynak: (Aras vd., 2008: 86)

Çalışmada kullanılan verilere, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (www.tspb.org.tr) ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (www.kap.org.tr) üzerinden ulaşılmıştır. İlk etapta ilgili aracı kurumların finansal rasyoları analiz edilmiştir. Aracı kurumların finansal performansları, aracı kurumlar bazında, işlem gören aracı kurum ortalamaları bazında ve sektör ortalamaları bazında ortaya konulmuştur. Akabinde Hirose yöntemi kullanılarak aracı kurumların marka değerlerine ulaşılmıştır.

3.2. Araştırmanın Yöntemi

3.2.1. Hirose Yöntemi

Çalışma kapsamında yöntem olarak kullanılan ve marka değerini ortaya koyan bağımsız çalışmalardan birisi olarak Hirose yöntemi, 2002 yılında Japonya Ticaret, Ekonomi ve Endüstri Bakanlığı Marka değerlendirme komitesi tarafından geliştirilmiştir. Çalışma marka değerlendirme yaklaşımlarından herhangi biri içerisinde yer almamasına rağmen bazı yazarlar tarafından gelir yaklaşımı modeller içerisinde yer aldığı şeklinde değerlendirilmektedir. Yöntem, finansal verilerin bazı formülasyonları kullanılmak suretiyle uygulanmaktadır. Yöntem üç temel değişken üzerine inşa edilmiştir. Bu değişkenler; prestij değişkeni şeklinde refere edilen fiyat avantajı, sadakat değişkeni olarak refere edilen müşteri sadakati ve genişleme değişkeni olarak refere edilen markanın genişleme gücüdür (Salinas, 2012: 194). Hirose yöntemi kapsamında şirketlerin marka değeri, aşağıdaki formülasyon ile hesaplanmaktadır (Wang vd., 2012: 463).

$$BV = \left(\frac{PD \cdot ED \cdot LD}{r} \right) \quad (1)$$

Formülde yer alan BV marka değerini, PD prestij değişkenini, ED genişleme değişkenini, LD sadakat değişkenini ve r ise iskonto oranı olarak risksiz faiz oranını ifade etmektedir. Hirose marke değerinin değişkenlerine ilişkin bilgiler aşağıda yer almaktadır.

3.2.1.1. Prestij Değişkeni

Toplam marka değerinin birinci bileşeni olarak prestij değişkeni, bir ürünün rakiplere göre daha yüksek fiyatlarla ve sürdürülebilir olarak satılabilme yeteneğini gösteren fiyat pirimi göstergesidir, yani markanın rakiplere oranla yüksek fiyat avantajının ortaya konulmasıdır. Prestij değişkeni aşağıda yer alan formüle göre hesaplanmaktadır (Salinas, 2012: 195):

$$PD = \frac{1}{5} \sum_{i=-4}^0 \left[\left(\frac{S_i}{C_i} - \frac{S_i^*}{C_i^*} \right) x \frac{A_i}{OE_i} \right] X C_0 \quad (2)$$

Prestij değişkeninin notasyonları şöyledir:

- $\frac{S_i}{C_i}$ oranı; değerlemeye tabi tutulan firmanın satışlarının satılan mallar maliyetine bölümü ile elde oranı,
- $\frac{S_i^*}{C_i^*}$ oranı; kıyas yapılan firmanın satışlarının satılan mallar maliyetine bölümü ile elde oranı,
- $\frac{A_i}{OE_i}$ oranı; promosyon ve reklam giderlerinin toplam faaliyet giderleri içerisindeki oranını,
- C_0 oranı; değerlemeye tabi firmanın satılan mallar maliyetini göstermektedir.

Kıyaslanacak firma, teorik olarak markalı ürünle aynı nitelik ve özelliklere sahip jenerik bir ürün üreten bir firmayı ifade eder. Model uygulamada Japon marka değerlendirme komitesi, kıyas firması olarak aynı sektör içinde fiyat avantajı olmayan, yani birim fiyat endeksi en küçük olan firmayı seçmektedir. Ortalama ilave karlılığın hesaplanabilmesi için en az beş yıllık bir veri setine ihtiyaç duyulmaktadır. Marka yönetim gideri olarak üzerinde konsensüs sağlanmamış olmakla birlikte, reklam veya promosyon giderleri referans alınmaktadır.

3.2.1.2. Genişleme Değişkeni

Genişleme değişkeni, güçlü bir markanın farklı veya benzer sektör, pazar veya coğrafi bölgelere genişleme varsayımı ile temellendirilmektedir. Bu bağlamda genişleme değişkeni, firmanın yurt dışı satış gelirleri ile ana faaliyet gelirleri dışındaki gelirler kullanılarak hesaplanmaktadır. Genişleme değişkeni hesaplama formülü aşağıda yer aldığı şekildedir (Salinas, 2012: 199):

$$ED = \frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \frac{SO_i - SO_{i-1}}{SO_{i-1}} + 1 \quad (3)$$

$$ED = \frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \frac{SX_i - SX_{i-1}}{SX_{i-1}} + 1 \quad (4)$$

Formülde yer alan ED genişleme değişkenini, SO yurtdışı satış gelirlerini ve SX ise Ana faaliyet gelirleri dışındaki ifade etmektedir. Yurt dışı geliri olmayanlar için dört numaralı formül, ana faaliyet geliri dışında geliri olmayanlar için üç numaralı formül, her iki geliri olanlar içinde üç ve dört numaralı formül birlikte kullanılarak hesaplama yapılmaktadır. Son iki yıllık yurt dışı satış gelirlerinin hesaplanabilmesi için en az üç yıllık veriye ihtiyaç duyulmaktadır.

3.2.1.3. Marka Değişkeni

Marka değişkeninde temel olan, sadık müşterilerin zaman içerisinde istikrarlı gelir sağlamasıdır. Marka değişkeni aşağıda yer alan beş numaralı formül kullanılarak hesaplanmaktadır (Salinas, 2012: 197):

$$LD = \frac{\mu_c - \sigma_c}{\mu_c} \quad (5)$$

Formülde yer alan μ_c , şirketin 5 yıllık ortalama satılan malların maliyetini, σ_c ise 5 yıllık süreçte satılan malların maliyetinin standart sapmasını ifade etmektedir.

3.2.2. Gri İlişkisel Analiz Yöntemi

Deng Julong (1989) tarafından geliştirilen Gri ilişkisel Analiz (GİA) yöntemi, eksik bilgileri ve belirsiz problemleri çok hassas bir şekilde ele alan, birden fazla faktör ve değişken arasındaki karmaşık ilişkileri çözmek için birbirinden farklı alanlarda kullanılan bir yöntemdir (Saini ve Panchal, 2017). GİA, normallik, simetri, bütünlük ve yakınlık ilkeleriyle uyum sağlayan geometrik matematik temelli bir yöntemdir. Veri matrisinin normalleştirilmesinde alternatiflerin kriterler referans alınarak hesaplanan alternatiflerin değerlerinin negatif olabilmesine imkan sağlaması yönüyle, finansal oranlar içeren ÇKKV problemlerinde

kullanılabilecek uygun bir yöntemdir (Li vd., 2004; Sallehuddin vd., 2008; Tayyar vd., 2014; Zhai vd., 2009). GİA aşağıdaki aşamalarla hesaplanmaktadır (Uzun, 2019: 127).

- a. n uzunluğundaki referans serilerinin belirlenmesi ve verilerin normalizasyonu.

$$X_i(k) = \{Maks X_i^0(k) - X_i^0(k) | Maks X_i^0(k) - Min X_i^0(k)\} \quad (5)$$

- b. Mukayeseye konu serilerin belirlenmesi.

$$\zeta_i(k) = (\Delta_{\min} + \zeta \Delta_{\max}) / (\Delta 0_{i(k)} + \zeta \Delta_{\max}) \quad (6)$$

- c. Gri ilişki katsayılarının belirlenmesi.

$$\Delta 0_i(k) = |X_0(k) - X_j(k)| \quad (7)$$

$$(\Delta_{\min} = (Min_j * Min_k |X_0(k) - X_j(k)|) \quad (8)$$

$$(\Delta_{\max} = (Maks_j * Maks_k |X_0(k) - X_j(k)|) \quad (9)$$

- d. Gri ilişkisel derecesinin belirlenmesi.

4. BULGULAR

4.1. Finansal Performans Gösterge Bulguları

Borsa İstanbul'da hisseleri işlem gören aracı kurumların finansal performans analiz sonuçları, aşağıda yer alan tablolarda gösterildiği şekildedir. Tablolarda ortalama olarak yer alan değerler, Borsa İstanbul'da hisse senetleri işlem gören aracı kurumların ilgili yıl ortalama değerlerini (BIST Aracı kurum ortalaması) göstermektedir. Sektör ortalaması olarak yer alan değerler ise, sermaye piyasası aracı kurum sektöründe faal halde hizmet sunan aracı kurumların ortalama sektör değerlerini göstermektedir.

Tablo 4. Finansal Performans Sonuçları

2016	L	N	ÇS	ÖF	B	NK	AGO	ÖGO
GEDİK	1,110	0,460	0,090	8	0,850	-0,034	-0,049	-0,328
GLBMD	1,350	0,150	0,210	51	0,620	-0,001	-0,058	-0,152
INFO	2,430	0,870	0,560	33	0,390	0,003	0,061	0,100
ISMEN	1,060	0,750	0,060	99	0,910	0,002	0,016	0,183
OSMEN	1,380	0,570	0,270	79	0,710	0,002	0,017	0,057
OYYAT	1,290	0,740	0,220	40	0,760	0,000	-0,010	-0,010
Ortalama	1,440	0,590	0,240	52	0,710	-0,005	-0,117	-0,592
Sektör Ort.	1,200	0,790	0,160	23	0,800	0,002	0,023	0,114
2017	L	N	ÇS	OF	B	NK	AGO	OGO
GEDİK	1,100	0,410	0,090	10	0,870	0,030	0,022	0,167
GLBMD	1,330	0,160	0,190	57	0,610	0,001	0,050	0,129
INFO	1,870	0,390	0,430	20	0,490	0,000	0,021	0,042
ISMEN	1,070	0,680	0,070	40	0,910	0,004	0,024	0,269
OSMEN	1,760	1,210	0,400	59	0,540	0,006	0,070	0,151
OYYAT	1,210	0,630	0,170	54	0,800	0,016	0,033	0,167
Ortalama	1,390	0,580	0,220	40	0,700	0,010	0,200	1,023
Sektör Ort.	1,200	0,760	0,160	29	0,800	0,005	0,032	0,158
2018	L	N	ÇS	OF	B	NK	AGO	OGO
GEDİK	1,160	0,550	0,130	11	0,820	0,018	0,037	0,208
GLBMD	1,270	0,120	0,190	46	0,700	0,001	0,029	0,095
INFO	2,310	0,890	0,520	31	0,410	0,101	0,048	0,081
ISMEN	1,120	0,760	0,100	53	0,870	0,006	0,041	0,308
OSMEN	1,840	1,430	0,420	42	0,510	0,004	-0,006	-0,012
OYYAT	1,210	0,500	0,170	74	0,800	0,004	0,029	0,145
Ortalama	1,480	0,710	0,250	43	0,680	0,022	0,231	0,966
Sektör Ort.	1,400	0,880	0,270	32	0,720	0,009	0,060	0,212
2019	L	N	ÇS	OF	B	NK	AGO	OGO
GEDİK	1,130	0,440	0,100	9	0,840	0,015	0,071	0,442
GLBMD	1,140	0,080	0,110	42	0,810	0,001	0,007	0,038

A. Kılıçarslan – M. Ç. Sucu 14/3 (2022) 1937-1952

INFO	1,110	0,420	0,090	9	0,850	0,106	0,024	0,157
ISMEN	1,130	0,520	0,110	65	0,820	0,002	0,064	0,358
OSMEN	1,390	1,000	0,260	33	0,690	0,010	0,078	0,253
OYYAT	1,200	0,730	0,160	96	0,800	0,005	0,052	0,259
Ortalama	1,180	0,530	0,140	42	0,800	0,023	0,273	1,461
Sektör Ort.	1,310	0,710	0,220	23	0,720	0,003	0,063	0,225
2020	L	N	ÇS	OF	B	NK	AGO	OGO
GEDIK	1,130	0,400	0,110	16	0,860	0,028	0,070	0,494
GLBMD	1,170	0,060	0,140	58	0,810	0,003	0,050	0,268
INFO	1,140	0,430	0,120	14	0,860	0,011	0,045	0,320
ISMEN	1,290	0,340	0,220	104	0,760	0,010	0,124	0,505
OSMEN	1,190	0,730	0,150	6	0,810	0,015	0,111	0,579
OYYAT	1,200	0,380	0,160	18	0,800	0,008	0,082	0,409
Ortalama	1,190	0,390	0,150	36	0,820	0,012	0,117	0,657
Sektör Ort.	1,350	0,520	0,240	24	0,720	0,009	0,112	0,400

Aracı kurumların alacak tahsilatında yaşanabilecek bir problem veya hizmet satışlarında yaşanması muhtemel riskler karşısında, cari varlıklarıyla kısa vadeli borçlarını ödeme güçlerini gösteren oran, likidite oranıdır.

Tablo 4'te yer alan verilerde, likidite oranları açısından 2020 yılında genel olarak BIST aracı kurum ortalamasının 2014 yılı değerine göre %17 gerilediği, buna karşın sektör ortalamasının ise %12,5 yükseldiği görülmektedir. Covid-19 Pandemi etkisinin yoğun olarak yaşandığı 2020 yılı için, sektör ortalama verilerinin yükseldiği görülmektedir. 6 aracı kurumun 5 yıllık ortalama nakit düzeyi sektör ortalamasının %23 gerisindedir. Ortalama 5 yıllık veriler çerçevesinde BIST Aracı kurum ortalaması ve sektör ortalamasının nakit düzeylerine bakıldığında kısa vadeli borcun düşük olması hasebiyle ilk sırada nakit fazlalığı ile OSMEN, kısa vadeli borcun nispeten yüksek olması hasebiyle son sırada ise GLBMD görülmektedir.

Aracı kurumların kısa vadeli finansal yatırımları ve borçları, sektöre göre nakit açığı veya fazlalığı bulunma durumlarını açıklamaktadır. Kısa vadeli likidite göstergelerinden biri olarak net çalışma sermayesi, aracı kurumların toplam varlıklarına oranla likiditelerinin ne oranda olduğunu göstermektedir. 2020 ISMEN verisinden hareketle, ISMEN'in her 100 TL'lik varlığına karşılık elinde 22 TL'lik net dönen varlığı bulunmakta iken sektördeki aracı kurumların ortalaması 24 TL'dir.

Çalışma sermayesi oranı istikrarlı bir şekilde artan tek aracı kurum ISMEN'dir. Özsermaye ile finansmanda Aracı kurumların 5 yıllık dönem içerisinde BIST Aracı kurum ortalamaları, sektör ortalamalarının üzerinde seyretmiştir.

Borsa İstanbul'da hisseleri işlem gören altı aracı kurumun borçlanma sektör oranlarının son üç yıl içerisinde sabit kaldığı gözlemlenmektedir. Bu bağlamda hissesi işlem gören aracı kurum borçlanma ortalamaları sektör ortalamalarına göre yüksektir.

Beş yıllık ortalama verilere göre BIST Aracı kurum ortalaması 0,74, sektör ortalaması ise 0,75'tir. 2020 verilerine göre ise BIST Aracı kurum borçlanma ortalaması sektör borçlanma ortalamasının %14 üzerinde gerçekleşmiştir. Genel olarak altı aracı kurumun borçlanma oranlarının sektör ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir. Genel olarak 2016 hariç diğer yıllarda, altı aracı kurumun faaliyet kar marjları sektör ortalamasının üzerinde seyretmiştir.

Aracı kurum varlıklarının verimli kullanılıp kullanılmadığına ilişkin oranlara bakıldığında, 2016 yılında BIST Aracı kurum aktif getiri ortalamasının altında herhangi bir aracı kurum yer almazken INFO hariç diğer aracı kurumların sektör ortalamasının altında yer aldıkları görülmektedir.

Aracı kurum hissedarlarının kuruma sağladıkları öz sermayenin kârlılığın ilişkin oranlara (özsermayenin verimli kullanılıp kullanılmadığının ölçüsü) göre, aracı kurumların 5 yıllık dönem içerisinde BIST Aracı kurum ortalamaları, sektör ortalamalarının üzerinde seyretmiştir.

4.2. Hirose Yöntemine Göre Marka Değerleme Bulguları

Hirose yöntemi aşamaları takip edilerek marka değerleri hesaplanmıştır. Prestij değişkenleri hesaplanan aracı kurumların verileri tablo 5'te yer almaktadır. Prestij değişkenine ilişkin hesaplama verileri, TL değeri üzerinden gerçekleştirilmiştir.

Tablo 5. Prestij Değeri Sonuçları

Şirket	PD
GEDİK	43.989.526
GLBMD	67.784
INFO	44.909.270
ISMEN	9.450.931
OSMEN	1.866.509
OYYAT	70.447

Prestij değişkeni değeri düşük çıkan aracı kurumlar, ilgili yıl verileri en düşük olan ve rakip olarak kıyaslamaya konu kurumlardır. Hirose yöntemine göre sadakat değişkeni, aracı kurumların satılan malın maliyeti (Ci) tutarının yıllar itibariyle sürdürülebilir olma özelliğini ifade etmektedir. Bu bağlamda sadakat değişkeni hesaplama veri sonuçları aşağıda yer aldığı şekildedir.

Tablo 6. Sadakat Değeri Sonuçları

Şirket	μc	σc	LD
GEDİK	3.166.218.188,00	3.104.620.433,00	0,02
GLBMD	8.329.290.967,00	1.379.806.643,00	0,83
INFO	2.370.698.267,00	2.938.555.406,00	-0,24
ISMEN	98.132.952.908,00	86.347.852.124,00	0,12
OSMEN	1.221.732.144,00	1.482.950.194,00	-0,21
OYYAT	13.596.361.485,00	6.925.440.163,00	0,49

Genişleme değişkeni kapsamında aracı kurumların yurtdışı satış gelirleri ve ana faaliyet dışı gelirlerinin ortalaması kullanılmaktadır. Bu değerlerin hesaplanabilmesi en az üç yıllık aracı kurum verisine ihtiyaç duyulmaktadır. Araştırma kapsamındaki bazı aracı kurumlarının yurtdışı satış geliri bulunmadığından hesaplama ana faaliyet dışı gelirlerinin ortalaması kullanılarak yapılırken, yurtdışı satış geliri ve ana faaliyet dışı geliri bulunan aracı kurumlar içinse her iki veri değeri kullanılarak hesaplamalar yapılmış ve Tablo 7'deki değerler elde edilmiştir.

Tablo 7. Genişleme Değeri Sonuçları

Şirket	ED
GEDİK	4,03
GLBMD	1,09
INFO	0,89
ISMEN	1,72
OSMEN	0,30
OYYAT	3,66

Aracı kurumların 2016-2020 verileri çerçevesinde hesaplanan prestij (tutar olarak), sadakat (oran) ve genişleme (oran) değişkenleri değerlerinin çarpılması ve akabinde elde edilen yeni değerlerin iskonto oranı (risksiz faiz oranı) ile bölümü sonucu aracı kurumların marka değerleri tutar bazında elde edilmiştir. 31.12.2020 tarihli gösterge tahvilin faiz oranı %14,89 'dur ve bu oran iskonto oranı olarak kullanılmıştır.

Tablo 7. Marka Değeri Sonuçları

Şirket	Marka Değeri (TL)	2016-2020 Dönemi Ortalama Piyasa Değeri (milyon TL)	2020 Yılı Piyasa Değeri (milyon TL)
GEDİK	23.164.737	1.512	183,07
GLBMD	412.656	240,4	73,36
INFO	(63.994.306)	645	174,17
ISMEN	13.105.523	6.269,30	1.983,34
OSMEN	(815.881)	617,49	171,19
OYYAT	848.506	1.433	460,25

Tablo verilerine göre özel aracı kurumlardan İfo yatırım ve Osmanlı yatırımın sadakat değerlerinin eksi değerlerde olması nedeniyle marka değerlemesi açısından negatif bir değere sahip olduğu tespit edilmiştir. Aracı kurumların Hirose yöntemiyle hesaplanan marka değerleri ile finansal oranları arasındaki Spearman rho korelasyon derecesi tablo 8’de yer aldığı şekildedir.

Tablo 8. Aracı Kurumların Finansal Oranları ile Marka Değerleri Arasındaki Korelasyon

Finansal Rasyo	Marka Değeri
L	-,986**
N	-0,232
ÇS	-,943**
ÖF	0,143
B	,986**
NK	-0,203
AGO	-0,232
ÖGO	0,429

** Correlation is significant at the 0,01 level (2-tailed).

Tablo 8 verilerinden görüleceği üzere marka değerleri ile kısa vadeli likidite oranları arasında negatif yönlü %98 oranında bir ilişki, net çalışma sermayesi ile negatif yönlü %94 oranında bir ilişki ve borçlanma düzeyi ile negatif yönlü %98 bir ilişki olduğu söylenebilir. Diğer finansal oranlarla marka değerleri arasında anlamlı ilişki bulgulanamamıştır.

Aracı Kurumların finansal oranları ile hesaplanan marka değerleri sıralaması Tablo 9’da yer aldığı şekildedir.

Tablo 9. Aracı Kurumların Finansal Rasyoları ve Hesaplanan Marka Değerleri Sıralaması

Şirket	L	N	ÇS	OF	B	NK	AGO	OGO	Marka Değeri
GEDİK	1,13	0,45	0,10	10,80	0,85	0,011	0,030	0,197	23.164.737
GLBMD	1,25	0,11	0,17	50,80	0,71	0,001	0,016	0,076	412.656
INFO	1,77	0,60	0,34	21,40	0,60	0,044	0,040	0,140	-63.994.306
ISMEN	1,13	0,61	0,11	72,20	0,85	0,005	0,054	0,325	13.105.523
OSMEN	1,51	0,99	0,30	43,80	0,65	0,007	0,054	0,206	- 815.881
OYYAT	1,22	0,60	0,18	56,40	0,79	0,007	0,037	0,194	848.506

Aracı kurumların piyasa değerlerinin marka değeri üzerinde anlamlı etkiye sahip olup olmadığını belirlemek için yapılan regresyon analizi sonucu Tablo 10’da yer almaktadır.

Tablo 10. Regresyon Analizi Sonucu

Model 1	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
	,543a	0,295	-0,175	33170238,98

a Predictors: (Constant), Beş yıllık Ortalama Piyasa Değeri, 2020 Yılı Piyasa Değeri

Aracı kurumların marka değerleri ile piyasa değerleri arasında pozitif yönlü olarak %54 seviyesinde bir ilişki bulunmaktadır. Tablo 10 verilerine göre, marka değerinin sadece %29,5'i piyasa değeri ile açıklanmaktadır. Tablo 11'e göre Anova testi ile hesaplanan anlamlılık değeri ($P=,592$) $P>,05$ olduğundan dolayı marka değerleri ile piyasa değerleri arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır.

Tablo 11. Anova Testi Sonucu

Model 1	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	1,38037E+18	2	6,90185E+17	0,627	,592b
Residual	3,30079E+18	3	1,10026E+18		
Total	4,68117E+18	5			

a Dependent Variable: Marka Değeri

b Predictors: (Constant), Beş yıllık Ortalama Piyasa Değeri, 2020 Yılı Piyasa Değeri

4.3. GİA Yöntemi Bulguları

2016-2020 dönemi verileri üzerinden hesaplanan GİA finansal performans sonuçları ve dereceleri, Tablo 12'de yer aldığı şekildedir.

Tablo 11. GİA Sonuçları

GİA		GEDİK	GLBMD	INFO	ISMEN	OSMEN	OYYAT
Derece	2016	0,8240	0,6650	0,4607	0,5200	0,4628	0,5104
	2017	0,7042	0,6456	0,7590	0,6645	0,4686	0,5392
	2018	0,6663	0,6812	0,5046	0,6093	0,6658	0,6051
	2019	0,6451	0,8252	0,6934	0,5955	0,5398	0,5205
	2020	0,6267	0,7733	0,7210	0,4886	0,5262	0,5884
Sıra	2016	1	2	6	3	5	4
	2017	2	4	1	3	6	5
	2018	2	1	6	4	3	5
	2019	3	1	2	4	5	6
	2020	3	1	2	6	5	4

Tablo 11 incelendiğinde, 2018, 2019 ve 2020 yılları için 1, sırada yer alarak en iyi performansı sergileyen aracı kurumun GLBMD olduğu görülmektedir. İlgili dönemlerde en az üç kez aynı sıralamada (5.) yer alan aracı kurum OSMEN'dir. GEDİK, ilgili yıllar içerisinde sürekli ilk üç içerisinde yer almıştır. OYYAT ise ilgili yıllar içerisinde sürekli son üç sıralama içerisinde yer almıştır.

4.4. Hirose ve GİA Sonuçları Spearman Korelasyon Analizi

Aracı Kurumların marka değeri, ortalama piyasa değeri ve 2020 yılı piyasa değerleri ile GİA sıralama sonuçları arasındaki ilişki, Spearman rho ile Tablo 12'de yer aldığı şekilde analiz edilmiştir.

Tablo 12: Spearman Korelasyon Sonucu

	GİA2016	GİA2017	GİA2018	GİA2019	GİA2020
MD	-,829*	-0,086	-0,371	0,20	0,314
OPD	-0,257	-0,371	0,314	0,371	0,60
PD2020	-0,086	-0,20	0,486	0,543	0,657

* Correlation is significant at the 0,05 level (2-tailed).

Yapılan korelasyon analizi sonuçlarına göre, sadece 2016 GİA sıralama sonuçları ile marka değerleri arasında anlamlı (negatif yönlü) bir ilişki bulunduğu tespit edilmiştir. Aracı kurumların ilgili dönem ortalama piyasa değerleri ile 2020 GİA sıralama sonuçları arasında pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca analiz sonuçları, 2019 ve 2020 GİA sıralama sonuçları ile 2020 yılı aracı kurum piyasa değerleri arasında orta düzeyli bir pozitif ilişki bulunduğunu göstermektedir

4. SONUÇ

Bu çalışmada, Türkiye sermaye piyasalarında aracılık hizmeti sunan ve şirket hisseleri Borsa İstanbul'da halka açık işlem gören aracı kurumların 2016-2020 verilerine göre marka değerleri hesaplanmış, oran analizi ve GİA yöntemleri kullanılarak finansal performanslarına göre de sıralamaları yapılmıştır. İlgili yöntemlere göre elde edilen sonuçlar arasındaki ilişkiler analiz edilmiştir. Çalışmada finansal performansı ortaya koyan oranlardan borçlanma oranı ile marka değeri arasında doğru yönlü bir negatif ilişki bulunduğu tespit edilmiştir. Net çalışma sermayesi oranı arttıkça marka değerinin düştüğü tespit edilmiştir. Yani net çalışma sermayesi ile marka değeri arasında negatif bir korelasyonun varlığı söz konusudur. Likidite oranları ile marka değeri arasında negatif yönde anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Diğer oranlar ile marka değerleri arasında herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. Aracı kurumların piyasa değerlerinin marka değeri üzerinde anlamlı etkiye sahip olup olmadığını belirlemek için yapılan regresyon analizinde, aralarındaki ilişkinin %50 seviyesinde olmasına karşın marka değerinin düşük oranlı (%29,5) bir kısmının piyasa değeri ile açıklanabildiği görülmüştür. Aracı kurumların piyasa değerlerinin marka değeri üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmadığı Anova testi ile de teyit edilmiştir. Marka değerlemede son sırada yer alan İfo yatırım, 2020 verilerinde reklam ve promosyon için reklam ilan ve tescil giderleri altında 1.244.000 TL, ilk sırada yer alan Gedik yatırım pazarlama giderleri altında 6.160.099 TL, ikinci sırada yer alan İş yatırım ise pazarlama giderleri altında 7.169.134 TL sarf etmiştir.

Aracı kurum verilerinin finansal performans sıralamaları GİA yöntemiyle analiz edilerek değerlendirilmiştir. GİA sonuçlarına göre, üç yıl üst üste 1. sırada yer alarak en iyi performansı sergileyen aracı kurum GLBMD'dir. İlgili dönem verilerine göre OSMEN üç kez 5. sırada yer almıştır. GEDİK, ilgili dönem sıralamalarında ilk üç sıra içerisinde yer alırken, OYYAT ise son üç sıra içerisinde yer almıştır.

Aracı kurumların marka değerleri, ilgili dönemler için ortalama piyasa değerleri ve 2020 yılı piyasa değerlerinin ile GİA sıralama sonuçları arasındaki ilişki Spearman rho ile analiz edilmiştir. Analiz bulguları sadece 2016 GİA sıralama sonuçları ile marka değerleri arasında negatif yönlü bir ilişki bulunduğunu ortaya koymaktadır.

Yapılan analizlerde, 2016 yılı hariç olmak üzere, finansal performans sıralamaları ile marka değerleri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Aracı kurumların marka değerleri ile piyasa değerleri arasında da anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Çalışma sonuçlarıyla, hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören aracı kurumların marka değerlerinin, finansal performans ve piyasa değerlerini açıklamakta yetersiz kaldığı anlaşılmaktadır. Bu bağlamda çalışma sonuçlarının, Uygurtürk ve Yılmaz (2020) ile Cici ve Şekeroğlu (2021)'nin yapmış oldukları çalışmada elde ettikleri; Hirose yöntemi ile hesaplanan marka değerlerinin, şirketlerin finansal performanslarındaki değişimi açıklamada yetersiz kaldığı ve şirketlerin performans verileri sıralamaları ile Hirose yöntemi kapsamında elde edilen sıralamaların uyumsuz olduğu sonuçlarıyla benzerlik taşıdığı ifade edilebilir

Çalışma ile elde edilen bulgular, halka açık işlem gören aracı kurumların marka değerleri ve performansları için tespit edilen kriterler ve yöntemler ile sınırlıdır.

Sonuç olarak, bu çalışma kapsamında elde edilen veriler ışığında, sermaye piyasası aracı kurumlarının tamamına yönelik yapılacak bir çalışmada, aracı kurum statüsü, faaliyet kapsamı ve sermaye sahipliği açısından marka değerleri hesaplanabilir. GİA dışında bir veya birden fazla çok kriterli karar verme yöntemiyle yapılacak çalışmalarda finansal performans sıralamaları farklılaşabilir.

Kaynaklar

- Aaker, D.A. (1996). Measuring Brand Equity Across Products and Market, *California Management Review*, (38), 102-120.
- Akyüz, K. C. (2021). Orman ürünleri sanayi sektöründe gri ilişkisel analiz yöntemiyle performans değerlendirme, *Artvin Çoruh Üniversitesi Orman Fakültesi Dergisi*, 22 (2), 300-305.
- Alper, D. and Aydoğan, E. (2017). Finansal Bazlı Marka Değerinin Firma Performansı Üzerine Etkisi, *International Journal of Academic Value Studies*, 3(16), 141-155.
- Aras, G., Tezcan, N., Furtuna, Ö.K. and Kazak, E.H. (2008). *Türkiye Sermaye Piyasasında Faaliyet Gösteren Aracı Kurumların Performans ve Etkinlik Analizi* (S.85). TSPAKB.
- Barth, M. E., Clement, M. B., Foster, G. and Kasznik, R. (1998). Brand Values and Capital Market Valuation. *Review of Accounting Studies*, 3(1/2), 41-68.
- Bello, D.C. and Holbrook, M.B. (1995). Does an Absence of Brand Equity Generalize Across Product Classes?, *Journal of Business Research*, Elsevier, 34(2), 125-131.
- Bursalı, O. B. and Karaman, A. (2009). Yönetmel ve Finansal Açından Marka Değeri Denizli Tekstil Sektöründe Bir Uygulama. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 8(16), 283-298.
- Cici, E. N. and Şekeroğlu, G. (2021). Marka Değerinin Finansal Performans Üzerindeki Etkisinde Reklam Harcamalarının Aracı Rolü, *Sosyoekonomi*, 29(49), 235-250.
- Çam, A. V., Kalkan, Y., Soydaş. and Taşdemir, (2019). A Different Approach To The Calculation Of Brand Value: Developed Hirose Method. *The Journal of International Scientific Researches*, 3(4), 194-202.
- Divanoğlu, U., Bağcı, H. and Eroğlu, M. (2019). Hirose Yöntemi ile Finansal Marka Değerinin Hesaplanması: Borsa İstanbul Bankacılık Sektörü Uygulaması. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11(4), 2566-2577.
- Ersoy, N. (2020). Finansal Performansın Gri İlişkisel Analiz Yöntemi İle Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul Ulaştırma Endeksi'ndeki Şirketler Üzerine Bir Araştırma, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (86), 223-246.
- Feldwick, P. (1996). Do We Really Need 'Brand Equity'?, *Journal of Brand Management*, 4(1), 9-28.
- Grashuis, J. (2019). The Impact of Brand Equity on The Financial Performance of Marketing Cooperatives, *Agribusiness*, 35(2), 234-248.
- Haigh, D. (2010). *New International Standard on Brand Valuation*. Brand Finance. https://brandfinance.com/wp-content/uploads/1/global_500_iso10668_310310.pdf (Erişim tarihi: 08.02.2021).
- Heberden, T. (2011). *Overview of ISO 10668: Brand Valuation Requirements for Monetary Brand Valuation*, Brand Finance. https://brandfinance.com/wp-content/uploads/1/iso_10668_overview.pdf (Erişim tarihi: 01.03.2021)
- Hill, C.W.L. and Jones, G.R. (2006). *Case 28: Hanson PLC (A) The Acquisition Machine. İçinde Strategic Management: Theory & Cases An Integrated Approach* [http://strategy.sjsu.edu/www.stable/cases/Hanson%20\(A\).pdf](http://strategy.sjsu.edu/www.stable/cases/Hanson%20(A).pdf) (Erişim tarihi: 05.07.2021)
- Julong, D. (1989). Introduction to Grey System Theory, *The Journal of Grey System*, (1), 1-24.
- Kahraman, A. and Gacar, A. (2019). Türkiye'deki En Değerli Bankaların Marka Performansları ve Finansal Performanslarının Karşılaştırılması. *PAUSBE Dergisi*, 35, 19-34.

- Karadeniz, E. , Koşan, L., Günay, F. ve Beyazgül, M. (2017). Türk İmalat Sektöründe Finansal Performansın Gri İlişkisel Analiz Yöntemi İle İncelenmesi: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İmalat Alt Sektör Bilançolarında Bir Araştırma, *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 10(2), 161-18
- Keller, K. L. (2016). Brand Equity. İçinde M. Augier & D. J. Teece (Ed.). The Palgrave Encyclopedia of Strategic Management (p.1-5). Palgrave Macmillan UK. https://doi.org/10.1057/978-1-349-94848-2_712-1 (Erişim tarihi: 12.08.2021)
- Kriegbaum, C. (1998). *Valuation of Brands-A Critical Comparison of Different Method* Dresdner Beiträge zur Betrieb swirtschaftslehre, No. 13/98, Technische Universität Dresden, Fakultät Wirtschaft swissen schaften, Dresden. https://www.econstor.eu/bitstream/10419/104968/1/kriegbaum_valuation-of-brand.pdf (Erişim tarihi: 15.08.2021)
- Kumar, R., Sujit, K., Waheed, K. A. and Fernandez, M. (2021). Are Brand Value and Firm Value Related? An Empirical Examination, *Global Business Review*, 097215092199547, 1-12.
- Kung, C.Y., and Wen, K.L., (2007). Applying Grey Relational Analysis and Grey Decision-Making to Evaluate The Relationship Between Company Attributes and its Financial Performance: A Case Study of Venture Capital Enterprises in Taiwan. *Decision Support Systems*, 43, 842-852.
- Li J, Yue Z.Q, Wong, C. and Asce, M. (2004). Performance Evaluation of Signalized Urban Intersections under Mixed Traffic Conditions By Gray System Theory, *J. Transp. Eng*, 130, 113-121
- Madden, T. J. (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.
- McAuley, T. (2013). *Brand Family Values*, Accounting & Tax <https://www.cfo.com/accounting-tax/2003/12/brand-family-values/> (Erişim tarihi: 22.04.2021)
- Meydan, C., Yıldırım, B. F. ve Senger, Ö. (2016). BIST’te İşlem Gören Gıda İşletmelerinin Finansal Performanslarının Gri İlişkisel Analiz Yöntemi Kullanılarak Değerlendirilmesi, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (69), 147-171
- Mousa, M., Sagi, J. and Zeman, Z. (2021). Brand and Firm Value: Evidence from Arab Emerging Markets, *Economies*, 9(5), 2-13.
- Okur, M. (2011). Gözümüz aydın! Milliyet. <https://www.milliyet.com.tr/yazarlar/meliha-okur/gozumuz-aydin-5275560> (Erişim tarihi: 01.09.2021)
- Öksüzokaya, M. (2020). Gri İlişkisel Analiz (GİA) Yöntemi. M. Atan ve Ş. Altan (Ed.), Örnek Uygulamalarla Çok Kriterli Karar Verme Yöntemleri. Ankara, Gazi Kitabevi, 161-176
- Özdağoğlu, A., Gümüş, Y., Özdağoğlu, G. ve Gümüş, G. K. (2017). Evaluating Financial Performance with Grey Relational Analysis: An Application of Manufacturing Companies Listed on Borsa Istanbul, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 73, 289-312.
- Saini, N. and Panchal, J. (2017). Aguchi Based Grey Relational Analyses for Multi Objective Optimization of Response Variables in CNC Turning of Aluminum 7075 Alloy, *International Journal of Engineering Research & Technology (IJERT)*, 6(7), 283-290.
- Salinas, G. (Ed.). (2012). The International Brand Valuation Manual: A Complete Overview and Analysis of Brand Valuation Techniques, Methodologies and Application John Wiley & Sons, Inc. <https://doi.org/10.1002/9781119206408> (Erişim tarihi: 10.07.2021)
- Sallehuddin, R., Shamsuddin, M.H. and Hashim, Z.M. (2008). Application of Grey Relational Analysis for Multivariate Time Series, *Eighth International Conference on Intelligent Systems Design and Applications*, 432-437.
- Sofyalıoğlu, Ç.. (2011). Süreç Hata Modu Etki Analizini Gri Değerlendirme Modeli, *Ege Akademik Bakış*, 11(1), 155-164.
- Suvvari, A. and Goyari, P. (2019). Financial Performance Assessment Using Grey Relational Analysis (GRA). *Grey Systems: Theory and Application*, 9(4), 502–516.

- Tayyar, N., Akcanlı, F., Genç, E. ve Erem I. (2014). BİST'e Kayıtlı Bilişim ve Teknoloji Alanında Faaliyet Gösteren İşletmelerin Finansal Performanslarının Analitik Hiyerarşi Prosesi (AHP) ve Gri İlişkisel Analiz (GİA) Yöntemiyle Değerlendirilmesi, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 61, 19-40.
- Uygurtürk, H. ve Yılmaz, M. (2020). İşletmelerin Finansal Performans ve Marka Değerinin Belirlenmesi Üzerine Bir Araştırma, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 12(2), 210-32.
- Uzun, G. (2019). Analysis of Grey Relational Method of The Effects on Machinability Performance on Austempered Vermicular Graphite Cast Irons, *Measurement*, (142), 122-130.
- Ünal, S., İçigen, F.K. ve Gürdal, H. (2017). BİST Seramik Sanayi Firmalarının Finansal Performanslarının AHP ve GRA Yöntemleriyle Ölçülmesi, *Yönetim, Ekonomi ve Pazarlama Araştırmaları Dergisi*, 1(4), 1-12.
- Wang, D.H-M., Yu, T.H-K. and Ye, F-R. (2012). The Value Relevance of Brand Equity in The Financial Services Industry: An Empirical Analysis Using Quantile Regression, *Serv Bus*, 6, 459-471.
- Yerdelen Kaygın, C., Bağcı, H. ve Tanır, D. (2019). BİST KOBİ Sanayi Şirketlerinin Finansal Performanslarının MW ve Gri İlişkisel Analiz Yöntemleri ile Ölçülmesi, *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(20), 944-965.
- Yıldırım, M., Bal, K. ve Doğan, M. (2021). Gri İlişkisel Analiz Yöntemi ile Finansal Performans Analizi: BİST'te İşlem Gören Demir Çelik Şirketleri Üzerinde Bir Uygulama, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 23(1), 122-143.
- Yoo, B., Donthu, N. and Lee, (2000). An Examination of Selected Marketing Mix Elements and Brand Equity. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 28(2), 195-211.
- Zhai, L., Yin-Khoo, L.P. ve Zhong, Z.W. (2009). Design Concept Evaluation in Product Development Using Rough Sets and Grey Relational Analysis, *Expert Systems with Applications*, (36), 7072-7079.