

T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

MARKA DEĞERİ HESAPLAMA TEKNİKLERİNİN
İNCELENMESİ VE UYGULAMALI OLARAK
KARŞILAŞTIRILMASI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Kemal Emre NAM

Tez Danışmanı
Yrd. Doç. Dr. Hasan BAL

Ankara-2010

ONAY

Kemal Emre Nam tarafından hazırlanan “Marka Değeri Hesaplama Tekniklerinin İncelenmesi ve Uygulamalı Olarak Karşılaştırılması” başlıklı bu çalışma, 19/07/2010 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda Oybirligi ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Anabilim dalında Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir

Doç Dr. Nurettin Parıltı (Başkan)

Yrd. Doç. Dr. Hasan Bal (Danışman)

Yrd. Doç Dr. Seyhan Çil Koçyiğit (Üye)

ÖNSÖZ

Firmaların asıl amacının, değerlerini maksimum kılmak olduğu günümüzde, marka ve marka değeri firmalara değer katan en önemli unsurlardan biri olarak nitelendirilmektedir. Bu bağlamda, marka değerinin ölçülmesi ve hesaplanması, firmaların değerinin, sahip olduğu gücün ve etkinliğinin belirlenmesi için bir gereklilik oluşturmaktadır. Bu çalışmada öncelikle, marka kavramı ve markanın firmalar için önemi belirtilmiş; daha sonra değer ve değerlendirme kavramları üzerinde durulmuş; ardından marka değeri, marka değerlemesi kavramları açıklanmış ve markanın finans bakış açısına göre değerlendirme teknikleri incelenmiştir. Son olarak, İMKB’de işlem gören on gıda sektörü firması üzerinde marka değerlendirme teknikleri uygulanmış ve uygulanan tekniklerin karşılaştırılması ile kritiği yapılmıştır.

Bu çalışma sırasında, başta bana başarıya ulaşmam için bilgi, ilgi, eleştiri ve desteklerini veren değerli danışman hocam Yrd. Doç. Dr. Hasan Bal’a; kendi zor yaşantıları içinde maddi manevi her türlü desteği veren teyzem Yrd. Doç. Dr. Füsün Taşkın ve annem Esin Taşkın’a; bu zorlu süreçte beni asla yalnız bırakmayan kız arkadaşım Tuğba Gök’e; başta finans derslerime giren ve benim finans alanına yönelmemi sağlayan Prof. Dr. Metin Kamil Ercan olmak üzere, yüksek lisans eğitimimde derslerime giren tüm değerli hocalarıma teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER	ii
KISALTMALAR	vii
TABLolar	ix
ŞEKİLLER.....	xiii
GRAFİKLER.....	xiv
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	3
DEĞER VE DEĞERLEME KAVRAMLARI	3
1.1. DEĞER TANIMI	3
1.2. BAŞLICA DEĞER KAVRAMLARI	4
1.2.1. Nominal Değer.....	4
1.2.2. Defter Değeri	4
1.2.3. Tasfiye Değeri	5
1.2.4. Piyasa Değeri	5
1.2.5. İşleyen Teşebbüs Değeri.....	6
1.2.6. Gerçek Değer	6
1.3. DEĞERLEME VE ÖNEMİ	7
1.4. DEĞERLEMENİN KULLANIM ALANLARI	8
1.4.1. Portföy Yönetimi	8
1.4.2. Finansal Yönetim	8
1.4.3. Birleşme – Devir – Franchising İşlemleri	9
1.4.4. Halka Açılma	10
1.4.5. Özelleştirme.....	10
1.4.6. İşletmenin Kredi Değerinin Tespiti	11
1.4.7. İşgören Hisse Sahipliği Planları	11

1.4.8. Tasfiye	11
1.5. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	12
1.5.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (Gelir Yaklaşımı)	12
1.5.1.1. Firmaya Serbest Nakit Akımları (FCFF)	13
1.5.1.2. Özsermayeye Serbest Nakit Akımları (FCFE).....	15
1.5.1.3. Ekonomik Katma Değer (EVA).....	17
1.5.2. Maliyet Yaklaşımı	19
1.5.2.1. Defter Değeri.....	19
1.5.2.2. Yerine Koyma Değeri.....	20
1.5.2.3. Tasfiye Değeri.....	20
1.5.2.4. Net Aktif Değeri.....	20
1.5.3. Göreceli Değerleme Yöntemi (Piyasa Yaklaşımı).....	21
1.5.3.1. Fiyat / Kazanç Oranı (F/K)	23
1.5.3.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı (PD/DD)	26
1.5.3.3. Fiyat / Satış Oranı (F/S)	28
İKİNCİ BÖLÜM.....	30
MARKA VE MARKA DEĞERİ	30
2.1. MARKA TANIMI	30
2.2. MARKA VE ÜRÜN ARASINDAKİ FARKLILIKLAR.....	31
2.3. MARKANIN SAĞLADIĞI YARARLAR.....	33
2.3.1. Markanın Tüketicilere Olan Yararları	33
2.3.2. Markanın İşletmelere Olan Yararları.....	34
2.4. MARKANIN BAŞARI ÖLÇÜTLERİ	35
2.5. MARKA TÜRLERİ	37
2.6. MARKA STRATEJİLERİ	39
2.6.1. Yeni Marka Stratejisi.....	41
2.6.2. Çoklu Marka Stratejisi.....	41
2.6.3. Hat Genişlemesi Stratejisi.....	42
2.6.4. Marka Genişlemesi Stratejisi	43
2.7. MARKA DEĞERİ TANIMI	44
2.8. MARKA DEĞERİ İLE İLGİLİ TEMEL UNSURLAR	47

2.8.1.	Maddi Olmayan Duran Varlıklar.....	48
2.8.1.1.	Maddi Olmayan Duran Varlıkları Değerleme Yaklaşımları	51
2.8.1.1.1.	Maliyet Yaklaşımı.....	52
2.8.1.1.2.	Piyasa Yaklaşımı	56
2.8.1.1.3.	Gelir Yaklaşımı	59
2.8.2.	Entlektüel Sermaye	63
2.8.2.1.	Entelektüel Sermayenin Unsurları.....	64
2.9.	MARKA DEĞERİNİN HESAPLANMASI.....	67
2.9.1.	Marka Değerlemesinin Amacı.....	67
2.9.1.1.	Marka Yönetimi	68
2.9.1.2.	Muhasebe Amaçları	68
2.9.1.3.	İç ve Dış Ticari İşlem Amaçları.....	69
2.9.2.	Genel Marka Değeri Hesaplaması Yaklaşımları	69
2.9.2.1.	Maliyet Yaklaşımı.....	70
2.9.2.2.	Piyasa Yaklaşımı	72
2.9.2.3.	Gelir Yaklaşımı.....	73
2.9.2.3.1.	Fiyat Primi.....	73
2.9.2.3.1.1.	Conjoint (Birleşik) Analiz.....	75
2.9.2.3.1.2.	Hedonik Analiz.....	75
2.9.2.3.2.	Royalti (Telif Haklarından Tasarruf) Yaklaşımı	76
2.9.2.3.3.	Talep Faktörleri/Marka Gücü Analizi	82
2.9.2.3.4.	Brüt Marjın Uygun Rakiplerinkiyle Karşılaştırılması	86
2.9.2.3.5.	Faaliyet Karının Uygun Rakiplerinkiyle Karşılaştırılması....	88
2.9.2.3.6.	Jenerik Ürünün Teorik Karı İle Karşılaştırma	89
2.9.2.3.7.	Kıyaslanabilir (benchmark) Firma İle Nakit Akışı ya da Gelir Farkı (Çıkarma Yaklaşımı)	90
2.9.2.3.8.	Artan Nakit Akışının Bugünkü Değeri	90
2.9.2.3.9.	Fazla Kazanç.....	91
2.9.2.3.9.1.	U.S. Gelir Kararı 68-609	91
2.9.2.3.9.2.	Baruch Lev'in Maddi Olmayan Duran Varlık Tabelası ..	92
2.9.2.3.9.3.	Gerekli Yatırım Karlılığı Analizi	92
2.9.2.3.10.	Reel Opsiyonlar	93

2.9.2.3.10.1.....	Binom Metodu	94
2.9.2.3.10.2.....	Black-Scholes Modeli	95
2.9.3.	Marka Değeri Hesaplama Metodları ve Sağlayıcıları.....	95
2.9.3.1.	AUS Danışmanları Modeli.....	96
2.9.3.2.	BBDO Modelleri	96
2.9.3.2.1.	BEES	97
2.9.3.2.2.	BEE	98
2.9.3.2.3.	BEVA	101
2.9.3.3.	BrandEconomics Modeli	103
2.9.3.4.	Brand Finance.....	110
2.9.3.4.1.	Royalti Yaklaşımı Uygulaması	110
2.9.3.4.2.	Marka Katma Değeri (BAV, Kazançların Bölünmesi)	112
2.9.3.5.	Brand Rating	114
2.9.3.6.	Damodaran'ın Değerleme Modeli	116
2.9.3.7.	Gfk-PwC-Sattler: İleri Marka Değerleme Modeli (ABV)	117
2.9.3.8.	Hirose Modeli	118
2.9.3.8.1.	Prestij Faktörü (PD)	119
2.9.3.8.2.	Sadakat Faktörü (LD)	121
2.9.3.8.3.	Genişleme Faktörü (ED)	121
2.9.3.9.	Houlihan Danışmanları Modeli	123
2.9.3.10.	Interbrand.....	125
2.9.3.11.	Kern Modeli.....	127
2.9.3.12.	Simon & Sullivan Modeli	128
2.9.3.13.	The Nielsen Company: Brand Balance Sheet ve Brand Performance Modelleri	130
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....		133
İMKB'DE İŞLEM GÖREN GIDA SEKTÖRÜ FİRMALARI ÜZERİNDE MARKA DEĞERİ UYGULAMASI.....		133
3.1.	TÜRKİYE GIDA SEKTÖRÜ	133

3.2. İMKB'DE İŞLEM GÖREN GIDA SEKTÖRÜ FİRMALARI ÜZERİNDE MARKA DEĞERİ UYGULAMASI VE KULLANILAN TEKNİKLERİN KARŞILAŞTIRILMASI.....	136
3.2.1. Araştırmanın Amaç ve Kapsamı	136
3.2.2. Araştırmanın Kısıt ve Varsayımları	137
3.2.3. Verilerin Analizi.....	138
3.2.3.1. Firmaların Marka Değerlemeleri.....	140
3.2.3.1.1. Banvit Marka Değerlemesi.....	140
3.2.3.1.2. Coca Cola Marka Değerlemesi	145
3.2.3.1.3. Efes Pilsen Marka Değerlemesi.....	150
3.2.3.1.4. Kent Gıda Marka Değerlemesi.....	154
3.2.3.1.5. Kerevitaş Marka Değerlemesi.....	157
3.2.3.1.6. Penguen Marka Değerlemesi	159
3.2.3.1.7. Pınar Entegre Et ve Un Marka Değerlemesi	164
3.2.3.1.8. Pınar Su Marka Değerlemesi.....	166
3.2.3.1.9. Tat Konserve Marka Değerlemesi	169
3.2.3.1.10. Ülker Marka Değerlemesi	172
3.2.3.2. Royalti, Fiyat Primi ve Hirose Metodları Üzerine Eleştiriler .	175
3.2.3.2.1. Royalti Metodu Eleştirisi	175
3.2.3.2.2. Fiyat Primi Metodu Eleştirisi.....	183
3.2.3.2.3. Hirose Metodu Eleştirisi	184
SONUÇ.....	188
KAYNAKÇA	194
ÖZET	200
ABSTRACT.....	202

KISALTMALAR

KYK	: Kanun Hükmünde Kararname
TPE	: Türk Patent Enstitüsü
TSE	: Türk Standardları Enstitüsü
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
FCFE	: Free Cash Flows to Equity (Özsermayeye Serbest Nakit Akımları)
FCFF	: Free Cash Flows to Firm (Firmaya Serbest Nakit Akımları)
EVA	: Economic Value Added (Ekonomik Katma Değer)
WACC	: Weighted Average Cost of Capital (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)
FVÖK	: Faiz Vergi Öncesi Kar
NOPLAT	: Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (Net Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergiler)
ROIC	: Return on Invested Capital (Yatırılan Sermayenin Getirisi)
IAS	: International Accounting Standarts (Uluslararası Muhasebe Standardları)
IVS	: International Valuation Standarts (Uluslararası Değerleme Standardları)
IFRS	: International Financial Reporting Standarts (Uluslararası Raporlama Standardları)
IFAC	: International Federations of Accountants (Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu)
ESE	: Economy of Scale Earnings (Ölçek Ekonomisi Kazançları)
GM	: Gross Margin (Brüt Marj)
GP	: Gross Profit (Brüt Kar)
CGS	: Cost of Goods Sold (Satılan Malların Maliyeti)
RCE	: Return on Capital Employed (Sermaye Getirisi)
US	: United States (Birleşik Devletler)
PD	: Prestige Driver (Prestij Faktörü)

LD	: Loyalty Driver (Sadakat Faktörü)
ED	: Expansion Driver (Genişleme Faktörü)
MD	: Marka Değeri
BV	: Brand Value (Marka Değeri)
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
GYSİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
İMKB	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
LIBOR	: London Interbank Offered Rate (Londra Bankalar Arası Gecelik Faiz Oranı)
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu

TABLOLAR

Tablo 1. Markalama Stratejileri	40
Tablo 2. Nihai Geliştirme Maliyeti Örneği	71
Tablo 3. Reasons-to-buy Analizi	83
Tablo 4. Hirose Metodu Örnek Değerleme Verileri	122
Tablo 5. Hirose Metodu Örnek Değerleme	123
Tablo 6. HVA Marka Değeri Hesaplaması	125
Tablo 7. Marka Gücünü Oluşturan Özellikler	127
Tablo 8. Brand Balance Sheet Marka Değeri Kriterleri	131
Tablo 9. Brand Performance Marka Değeri Kriterleri	132
Tablo 10. Sektörler Bazında İşyeri Adedi	134
Tablo 11. Son 5 Yılın İMKB 100 Endeks Yıllık Getirileri	139
Tablo 12. Banvit Borç ve Özsermaye Oranları	141
Tablo 13. Banvit Borç ve Özsermaye Maliyetleri	141
Tablo 14. Banvit Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	141
Tablo 15. Banvit Satışların Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri	142
Tablo 16. Royalti Metoduna Göre Banvit Marka Değeri	142
Tablo 17. Banvit Prestij Faktörünün Hesaplanması	143
Tablo 18. Banvit Sadakat Faktörünün Hesaplanması	144
Tablo 19. Banvit Genişleme Faktörünün hesaplanması	144
Tablo 20. Hirose Metoduna Göre Banvit Marka Değeri	145
Tablo 21. Coca Cola Borç ve Özsermaye Oranları	145
Tablo 22. Coca Cola Borç ve Özsermaye Maliyetleri	146
Tablo 23. Coca Cola Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	146
Tablo 24. Coca Cola Satışların Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri	146
Tablo 25. Royalti Metoduna Göre Coca Cola Marka Değeri	147
Tablo 26. Coca Cola, Le Cola, Kristal Kola Ürün ve Fiyatları	147
Tablo 27. Coca Cola Fiyat Primi	148
Tablo 28. Fiyat Primi Metoduna Göre Coca Cola'nın Marka Değeri	148

Tablo 29. Coca Cola Prestij Faktörünün Hesaplanması	149
Tablo 30. Coca Cola'nın Sadakat Faktörünün Hesaplanması	149
Tablo 31. Coca Cola'nın Genişleme Faktörünün Hesaplanması.....	150
Tablo 32. Hirose Metoduna Göre Coca Cola Marka Değeri.....	150
Tablo 33. Efes Pilsen Borç ve Özsermaye Oranları	151
Tablo 34. Efes Pilsen Borç ve Özsermaye Maliyetleri.....	151
Tablo 35. Efes Pilsen Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	151
Tablo 36. Efes Pilsen Satışların Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri	152
Tablo 37. Royalti Metoduna Göre Efes Pilsen Marka Değeri.....	152
Tablo 38. Efes Pilsen Prestij Faktörünün Hesaplanması	153
Tablo 39. Efes Pilsen'in Sadakat Faktörünün Hesaplanması	153
Tablo 40. Efes Pilsen'in Genişleme Faktörünün Hesaplanması.....	153
Tablo 41. Hirose Metoduna Göre Efes Pilsen Marka Değeri	154
Tablo 42. Kent Gıda Borç ve Özsermaye Oranları.....	154
Tablo 43. Kent Gıda Borç ve Özsermaye Maliyetleri	154
Tablo 44. Kent Gıda Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	155
Tablo 45. Kent Gıda Satışların Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri	155
Tablo 46. Royalti Metoduna Göre Efes Pilsen Marka Değeri.....	155
Tablo 47. Kent Gıda ve Melisa Çikolata ve Şekerleme Ürün ve Fiyatları...	156
Tablo 48. Kent Gıda Fiyat Primi.....	156
Tablo 49. Fiyat Primi Metoduna Göre Kent Gıda Marka Değeri.....	156
Tablo 50. Kerevitaş Borç ve Özsermaye Oranları.....	157
Tablo 51. Kerevitaş Borç ve Özsermaye Maliyetleri.....	157
Tablo 52. Kerevitaş Ağırlı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	157
Tablo 53. Kerevitaş Satışların Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri	158
Tablo 54. Royalti Metoduna Göre Kerevitaş Marka Değeri.....	158
Tablo 55. Kerevitaş, Feast ve Yuva Ürün ve Fiyatları	159
Tablo 56. Kerevitaş Fiyat Primi	159
Tablo 57. Fiyat Primi Metoduna Göre Kerevitaş Marka Değeri	159
Tablo 58. Penguen Borç ve Özsermaye Oranları	160
Tablo 59. Penguen Borç ve Özsermaye Maliyetleri	160
Tablo 60. Penguen Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	160

Tablo 61. Penguen Satışların Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri	161
Tablo 62. Royalti Metoduna Göre Penguen Marka Değeri	161
Tablo 63. Penguen, Tukaş ve Sera Konserve Satış Fiyatları	161
Tablo 64. Penguen Fiyat Primi.....	162
Tablo 65. Fiyat Primi Metoduna Göre Penguen Marka Değeri	162
Tablo 66. Penguen Prestij Faktörünün Hesaplanması	163
Tablo 67. Penguen Sadakat Faktörünün Hesaplanması.....	163
Tablo 68. Penguen Genişleme Faktörünün Hesaplanması	163
Tablo 69. Hirose Metoduna Göre Penguen Marka Değeri	164
Tablo 70. Pınar Entegre Et ve Un Borç ve Özsermaye Oranları	164
Tablo 71. Pınar Entegre Et ve Un Borç ve Özsermaye Maliyetleri	164
Tablo 72. Pınar Entegre Et ve Un Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	164
Tablo 73. Pınar Entegre Et ve Un Satışların Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri	165
Tablo 74. Royalti Metoduna Göre Pınar Entegre Et ve Un Marka Değeri ..	165
Tablo 75. Pınar Entegre Et ve Un, Aytaç Ürün ve Fiyatları	166
Tablo 76. Pınar Entegre Et ve Un Fiyat Primi	166
Tablo 77. Fiyat Primi Metoduna Göre Pınar Entegre Et ve Un Marka Değeri	166
Tablo 78. Pınar Su Borç ve Özsermaye Oranları	167
Tablo 79. Pınar Su Borç ve Özsermaye Maliyetleri.....	167
Tablo 80. Pınar Su Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	167
Tablo 81. Pınar Su Satışların Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri	168
Tablo 82. Royalti Metoduna Göre Pınar Su Marka Değeri.....	168
Tablo 83. Pınar Su, Hisar Su ve Aytaç Su Ürün ve Fiyatları	168
Tablo 84. Pınar Su Fiyat Primi	169
Tablo 85. Fiyat Primi Metoduna Göre Pınar Su Marka Değeri	169
Tablo 86. Tat Konserve Borç ve Özsermaye Oranları	169
Tablo 87. Tat Konserve Borç ve Özsermaye Maliyetleri	170
Tablo 88. Tat Konserve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	170
Tablo 89. Tat Konserve Satışların Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri	170
Tablo 90. Royalti Metoduna Göre Tat Konserve Marka Değeri	171

Tablo 91. Tat, Penguen, Tukaş ve Sera Konserve Ürün ve Fiyatları	171
Tablo 92. Tar Konserve Fiyat Primi.....	171
Tablo 93. Fiyat Primi Metoduna göre Tat Konserve Marka Değeri	172
Tablo 94. Ülker Borç ve Özsermaye Oranı	172
Tablo 95. Ülker Borç ve Özsermaye Maliyetleri	172
Tablo 96. Ülker Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	173
Tablo 97. Ülker Satışların Büyüme Oranı ve Satışların Tahmini	173
Tablo 98. Royalti Metoduna Göre Ülker Marka Değeri	173
Tablo 99. Ülker, Halk ve Bifa Ürün ve Fiyatları	174
Tablo 100. Ülker Fiyat Primi.....	174
Tablo 101. Fiyat Primi Metoduna Göre Ülker Marka Değeri	174
Tablo 102. Firmaların Üç Teknik İle Hesaplanmış Marka Değerleri	175
Tablo 103. Büyüme Oranındaki Değişikliğin Marka Değerine Etkisi	176
Tablo 104. 2014 Yılı Sonrası Sabit Büyümenin Marka Değerine Etkisi.....	178
Tablo 105. İskonto Oranındaki Değişikliğin Marka Değerine Etkisi	179
Tablo 106. Royalti Oranının Değişiminin Marka Değerine Etkisi.....	182
Tablo 107. Fiyat Primindeki Değişikliğin Marka Değerine Etkisi	183
Tablo 108. Tat Konserveinin Penguen ile Hesaplanan Fazla Kar Oranı.....	185
Tablo 109. Tat Konserveinin Tukaş ile Hesaplanan Fazla Kar Oranı	185

ŞEKİLLER

Şekil 1. Marka Değeri Tanımlamaları	47
Şekil 2. Firma Varlıkları	50
Şekil 3. Entelektüel Sermaye Unsurları	64
Şekil 4. Skandia'nın Entelektüel Sermaye Modeli	66
Şekil 5. Marka Hakları Paketi Teorisi	79
Şekil 6. Müşteri Talebi Oluşturmada Markanın Rolü (1. Teknik)	84
Şekil 7. Müşteri Talebi Oluşturmada Markanın Rolü (2. Teknik)	85
Şekil 8. Reel Opsiyon Analizinde Kullanılan Ağaç Diyagramı	94
Şekil 9. BBDO BEES Modeli	98
Şekil 10. BBDO BEE Modeli	99
Şekil 11. Beş-Seviye Modeli	100
Şekil 12. BBDO BEVA Modeli	102
Şekil 13. BrandEconomics	103
Şekil 14. BrandEconomics Modelinde EVA'nın rolü	105
Şekil 15. BAV ve EVA Veritabanlarına Göre Marka Sağlığı ile Finansal Performans Arasındaki İlişki	106
Şekil 16. Marka Sağlığının Dört Sütunu	107
Şekil 17. Marka Sağlığı Güç Ağı	107
Şekil 18. BAV vs Maddi Olmayan Duran Varlık Değeri Etki Matrisi	108
Şekil 19. Royalti Brand Finance Değerleme Metodu	111
Şekil 20. Marka Katma Değeri Brand Finance Değerleme Modeli	112
Şekil 21. Icon Katma Değer Buzdağı	114
Şekil 22. HVA Varlık Taksonomisi	124
Şekil 23. Interbrand Alternatif Değerleme Modelleri	125
Şekil 24. Microsoft ve GE Marka Değerleri	190
Şekil 25. Toyota, Samsung ve Apple Marka Değerleri	191

GRAFİKLER

Grafik 1. Büyüme Oranı Marka Değeri İlişkisi	177
Grafik 2. Büyüme Oranındaki Değişimin Marka Değerindeki Değişim Oranına Etkisi	177
Grafik 3. İskonto Oranının Büyüklüğünün İskonto Oranı Değişikliğine Etkisi	180
Grafik 4. Penguen İskonto Oranı Marka Değeri İlişkisi.....	181
Grafik 5. Penguen İskonto Oranındaki Değişimin Marka Değerindeki Değişim Oranı Üzerindeki Etkisi	181

GİRİŞ

Firmalar, küreselleşme ile birlikte oluşan yeni düzen sonucunda; yaşamlarını sürdürebilmek, bunun için de piyasa ortamında rekabet edebilmek için farklı alanlarda yatırım yapmak zorunda kalmışlardır. Bu bağlamda firmaların amacı, firmanın karını en üst seviyeye çıkarmak değil de, firmanın değerini maksimize etmek olduğu için; bu yatırımlar firmaya değer katacak unsurlar üzerinde olmuştur. Firmaların değerlerinin, sahip olduğu maddi varlık değerlerinden daha yüksek olması; maddi olmayan varlıkların firmanın gerçek değerinin belirlenmesinde ne kadar önemli olduğunu göstermektedir. Yani firmaya değer katacak yatırımlar, maddi varlıklardan daha çok maddi olmayan varlıklar üzerine olmaktadır. İnsan kaynakları, Ar-Ge çalışmaları, teknolojik yatırımlar gibi bilgi ve zeka üzerine kurulu bu yatırımlar, günümüzde firmaların sahip olduğu en önemli unsurlardan biri olan entelektüel sermaye olarak adlandırılmaktadır.

Entelektüel sermaye, firmaların rakiplerinden farklılaşmasını, dolayısıyla da rekabet üstünlüğünü ele geçirebilmesini sağlayan en önemli faktördür. Bu maddi olmayan varlıkların en önemlilerinden biri de markalardır. Marka, firmaların sahip olduğu ayırt edici özelliklerin başında gelmektedir. Marka başta bu işleviyle, aynı zamanda tüketici üzerindeki etkisi ve fazla gelir getirebilecek bir unsur olması itibarıyla; firmaya ekstra değer katmaktadır. Bu yüzden firmalar, marka oluşturma, marka yönetimi, marka geliştirme, marka değerlemesi gibi bir çok alanda kafa yormaktadırlar.

Markanın firmaya kattığı değer belirlenebilmesi; markanın gücünün, firmaya sağladığı faydanın, rakiplerin markalarına göre durumunun, marka yönetiminin, muhabe ve finansal ölçüsünün ortaya çıkarılması için büyük önem taşımaktadır. Bu bağlamda marka değerinin ölçülebilmesi için bir çok çalışma yapılmış ve bir çok yöntem ile teknik ortaya çıkmıştır. Bu çalışmalar

sırasında marka değeri ile ilgili farklı kavramlar ortaya atılmıştır. Daha çok marka ederi (brand equity) üzerine olan bu çalışmalar, iki farklı kolda ilerlemiştir: marka gücü (brand strength) ve marka değeri (brand value). Marka gücünün belirlenmesinde, pazarlama ve müşteri bakış açısına göre hareket edilirken, marka değeri kavramı finansal bir ölçüm gerektirmektedir.

Bu çalışma marka değerinin, yani finans bakış açısına göre marka ederinin belirlenmesi üzerine gerçekleştirilmiştir. İlk bölümde, marka değerlemesi konusuna bir temel oluşturması amaçlanarak; marka, değer ve değerlendirme kavramları üzerinde durulmuştur. Marka kavramı açıklanırken; marka tanımlamaları, marka türleri, markanın başarı ölçütleri ve marka stratejileri hakkında bilgi verilmiştir. Değer ve değerlendirme kavramları ise; değer çeşitleri ve değerlendirme yöntemleri, değerlemenin önemi ve kullanım alanları gibi konular eşliğinde açıklanmıştır.

İkinci bölümde marka değeri ve marka değerini ölçme teknikleri üzerinde durulmuştur. Marka değeri tanımları ve marka değeri ile ilgili temel unsurlar olan maddi olmayan duran varlıklar ve entelektüel sermaye hakkında bahsedildikten sonra, marka değerlemesi konusuna geçilmiştir. İlk önce marka değerinin hesaplanmasında kullanılan finans temelli genel yaklaşımlar detaylarıyla açıklandıktan sonra, marka değeri hesaplama metodları ve bu metodları ortaya çıkaran ve kullanan sağlayıcılar hakkında ayrıntılı bilgiler verilmiştir.

Üçüncü ve son bölüm olan uygulama çalışmasında, İMKB’de işlem gören on gıda sektörü firması üzerinde royalti, fiyat primi ve Hirose teknikleri uygulanarak marka değerlemesi yapılmıştır. İlk önce, Türkiye gıda sektörü hakkında genel bilgiler verildikten sonra on firma üzerinde yapılan marka değerlendirme çalışması ortaya konmuştur. Bu araştırma ışında, marka değerlemesinde kullanılan üç teknik hakkında detaylı eleştiriler yapılmış ve yararlı olabilecek öneriler geliştirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

DEĞER VE DEĞERLEME KAVRAMLARI

1.1. DEĞER TANIMI

Finansta, paranın zaman değerinin ve riskin dikkate alınması ile günümüzde de geçerli olan firma amacına ulaşılmaktadır. Firmanın amacı aynı zamanda finansal yönetimin de amacı firmanın bugünkü değerini hissedarları açısından maksimum kılmaktır.¹ Bu tanımlamayla birlikte değer kavramı da ön plana çıkmaktadır. Değer, bir varlığın sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, varlığın karşılığında alınabilecek alınabilecek tutar olarak tanımlanabilir.²

Ekonomide genellikle değişim değerini ifaden eden değer kavramı, söz konusu maldan bir birim elde etmek için gerekli olan diğer bir mal ya da para miktarıdır. Bu tanımlamaya göre değer, malın arzu edilebilirliği ve kıtlık derecesi olmak üzere iki faktöre bağlıdır. Bir mal arzu edildiği taktirde bir değere sahiptir. Mal bollaştıkça ya da arzu edilebilirliği azaldıkça, malın değeri düşecektir. Bir mal hem arzu edilir hem de kıt ise, yüksek değişim değerine sahip olacaktır.³

Objektif ve sübjektif olmak üzere, değer iki yönü bulunmaktadır. Objektif değer, mal ve hizmetlerin maliyet ve faydalarıyla orantılı olarak belirlenen değerdir. Sübjektif değer ise, kişi ve arzulara göre belirlenen değerdir.

¹ Metin Kamil Ercan, Ünsal Ban, **Finansal Yönetim**, 2. bsk, Ankara, Gazi Kitabevi, 2005, s.14.

² Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demirgüneş, **Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2003, s.1.

³ Halil Seyidoğlu, **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Ankara, Güzem Yayınları, 1992, s.141.

1.2. BAŞLICA DEĞER KAVRAMLARI

1.2.1. Nominal Değer

Nominal değer, bir varlığın kağıt üzerindeki değeri olup, genelde hisse senetlerinin ve tahvillerin üzerinde yazılı bulunan değeri ifade etmektedir. Nominal değer, sermaye miktarının belirlenmesi, hisse başına kar payının hesaplanması ve muhasebe kayıtlarının yapılması için hisse senedine verilen değeri ifade etmektedir.⁴

Nominal değer statik bir değer olduğundan firma ile ilgili gelişmeleri yansıtmayacak ve hisse senedinin gerçek değerini göstermesi açısından yetersiz kalacaktır. Özellikle enflasyonun para değeri üzerinde yarattığı etiketler nedeniyle firmanın parasal durumunu yansıtma açısından da oldukça gerilerde kalmaktadır.⁵

1.2.2. Defter Değeri

Defter değeri varlıkların muhasebe kayıtların göre belirlenmiş değerdir. Her bir varlık kaleminin ve pasiflerin firma defterinde nasıl gösterileceği muhasebe ilkelerine göre belirlenmiştir. Özsermaye toplamının, yani, muhasebe verilerince aktif toplamından borçların çıkarılması, hisse senedi sayısına bölünmesi ile hesaplanmaktadır.

Defter değeri, nominal değere nazaran firma ile ilgili gelişmeleri nispeten yansıtan bir değerdir. Ancak, bilançoda yer alan değerlerin tarihi değerler olması nedeniyle gerçek değeri göstermesi açısından uygun bir değer değildir.

⁴ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demirgüneş, **a.g.e.**, s.3.

⁵ Ahmet aksoy, Cihan Tanrıöven, **Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi**, 3. bsk, Ankara, Gazi Kitabevi, 2007, s.389.

1.2.3. Tasfiye Değeri

Firmanın varlıklarını bütünüyle ya da parçalar halinde belirli bir süre içerisinde zorunlu satışı ile elde edilecek değerlerin, firmanın tüm borçları ödendikten sonra kalan tutarın hisse senedi sayısına bölünerek elde edilen değerdir.

Firma varlıklarının belirli bir süre içinde nakde çevirme gerekliliğinden dolayı, tasfiye işleminin hızlandırılması varlıkların makul piyasa değerlerinin üzerinde bir indirgeme oranı ile iskonto edilmesini zorunlu hale getirebilecektir.⁶

Eğer piyasa değeri tasfiye değerinin altına düşmüş ise, yatırımcılar/büyük çok sahipleri düşük fiyattan hisse senetlerini toplayarak firmanın tasfiyesine gidip daha yüksek fiyattan hisseleri satmış olacaklar veya firmanın durumunu düzelttikten sonra hisse senetlerini satma yoluna giderek yüksek kazanç elde edeceklerdir. Ancak bu işlem, yapabilmek için firmanın ele geçirilmesi için gerekli miktarda hisse senedine sahip olmak gerekli halka açıklık oranları/borsada işlem gören kısımlar düşünüldüğünde bu işlemin pek de kolay olmayacağı açıktır.⁷

1.2.4. Piyasa Değeri

Hisse senedini sermaye piyasalarında işlem gördüğü fiyat, o hisse senedinin piyasa ya da borsa değeri olarak adlandırılmaktadır. Bir varlığın piyasa değerinden söz edilebilmesi için piyasa tarafından bilinen rahatlıkla alım satımının yapılabilirdiği bir ortamın olması gerekmektedir.⁸ Yani piyasa değeri bir varlığın piyasa koşullarında arz ve talebe göre aldığı değerdir.

⁶ Aswath Damadoran, **Investment Valuation**, New York, John Wiley & Sons Inc., 1996, s.279

⁷ Ahmet aksoy, Cihan Tanrıöven, **a.g.e.**, s.391.

⁸ Metin Kamil Ercan, Ünsal Ban, **a.g.e.**, s.119.

Pazar koşullarının firmanın piyasa değerini gerçek değerinin altına düşürdüğü veya üzerine çıkardığı gözlemlenmektedir. Hisse senetlerinin uygulanan değerlendirme yöntemine göre hesaplanan olması gereken değerinin borsada oluşan değeri ile karşılaştırılması sonucunda, o hisse senedinin aşırı ya da düşük değerlendirilmiş olduğu yorumu yapılabilir.⁹

1.2.5. İşleyen Teşebbüs Değeri

Bir işletmenin işleyen teşebbüs değeri, işletmeyi devralmak isteyen kişi için ifade ettiği değer olarak tanımlanmaktadır. İşleyen bir teşebbüs olarak firmanın değeri, tek tek varlıkların toplam değeri olmayıp bunlara eklenen parayla ifadesi çok güç olan varlıkların da göz önünde bulundurulduğu değerdir.

İşleyen teşebbüs değerinin, firma varlıklarının toplam değerinden düşük olduğu durumlarda, firmayı işleyen bir teşebbüs olarak tutmanın ekonomik bir anlamı olmamaktadır. Böyle bir firmanın varlıklarını ayrı ayrı devretmesi, firmanın bir bütün olarak devredilmesinden daha rasyonel bir harekettir.

Bu değer, tasfiye değerinde olduğu gibi tüm varlıkların toplam değerinden tüm borçlar düşülerek elde edilir. Ancak işlenen teşebbüs değerinde tüm varlıkların cari piyasa değeri dikkate alınır ve bu değere firmanın itibarı, pazar payı, ve markasının piyasadaki imajını ifade eden şerefiye (goodwill) değeri de ilave edilir.

1.2.6. Gerçek Değer

Etkin bir piyasada, bir varlık hakkında bilgilerin tamamına dayalı olarak oluşan ilgili varlığa ait değere, gerçek ya da olması gereken değer denir. Hisse senedinin gerçek değeri, o hisse senedinin ait olduğu işletme varlıkları,

⁹ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demirgüneş, **a.g.e.**, s.4.

sermaye yapısı, yatırım imkanları, karlılık durumu, temettü politikası, sektörel yapı ve konjonktörel dalgalanmalar gibi değişkenler içermektedir.¹⁰

1.3. DEĞERLEME VE ÖNEMİ

İşletme açısında değerlendirme, işletmenin sahip olduğu varlık ve kaynakların belirli bir tarihteki cari değerlerinin herhangi bir para birimi ile ifadesidir.¹¹

Değerleme olgusu, karlılık, risk ve işletme değeri ekseninde incelenmesi gereken bir konudur. Çünkü bir işletmenin değeri, o işletmenin gelecek dönemdeki gelir akışı ve risk durumuna bağlıdır. Değerleme çeşitli yöntemlere ve tekniklere dayanarak değeri ölçer, tahmin yapar ve projeksiyon ortaya koyar. Bir varlığın değerinin tespit edilmesi ise değerlendirme faaliyetlerini oluşturmaktadır.

İşletme değerlemesinin amacı, o işletmenin uygun ve makul piyasa değerinin tespitidir. Uygun ve makul piyasa değeri ise; piyasadaki varlıkların değeri konusunda tam bilgiye sahip istekli alıcıların ve satıcıların, herhangi bir zorlama olmadan, söz konusu varlık için piyasada takdir ettikleri alım satım değeridir.

Değerleme geniş bir çevreye hitap etmektedir ve bu çevre içerisinde yer alanlar için farklı beklentiler ve önem yaratır. Ortaklar açısından, yatırım yaptıkları firmanın performansını öğrenmek için; Yönetim kademeleri açısından alınan ve uygulanan kararların firmaya katkısı görmek için; Kredi kuruluşları açısından kredi verme kararları ya da daha önceden verilmiş kredilerin geri ödenmesi için; Firma ile iş yapan kurum ya da kişiler açısından, işin riskliliğinin belirlenmesi için; Potansiyel yatırımcılar açısından, yapacakları yatırımın riskliliğinin ve karlılığının belirlenmesi için , değerlendirme çok önemli bir yer teşkil eder.

¹⁰ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demircüoğlu, **a.g.e.**, s.5.

¹¹ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demircüoğlu, **a.g.e.**, s.1.

1.4. DEĞERLEMENİN KULLANIM ALANLARI

1.4.1. Portföy Yönetimi

Değerlemenin portföy yönetimindeki önemi, aktif ve pasif yatırımcılar için farklı olmaktadır. Aktif bir yatırımcı için değerlemenin önemi fazla, buna karşın pasif bir yatırımcı için ise daha azdır. Aktif yatırımcılar arasında da, yatırım türleri için değerlemenin rolü farklılaşmaktadır. Uzun vadeli yatırımcılar değerlemeyi diğer yatırımcılara göre daha az kullanmakta olup, firma bazında değerlemeden çok, gelecekteki piyasa değerine odaklanmaktadır. Menkul kıymetlere yatırım yapmak isteyen yatırımcıların kullandığı temel analizde değerlendirme birincil bir role sahip iken, teknik analizde ise, daha tiki bir konumda olmaktadır. Temel analizden yararlanan analistler, firma değerlemesinde gerek indirgenmiş nakit akımları, gerekse de fiyat-kazanç oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranı gibi yöntemlerden de faydalanmaktadır. Bu yöntemler kullanılarak bulunan firma değeri, piyasada oluşan değerle karşılaştırılmakta ve düşük değeri hisse senetleri portföye dahil edilmektedir.¹²

1.4.2. Finansal Yönetim

Firma amacının firma değerinin maksimum kılınması olması, firma değeri ile finansal yönetimin temel politikaları olan finanslama kararlarının, yatırım kararlarının ve kar payı dağıtım politikalarının amaç doğrultusunda birbirleriyle uyumlu olmalarını gerektirmektedir. Firmaların nakit akımlarını ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerini etkileyen her faktörün firma değerinin tespit edilmesinde farklı düzeylerde de olsa etkisi bulunması sebebiyle, finansal yönetim ve değerlendirme birbirleriyle yakından ilişkilidir. Günümüzde, değerlemenin artan önemine paralel olarak, finansal yönetim konuları da, değer ve değerlendirme yaklaşımı ile ele alınmaktadır.¹³

¹² Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demirgüneş, **a.g.e.**, s.7.

¹³ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demirgüneş, **a.g.e.**, s.8.

1.4.3. Birleşme – Devir – Franchising İşlemleri

Son yıllarda bilişim teknolojilerinin gelişmesi, işletmeleri bilgi merkezli yeni stratejiler geliştirmeye ve yeniden yapılanmaya yöneltmiştir. Bu süreçte, büyüme, sinerji yaratma, büyüklüğün verdiği avantajlardan yararlanma, riskin dağıtılması, vergi avantajlarından yararlanma ve maliyet tasarrufu sağlama gibi nedenlerle, işletmeler arasında birleşme eğilimi giderek artmaktadır. Bir firmanın satın alınarak hisse senetlerinin değerlerinin maksimize edilmesi amacı, satın alma ile yaratılan ilave değer, satın almanın maliyetini aşması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu sebeple işletmelerde değerlendirme ihtiyacının yoğun olarak duyulduğu alanlardan birisi, birleşme ve devralmalar oluşturmaktadır.

Farklı firmaların tek bir firma adı altında birleşmelerinde veya herhangi bir firmayı satın almaları ile ilgili yaptıkları analizde, firma değerinin tespit edilmesi oldukça önemli olmaktadır. Alıcı firma ya da firmalar devir alınması düşünülen firmaya teklif sunmadan önce firmanın değerini doğru olarak tespit etmek zorundadırlar. Devir ile ilgili teklif sunulan firma da bir değerlendirme yaparak, sunulan teklifi ret ya da kabul edeceğine karar vermektedir. Devralma işlemlerinde değer belirlenmesindeki ön yargılar da önemli bir problem oluşturmaktadır. Devralınması hedeflenen firmaların kendileri için tespit ettikleri değer genellikle aşırı iyimser olup, firmaları için teklif edilen fiyatın çok düşük olduğunu düşünen ortakların ikna edilmesi zor olmaktadır.

Değerleme, franchising alıcıları için, franchise veren mevcut firmalar arasında düşük değerlendirilmiş olanları tespit edip, onların franchise haklarını ele geçirilmesinde önemli bir unsur olmaktadır.¹⁴

¹⁴ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demirgüneş, **a.g.e.**, s.9.

1.4.4. Halka Açılma

İşletmeler, finansman ihtiyaçlarını karşılamak, kamuoyu nezdinde tanınmak ve bir takım vergi avantajlarından yararlanmak amacıyla halka açılmak isterler. Halka açılma, ellerinde küçük miktarlarda fon bulunan tasarruf sahiplerinin bu tasarruflarını verimliliği yüksek firmalara yatırmalarına imkan vererek, sermayenin tabana yayılmasını sağlamaktadır. İşletmelerin halka açılmasında en önemli sorunu firmanın gerçek değerinin belirlenmesi oluşturmaktadır. Bir firmanın hisse senetlerinin borsada işlem görmesi ve her hisse senedinin arz ve talebe göre piyasa değerinin oluşmasına rağmen, firmanın hisse senetlerinin olması gereken değerlerinin belirlenmesi ve halka arzda uygulanacak fiyatlama politikası ile hisse senetlerinin belirlenen fiyattan ya da iskontolu olarak arz edilmesi gibi seçenekler arasından karar verilmesi, değerlendirme ile mümkündür.¹⁵

1.4.5. Özelleştirme

1980'li yılların başından itibaren, dünyada yükselen bir trend izleyen özelleştirme uygulamaları ile devletin ekonomideki ağırlığının azaltılması, piyasa ekonomisinin etkin çalışmasının sağlanması ve verimliliğin artırılması amaçlanmaktadır. Bu bakımdan değerlendirme, yalnızca özel sektör ticari işletmeleri ile ilgili olmayıp, kamu işletmelerinin değerinin tespit edilmesinde de önemli bir rol oynamaktadır. Başarılı ve spekülasyonlardan uzak bir özelleştirme işlemi, ancak doğru tespit edilmiş bir değer ile mümkün olabilmektedir.¹⁶

¹⁵ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demirgüneş, **a.g.e.**, s.10.

¹⁶ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demirgüneş, **a.g.e.**, s.10.

1.4.6. İşletmenin Kredi Değerinin Tespiti

Kredi kurumları kredi kararlarında firmanın değerini ve yaratacağı nakit akımlarını göz önüne almakta olup, işletmenin kredi taleplerini karara bağlarken, kredi talep eden firmanın likidite, finansal yapı, karlılık ve büyüme oranlarının tespit edilmesinde değerlemeye ihtiyaç duymaktadırlar. Kredi sürecinde yapılan değerlendirme işlemi, kredi kurumlarınca bir teminat unsuru olarak istenebileceği gibi, işletmenin kendisi tarafından kredinin miktarını artırmak amacıyla da yapılabilmektedir.¹⁷

1.4.7. İşgören Hisse Sahipliği Planları

İşgören sahipliği, işletmeye hisse sahipliği yolu ile çalışanlarının sahip olması olarak tanımlanmaktadır. İşgören hisse sahipliği planları ise, firmaların sahipliği çalışanlarıyla paylaşmak için uygulamış oldukları ve firmaya vergi avantajları sağlayan uygulamalardır. İyi tasarlanmış işgören hisse sahipliği planı, katılımcı bir sahiplik kültürünün oluşmasına ve sürdürülmesine önemli katkılar sağlamaktadır. İşgören hisse sahipliği planları özellikle gelişmekte olan ülkelerde özelleştirme sürecinde verimliliğin artırılması ve çalışanların özelleştirmeye karşı gösterdikleri direncin azaltılmasında etkin bir rol üstlenmektedir. Başarılı bir işgören hisse sahipliği planının oluşturulmasında da ancak firmanın değerinin doğru tespit edilmesi ile mümkün olabilir.¹⁸

1.4.8. Tasfiye

İçsel ya da dışsal sebeplerle faaliyetlerine son vermek durumunda kalan firmalar tasfiye değerlerini belirleyebilmek için değerlendirme yapmak zorundadırlar. Bu durumda firmanın bütün varlıkları nakde dönüştürülmekte ve borçlar ödendikten sonra kalan tutar da hissedarlara ait olmaktadır.¹⁹

¹⁷ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demircüoğlu, **a.g.e.**, s.11.

¹⁸ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demircüoğlu, **a.g.e.**, s.11.

¹⁹ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demircüoğlu, **a.g.e.**, s.11.

1.5. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

1.5.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (Gelir Yaklaşımı)

İndirgenmiş nakit akımı yöntemi, varlıkların değerini, nakit akımlarını tahmin ederek belirlemeye çalışmaktadır. Paranın zaman değerini dikkate alması nedeniyle, bu yöntemde varlıkların gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının şimdiki değeri ifade edilmektedir.²⁰ İndirgenmiş nakit akımları yöntemi daha çok içsel yatırım projelerinin değerlendirilmesinde kullanılsa da, son yıllarda özellikle ABD’de şirket değerinin saptanması için de kullanılmaktadır. Bu değerlendirme yönteminde karşılaşılan en büyük zorluklar ise indirgenme (iskonto) oranının belirlenmesi ve firmanın gelecekte yaratabileceği nakit akımlarının tahmin edilmesidir.

İndirgenme oranının belirlenmesi, mevcut şartların ne ölçüde değerlendirilmesi ve bu bağlamda tecrübeyle doğru orantılıdır. Değerlendirilmesi gereken bu şartlar ise; işletmenin içinde bulunduğu sektör ve faaliyet alanı, işletmenin kazancı, sermaye maliyeti ve sermaye yapısı, yatırımlardan beklenen minimum verimlilik oranı, dönemsel değişikliklerden etkilenme derecesi, rakip işletmelerin karlılık durumları olarak sıralanabilir.

İşletmenin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının tahminleri de, işletmenin geçmiş denemelerdeki performanslarından yararlanarak bulunur. Bu tahminler yapılırken şunlara dikkat edilmelidir; geçmiş verilerin analizi, işletmenin bulunduğu sektörün analizi, gelecekteki gelirlerin tahmin edilmesi, nakit akımlarının yıllar içinde sabit kalıp kalmayacağının tespit edilmesi.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin başlıca üstünlükleri aşağıdaki gibidir;²¹

- Firmanın değerini hesaplama kullanılan bilimsel bir yöntemdir.
- Firmanın gelecekteki performansını firma değerine en iyi şekilde yansıtan yöntemdir.

²⁰ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demirgüneş, **a.g.e.**, s.5.

²¹ Nurgül Chambers, **Firma Değerlemesi**, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2005, s.210.

- Nakit yaratma potansiyeline odaklanır.
- Farklı senaryoların analizine olanak sağlayan esnek bir değerlendirme yöntemidir.
- Yatırım ve finanslama politikası, ekonomik dalgalanmalar, ticari faaliyet oranları gibi pek çok değişkenin firma değeri üzerindeki etkilerini yansıtır.
- Birleşme ve satın almalarda sinerjilerin değerlendirilmesine imkan verir.
- Firmanın şerefiyesini içerir.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin eksiklikleri ise şöyle sıralanabilir;

- Diğer yöntemlere göre daha çok veriye ve bilgiye ihtiyaç duyulur.
- Uygulanması nispeten karmaşık bir yöntemdir.
- Dayandığı varsayımlar öznelidir.
- Geleceğe yönelik belirsizlikler firma değerini etkiler.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi içerisinde üç farklı değerlendirme modeli incelenebilir. Bunlar, temel iki model olan özsermayeye serbest nakit akımları (free cash flows to equity – FCFE) ve firmaya serbest nakit akımları (free cash flows to firm – FCFF), ve son dönemde kullanılmaya başlanan modern bir model olan ekonomik katma değer (economic value added – EVA) modelleridir.

1.5.1.1. Firmaya Serbest Nakit Akımları (FCFF)

Firmaya serbest nakit akımlarından hareketle firmanın değeri bulunurken, firmaya borç ve özsermaye vermiş olan yatırımcıların, firmadan gelecekte sağlayacağı tahmin edilen nakit akımları bulunmaktadır. Bu nakit akımlarının firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (weighted average cost of capital – WACC) ile iskonto edilerek bugünkü değerleri bulunmaktadır. Bu tutar, borç ve özsermaye sahipleri açısından firmanın toplam değerini ifade etmektedir. Firmanın bulunan bu değerinden borçların

cari değeri çıkartıldığında kalan kısım da firmanın özsermayesinin toplam değerini ifade etmektedir. Firmanın özsermayesinin toplam tutarının yine firmanın toplam hisse senedi sayısına bölünmesi ile bulunan değer de firmanın her bir hisse senedinin bu yöntemle göre olması gereken fiyatını vermektedir.²²

Bu yöntemde, serbest nakit akımları tanımı itibariyle faiz öncesi olduğu için, nakit akımları firmanın borçluluk düzeyinden etkilenmez. Borçluluk düzeyi kendisini ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde kendini göstermektedir. Bu yöntemin başlıca avantajı, öncelikle daha fazla bilgiyi içermesidir. Bu uygulamada, işletmenin serbest nakit akımlarının hangi büyüme stratejileri doğrultusunda olduğu daha açık bir şekilde görülmektedir.

FCFF hesaplamasını aşağıdaki gibi yapmak mümkündür;²³

$$\begin{aligned} \text{FCFF} &= \text{FVÖK} (1-T) \\ &+ \text{Amortismanlar} \\ &- \text{Sermaye Harcamaları} \\ &- \Delta \text{ İşletme Sermayesi} \end{aligned}$$

Burada;

FVÖK: Firmanın faiz ve vergi öncesi karını

T: Firmanın yükümlü olduğu kurumlar vergisi oranını

Δ İşletme Sermayesi: İşletme sermayesi düzeyindeki artışı ifade etmektedir.

Eğer burada “g” firmaya serbest nakit akımlarının sonsuza kadar tahmin edilen sabit büyüme oranını ve k_{WACC} de firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini gösterecek olur ise;

²² Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demircüoğlu, **a.g.e.**, s.49.

²³ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demircüoğlu, **a.g.e.**, s.49.

$$Firma\ Değeri = \frac{FCFF_1}{(k_{WACC} - g)}$$

Firmanın büyümesi “n” yılına kadar değişkenlik göstermekte ve “n” yılından itibaren sabit büyümeye geçmekte ise, bu durumda firmanın toplam değeri;

$$Firma\ Değeri = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + k_{WACC})^t} + \dots + \frac{FCFF_{n+1}}{(k_{WACC} - g_n)} \times \frac{1}{(1 + k_{WACC})^n}$$

Firmaya serbest nakit akımlarının tahmininde kullanılan temel nakit akımı ölçüleri şunlardır:²⁴

- Hasılatla büyüme oranı
- Amortisman öncesi esas faaliyet kar payı
- Vergi oranı
- Duran varlık yatırım oranı
- Amortisman oranı
- Ek net çalışma sermayesi oranı
- Artık geliri dönemi (firmanın yeni yatırımlarından, sermaye maliyetinden daha yüksek bir getiri elde ettiği dönem sayısıdır)

1.5.1.2. Özsermayeye Serbest Nakit Akımları (FCFE)

Özsermayeye serbest nakit akımlarından hareketle firmanın değeri bulunurken, firmaya serbest nakit akımları yönetiminde olduğu gibi borç ve sermaye sahiplerine sağlanan serbest nakit akımları değil, sadece özsermaye sahiplerine gelecekte sağlanması beklenen nakit akımları dikkate

²⁴ Arman Tevfik, **Hisse Senedi Değerlemesi**, İstanbul, Literatür Yayıncılık, 2005, s.22.

alınmaktadır. Beklenen bu nakit akımları sadece özsermaye sahiplerine olduğundan, bu nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak firmanın özsermaye maliyetinin kullanılması gerekmektedir. Özsermayeye serbest nakit akımlarının iskonto edilmiş tutarının toplamı firmanın özsermayesinin olması gereken değeri göstermektedir.²⁵

Firmaya serbest nakit akımlarından ayrı olarak bu modelde oluşan nakit akımları, serbest nakit akımlarına ilaveten firmanın faaliyetlerinden doğmayan finansal ve diğer olağan dışı nakit giriş çıkışlarını kapsar. Hisse senedi yatırımcıları, değerlendirme yaparken daha çok özsermayeye olan nakit akımlarını yani, borçlarla ilgili ödemelerden sonra kalan nakit akımlarını dikkate almayı tercih ederler. Çünkü özsermaye sahipleri açısından borçların faiz ve anapara geri ödemelerinin bir nakit çıkışı gerektirmesidir. Firmaya serbest nakit akımlarında ise firmanın borçlanmadığı, ve buna bağlı olarak borçlarla ilgili her hangi bir ödemenin olmadığı varsayılmaktadır. Bu yöntemde firmanın borçlarına dair ödemeleri de dikkate alındığından, özsermaye sahiplerinin duyarlılığı daha temsil edilmektedir. Ayrıca çok fazla borcu olan bir firmanın özsermayeye serbest nakit akımları negatif olabilmektedir ki firmaya olan nakit akımlarında bu büyük borca rağmen nakit akımları pozitifdir. Bu durumda ise firma sermaye yapısını güçlendirmek zorundadır. Firmaya olan serbest nakit akımları göz önünde bulundurularak yapılan bir değerlendirmede ise bu durum dikkate alınmamaktadır.²⁶

Özsermayeye nakit akımlarının hesaplanması aşağıdaki yapılabılır;²⁷

FCFE = Net Kar

+ Amortismanlar

- Sermaye Harcamaları

²⁵ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demirgüneş, **a.g.e.**, s.58.

²⁶ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s.221.

²⁷ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demirgüneş, **a.g.e.**, s.58.

- Δ İşletme Sermaye
- Anapara Geri Ödemeleri
- + Yeni Borçlar

Burada sermaye harcamalarının ve işletme sermayesindeki değişikliğin hedef borç rasyosu " λ "ya göre finanse edildiği kabul edilmekte, böylece hedef sermaye yapısı bozulmamaktadır. Bu hesaplamalarda ayrıca anapara geri ödemelerinin de yeni borçlanmalarla yapılmakta olduğu kabul edilmektedir. Burada " λ " sermaye yapısı içerisindeki borç oranını gösterir.

$$FCFE = \text{Net Kar}$$

- $(1 - \lambda)$ (Sermaye Harcaması – Amortismanlar)
- $(1 - \lambda)$ (Δ İşletme Sermaye)

1.5.1.3. Ekonomik Katma Değer (EVA)

Bir işletmede, net işletme karının, o karı yaratmak için kullanılan sermayenin maliyetinden arındırılarak ulaşılan değer olarak tarif edilen EVA Stern&Stewart tarafından ilk kez kullanılmıştır. Stewart'a göre EVA, gerçek ekonomik karın ya da gelirlerin, yatırımcıların karşılanabilir risk düzeyindeki başka yatırımlardan elde etmek isteyecekleri minimum getiri oranından ne kadar az veya çok olduğunu gösterir.

EVA kavramını ön plana çıkartan unsur, işletmenin amacının zaman içerisinde kar maksimizasyonundan şirketin piyasa değerinin maksimizasyonu haline gelmesidir. Kendilerine işletmenin piyasa değerinin artırılmasını amaç edinen işletme yöneticileri, firmanın uzun dönem değer yaratması üzerinde dururken, daha fazla rekabet üstünlüğü sağlamayı amaçlamaktadırlar. EVA uygulayan işletme yöneticilerinin asıl odaklandıkları konu hisse senedi getirilerine performans sağlamak yerine firmaya katma değer yaratarak firmanın uzun dönem performansını artırmaktır.

EVA iki farklı yöntemle hesaplanabilmektedir;²⁸

$$(1) \text{ EVA} = \text{NOPLAT} - (k_{\text{WACC}} \times \text{Yatırılan Sermaye})$$

NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes): Net Faaliyet Karı eksi Düzeltilmiş Vergiler

k_{WACC} : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

$$(2) \text{ EVA} = (\text{ROIC} - k_{\text{WACC}}) \times \text{Yatırılan Sermaye}$$

ROIC (Return on Invested Capital): Yatırılan Sermayenin Getirisi

Yapılan hesaplamalar sonucunda ortaya çıkan sonuç para cinsinden olmaktadır. Bu tutarın pozitif olması, işletmenin kar elde etmek için yatırım yaptığı varlıkların maliyetinden daha fazla vergi sonrası faaliyet karı elde ettiğine yani, katma değer yaratmış olduğuna işaret etmektedir. Sonucun negatif olması ise, işletmenin değer yaratmaktan ziyade sermaye tükettiğine ve daha önceki dönemlerde yaratılmış katma değeri kullandığı anlamına gelmektedir. Sonuçta, işletmenin finansal açıdan amacı pozitif ve sürekli olarak yükselen bir EVA değerine sahip olmaktır.²⁹

Bir işletmenin yarattığı katma değeri artırmak için;

- Maliyetleri ve vergileri azaltarak vergi sonrası faaliyet karını artırmak
- Vergi sonrası faaliyet karındaki artışın, sermaye maliyetindeki artıştan daha fazla olacağı türden yatırımlara yer vermek
- Sermaye maliyetinden daha az kar getiren faaliyet ve yatırım yapmak
- Toplam sermaye maliyetinin minimize edildiği optimal bir sermaye yapısı oluşturmak gereklidir.

²⁸ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demirgüneş, **a.g.e.**, s.85.

²⁹ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demirgüneş, **a.g.e.**, s.85.

1.5.2. Maliyet Yaklaşımı

Maliyet yaklaşımında amaç, değ erlenmekte olan varlığın yerine koyma veya üretim maliyetinin tahmini ile bir değer göstergesi elde etmektir. Bu yaklaşım, değ erlenmekte olan varlık ile tamamıyla aynı ya da eşit yararı sağlayan yeni bir varlığın elde edilmesinin maliyetinin, mevcut varlığın ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı ekonomik değeri ile orantılı olacağı varsayımına dayanır. Yaklaşım, bu varsayıma uygun olarak, hesaplanan ikame veya yeniden üretim maliyetinin, değ erleme konusu olan varlığın piyasa değerine eşit olması durumunda gerçekçi olacaktır.       fark olması durumunda, bu fark piyasa tarafından telafi edilecektir. Maliyet yaklaşımı ile piyasa değerini belirlemek için ikame veya yeniden üretim maliyetinden fiziki, fonksiyonel ve ekonomik aşınma payları d ş   r. Maliyet yaklaşımının en önemli eksikliği müşterileri, yönetimi, insan kaynaklarını, ürünleri ve buna benzer etkenleri, bir başka deyişle örgütsel sermayenin katacağı değeri dikkate almamasıdır.³⁰

Bu yaklaşımı temel alan değ erleme yöntemlerinin başlıcaları; defter değeri, yerine koyma değeri, tasfiye değeri ve net aktif değeridir.

1.5.2.1. Defter Değeri

Defter değeri, daha önce de değinildiği gibi, varlıkların muhasebe kayıtların göre belirlenmiş değerdir.  zsermaye toplamının, yani, muhasebe verilerince aktif toplamından borçların çıkarılması, hisse senedi sayısına bölünmesi ile hesaplanmaktadır.

Firma değerinin belirlenmesinde defter değerinin önemli olduğu durumlar şunlardır;

- Yeni kurulmuş işletmeler
- Kazançları dengesiz olan işletmeler

³⁰ İsmet Demirkol, “Firma Değeri Yaklaşımları”, (Erişim) <http://www.finanskulup.org.tr/assets/makale/Ismet.Demirkol.Firma.Degeri.Yaklasimlari.pdf>, 22 Kasım 2009

- Geleceğe yönelik belirsizliğin yüksek olması nedeniyle, gelecek gelirlerine dayalı yöntemlerin oldukça spekülatif bir hal aldığı durumlar
- Bankalar gibi, varlıklarının önemli bir bölümü parasal varlıklar olan finansal kurumlar

1.5.2.2. Yerine Koyma Değeri

Yerine koyma veya ikame değeri, değerlendirilecek varlığın değerlendirilme gününde satın alınması veya yeniden elde edilmesi durumunda mal olacağı bedeli ifade etmektedir.

Bu değerlendirme yönteminde fiili maliyetler ya da piyasa değeri esas alınmaz. Esas olan ölçü, satılan ya da kullanılan iktisadi değer tekrar yerine konulabilmesi için yapılan harcamalar olmaktadır.

1.5.2.3. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, önceki konularda da bahsedildiği gibi, firmanın varlıklarını bütünüyle ya da parçalar halinde belirli bir süre içerisinde zorunlu satışı ile elde edilecek değerlerin, firmanın tüm borçları ödendikten sonra kalan tutarın hisse senedi sayısına bölünerek elde edilen değerdir.

Tasfiye değeri, faaliyeti sona eren işletmeler için daha anlamlı bir değerlendirme tekniği olarak kabul edilmektedir. Çünkü faaliyetine devam eden işletmelerin değeri, tasfiye değeri dışında işleyiş değerini de kapsamaktadır. Diğer bir deyişle, faaliyetine devam eden işletmelerin değeri, sinerji etkisi nedeniyle, parçalarının değerinin toplamından daha yüksek olacaktır.

1.5.2.4. Net Aktif Değeri

Net aktif değeri, özellikle hemen realize edilebilecek varlıklara sahip firmaların hisse senedi değerlerinin tespitinde kullanılan bir yöntemdir. Bu yaklaşım, bir alıcının bir firmayı almak için ödeyeceği paranın en az o

firmanın bütün varlıklarının belli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilebilecek miktara ya da varlıkların yenileme değerine eşit olacağı varsayımına dayanmaktadır. Net aktif değeri yöntemi, maddi duran varlık değeri ve gerçek aktif değeri olarak incelenebilir.

Maddi duran varlık değeri, firmanın sahip olduğu makine, ekipman ve diğer duran varlıkların aynı özelliğe sahip olacak şekilde yeniden oluşturma maliyeti olarak düşünülür. Bu yöntemin zayıflıkları, bu varlıkların orijinal haliyle yeniden oluşturulup oluşturulamayacağı ile ilgilidir. Örneğin zaman içinde değişen teknoloji ile birlikte bazı ürünler demode olmakta, üretilmemekte, bunların yerine daha fazla işlevli ürünler geliştirilmektedir. Ancak bu yeni geliştirilen ürünler hem daha pahalı olabilir, hem de firmanın kullanmasını gerektirmediği işlevler içerebilirler. Bu da kullanılmayacak bir kapasite için daha fazla bedel ödenmesi anlamına gelmektedir. Ayrıca firmanın faaliyette bulunduğu sektöre özel kullanım sahası olan bir makinenin yeniden spesifik olarak kullanma maliyeti ekonomik olmaktan çıkacak kadar yüksek olabilir.

Gerçek aktif değeri ise, hisse senedi fiyatının belirlenmesinde maddi varlıkların yanı sıra, firmanın bilançosunda gizli kalan ve hemen gelir sağlamayacak maddi olmayan duran varlıkları da dikkate almaktadır. Sahip olunan marka, patent, kullanım hakkı, know-how, değeri gibi sübjektif maddi olmayan varlıklar da değerlemeye dahil edilmektedir.

1.5.3. Göreceli Değerleme Yöntemi (Piyasa Yaklaşımı)

Piyasa yaklaşımının temelinde herhangi bir varlık ya da işletmenin değerinin karşılaştırılabilir bir benzerinin fiyatı ile belirlenebileceği varsayımı yatmaktadır. Bu karşılaştırma unsuru son zamanlarda gerçekleşen bir birleşme ya da satış olabileceği gibi, genellikle olduğu gibi halka açık işletmelerin piyasa şartlarında oluşmuş oranlar da olabilir.

Bu yöntem ile indirgenmiş nakit akımları yönteminin ortak noktası, firma değerinin nakit akımlarının artan fonksiyonu, risk düzeyinin ise azalan fonksiyonu olmasıdır. Değerlemede kullanılan katsayı, gelecekteki karlılığı yansıtır ve kıyaslanan firmalar, satıştaki büyüme oranı ve risk düzeyi gibi temel değerlendirme ölçütleriyle benzerlik gösteriyorsa göreceli değerlendirme yöntemi daha sağlıklı sonuçlar verir. Bu iki yöntem arasındaki fark ise, göreceli değerlendirme yönteminin net karın elde edilmesi için gerekli olan yatırım harcamalarını hesaba katmaması ve net bugünkü değer kavramını dikkate almamasıdır.³¹

Göreceli değerlendirme yöntemi uygulanırken takip edilecek aşamalar şöyledir;³²

- *Karşılaştırılabilir firmaların seçilmesi:* Analiz edilecek firmanın değerini tespit etmek için öncelikle firmaya en yakın özellikteki firmalar seçilmelidir. Karşılaştırılabilir firmaların belirlenmesinde aynı sektörde, aynı iş kolunda faaliyet gösteren firmaların esas alınması uygulamada daha doğru sonuçlar vermektedir. Ancak birbirine çok benzemesine karşın aşırı değerlendirilmiş ya da düşük değerlendirilmiş firmalar sektör ortalamasını etkileyecek, bu da yanlış sonuçlara ulaşmamıza sebep olacaktır. Bu etkiyi azaltabilmek için karşılaştırma yapabilmek için mümkün olduğunca çok firma seçilmelidir.
- *Kullanılacak kat sayının seçilmesi:* Katsayılar ile yapılan değerlendirme genellikle net kar, defter değeri, satışlar gibi büyüklük ölçütleri dikkate alınmaktadır. Ancak sektöre en uygun katsayının tespit edilmesi aşamasında zorluklar ortaya çıkmaktadır.
- *Sektördeki benzer firmaların ortalamasının bulunması:* Karşılaştırılabilir firmalar belirlendikten sonra, sıra ortalamalarının bulunmasına gelmiştir. Kullanılacak katsayıda gerekli olan büyüklüğe göre firmaların ortalamaları hesaplanır

³¹ Gökhan Bilen, “Firmaların Gerçek Değerinin Tespiti ve Pazar Fiyatının Belirlenmesi”, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2002, s.90.

³² Aykan Üreten, Metin Kamil Ercan, **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Ankara, Gazi Yayınevi, 2000, s.123.

- *Değerleme yapılacak firmanın performansının tahmin edilmesi:* Bu aşamada sektör ortalamasıyla karşılaştırmalar yapılarak firmanın gelecek yıllardaki performansı tahmin edilmeye çalışılır. Bu aşamada sadece yakın gelecekteki performansa ağırlık verilmemeli, tahminler mümkün olduğunca uzun vadeli olmalıdır. Özellikle birleşme ve satın alma gibi etkisi uzun yıllar devam edecek olan yatırımlarda uzun vadeli tahminlerde bulunmak daha doğru sonuçlar doğuracaktır.

Göreceli değerleme yöntemde en çok kullanılmakta olan oranlar şöyle sıralanabilirler; fiyat / kazanç oranı, piyasa değeri / defter değeri oranı, fiyat / satış oranı.

1.5.3.1. Fiyat / Kazanç Oranı (F/K)

Fiyat / Kazanç oranında hisse senedinin piyasa fiyatının hisse başına kazanca oranlanması ile elde edilen çarpanın beklenen hisse başına kazanç ile çarpılması sonucu gerçek değer bulunmaktadır. Yöntemin uygulaması yine hisse senedinin doğru olduğu etkin çalışan sermaye piyasaları için gerçeğe yakın sonuçlar verirken gelişmekte olan piyasalar için çok sağlıklı olmamaktadır.³³

F/K oranı, işletmenin her 1 TL vergi öncesi hisse başına karına karşılık, yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını göstermektedir. Genel olarak işletmenin piyasa değeri ile toplam kazancının karşılaştırıldığı söylenebilir.³⁴

$$\text{Fiyat / Kazanç Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kar}}$$

³³ Ahmet Aksoy, Cihan Tanrıöven, **a.g.e.**, s.403.

³⁴ Özlem Koç, **Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama**, SPK Yayını, Ankara, 1998, s.92.

Değerlemede kullanılacak olan F/K bulunduktan sonra, yatırımcılar bulunan dönem sonu tahmini fiyat ile cari piyasa fiyatını karşılaştırmak suretiyle, hisse senedinin değerinin altında ya da üstünde satıldığını görerek satın alma, satma ya da elde tutma kararlarından birini verebileceklerdir. Yatırımcılar büyüme potansiyeli yüksek işletmelerin hisse başına karına daha fazla ödemeye razı olmaları F/K oranını yükseltir. Düşük oran fiyatın olması gerekenin altında, yüksek oran ise üstünde olduğunu gösterir.³⁵

Herhangi bir hisse senedine yatırım yapan yatırımcılar, hisse senedinin F/K oranı ile firmanın karındaki tahmini büyüme oranını karşılaştırırlar ve bu iki değişken arasında doğrusal bir ilişki olduğunu kabul ederler. F/K oranı, kar payındaki artış ve büyüme oranı ile doğru, beklenen getiri oranı ile ters orantılıdır. Bununla birlikte bu oran, kazançların yıllar içindeki seyrini de göz önünde bulundurduğundan, firma yönetiminin varlıkları ne derece verimli çalıştırdığının bir göstergesi olarak da görülür. Firmanın gelecek yıllardaki karında yüksek bir artış bekleniyorsa, bir birim kar artışı için ödenecek fiyat da artar. Diğer bir ifade ile, büyüme potansiyelleri yüksek, geleceği parlak olan işletmelerin hisse başına düşen karına yatırımcılar daha fazla ödemeyi kabul ederler ve dolayısıyla oran yükselir. Buradaki olumsuzluk dışarıdan bir yatırımcının firmanın gelecek yıllarda sağlayacağı karı tahmin etmede ya da bu konuda bilgi almada yaşayacağı zorluklardır.³⁶

Kar payı değerlendirme modellerindeki büyüme varsayımları F/K oranı için de kullanılabilmekte ve oranın yorumuna göre bir bakış açısı getirmektedir. Bu varsayımlar altında F/K oranı aşağıdaki gibi de belirlenebilmektedir.

Sıfır büyüme varsayımında büyüme oranı 1 olacağından;

$$\frac{\text{Fiyat}}{\text{Hisse Başına Kar}} = \frac{1}{k_e}$$

Sabit büyüme varsayımında ise;

³⁵ Cevat Sarıkamış, **Semaye Pazarları**, 4. bsk., İstanbul, Alfa Basım Yayım, 2000, s.296.

³⁶ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s.193.

$$\frac{\text{Fiyat}}{\text{Hisse Başına Kar}} = \frac{\text{Karpayı Dağıtma Oranı} \times (1 + b)}{k_e - b}$$

Formüllerdeki;

K_e : Yatırımcının hisse senedinden beklediği getiri oranı

b : Büyüme oranını ifade etmektedir.

F/K oranını etkileyen faktörler şöyle sıralanabilirler;³⁷

- Karlardaki tarihsel büyüme oranı
- Tahmini karlar
- Ortalama temettü ödeme oranı
- Firmanın sistematik riskini ölçen beta katsayısı
- Karların istikrarsızlığı
- Finansal kaldıraç
- Firmanın rekabet gücü, yöneticilerin yetenekleri, ekonomik koşullar.

F/K oranı halka arzlarda en çok kullanılan değerlendirme yöntemlerinden biridir ve bunun sebepleri şunlardır;³⁸

- Bu yöntem kullanıldığında, geleneksel yöntem varsayımı, hesabı yapılan risk, büyüme oranı ve ya temettü ödeme oranı gibi bir takım verileri kullanmaya gerek kalmamaktadır.
- Çok basit bir istatistiki veridir.
- Mukayese yapmak son derece basittir.
- Risk ve büyüme gibi verileri yansıtır.

F/K yönteminin önemli eksiklikleri ise şunlardır;³⁹

- Firmanın beklenen karlılığı üzerine herhangi bir şey söylenmemesi.

³⁷ Arman Tevfik, **Simülasyon Yaklaşımıyla Hisse Senedi Değerlemesi ve Etkin Portföylerin Oluşturulması**, Ankara, SPK Yayını, 1996, s.93.

³⁸ Mehmet Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2004, s.362.

³⁹ Hünkar İvgen, **Şirket Değerleme**, İstanbul, Finnet Yayınları Borsa Dizisi, 2003, s.121.

- F/K oranının zaman içinde değişebileceği göz ardı edilip, bu oranin sabit olarak dikkate alınması ve sonuçta F/K oranı ve ortalama kazanç miktarı sabit kabul edildiğinden risk ile vade arasındaki ilişkiyi değerlemeye yansıtmanın mümkün olmaması.
- Paranın zaman değerinin dikkate alınmaması
- İki firmanın hiçbir zaman aynı olmayacağı
- Seçilen yıllarda F/K oranının sapma gösterme olasılığı, bir diğer deyişle spekülasyona açık borsalarda oluşan F/K oranının kullanılması.
- Firmanın gelecekte vergi ödeme durumunun dikkate alınmıyor olması ve yatırımın gereksinimi gibi konuları yansıtmıyor olması.

1.5.3.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı (PD/DD)

Hisse senedinin piyasa değeri ile defter (bilanço) değerinin oranlanması ile tespit edilen oran olup, çoğunlukla sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde piyasada alınıp satılmayan bir hisse senedinin değerini tahmin etmek için kullanılır. Yöntemin kullanışı ve hesaplanması oldukça basittir. Ancak defter değerinin daha önce belirtilen nedenlerle gerçeği yansıtmaması (kuruluşu eskilere dayanan firmalarda) ve piyasa değerinin de yapay arz ve taleple etkilenebilmesi sağlıklı bir sonuç ortaya çıkarmamaktadır. Bu nedenle yorum yapılırken işletmenin kuruluşu (yaşı), varlıkları ve sektör ortalamaları ile birlikte değerlendirilmelidir.⁴⁰

$$\text{Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Senedinin Defter Değeri}}$$

PD/DD oranı işletmenin piyasa değerinin, defter değerinin kaç katı olduğunu gösterir. Oranın yüksek çıkması, hisse senedinin aşırı değerlendirildiğini ve elden çıkarılması gerektiğini, düşük çıkması ise hisse senedine yatırım yapılabileceğini gösterir.

⁴⁰ Ahmet Aksoy, Cihan Tanrıöven, **a.g.e.**, s.402.

Firmanın geçmiş verilerinden ya da aynı endüstrideki diğer firmaların verilerinden yararlanılarak, işletmelerin piyasa değeri ile defter değeri arasında uygun bir katsayı bulunmaya çalışılmaktadır. İlgili hisse senedinin değeri hesaplanmak istendiğinde, şu andaki defter değeri belirlenecek ve daha önce bulunmuş uygun PD/DD oranıyla çarpılacaktır.

Oran özellikle aktiflerin ağırlığı yüksek olan ya da halen yüksek oranda aktife ve borca sahip olan banka, sigorta ve menkul kıymet işletmeleri için daha uygundur. Bu endüstrilerde işletmenin piyasa değeri genellikle defter değerine yakın olmaktadır.

PD/DD oranı yönteminin F/K oranı yönteminden farkı, F/K oranı gibi seneden seneye çok değişken olmaması, aynı sektördeki veya benzer firmaları kıyaslamada basit ve hızlı bir yöntem olması ve F/K oranının değerleyemediği zarardaki firmaları da değerlemesi olarak özetlenebilir.

Yatırımcıların PD/DD oranını sıkça kullanmalarının nedenleri şöyle sıralanabilir;

- Güvenilir, istikrarlı ve sezgisel düşünmeyi ön plana çıkartan bir değer ölçütüdür.
- Benzer firmalar için bu oran aşırı düşük ya da yüksek değerlendirildiğinin bir göstergesidir.
- F/K oranı yöntemi ile değerlemesi yapılmayan negatif kazanç elde eden firmaların PD/DD oranı ile değerlemelerinin yapılabilmektedir.

PD/DD oranı yönteminin eksiklikleri ise şunlardır;

- İşletmenin gelecekte elde edeceği gelirler bu yöntemde dikkate alınmamaktadır. Yöntemin en büyük eksikliği işletmenin sahip olduğu potansiyel yatırımların orana yansıtılamamasıdır.
- Yukarıda açıklandığı gibi defter değerinin gerçeği yansıtmaması ve uzun süre zarar eden firmaların özsermayelerinin eksiye düşmesi oranın kullanımını kısıtlamaktadır.

- Türkiye gibi enflasyonist ülkelerde özsermayesini yatırımda kullanan firmaların defter değeri seneden seneye reel olarak azalmaktadır. Bu da yöntemin uygulanabilirliğini etkilemektedir.

1.5.3.3. Fiyat / Satış Oranı (F/S)

Fiyat / Satış oranı, sektördeki faaliyet sonuçları ve satışlar ilişkisinin sabit olduğu, değerlemede bulunulan firmanın faaliyet harcamalarının kıyaslanabilir firmalarla aynı tür olduğu varsayımına dayanan bir yöntemdir.

$$\text{Fiyat / Satış Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedinin Cari Piyasa Değeri}}{\text{Hisse Başına Satış Geliri}}$$

F/S oranına etki eden temel değişkenler aşağıdaki gibidir;⁴¹

- Net kar marjı: F/S oranı net kar marjının artan fonksiyonudur. Diğer değişkenler sabit kalmak koşuluyla, nispeten yüksek kar marjıyla çalışan firmalarda F/S oranı da yüksek olmaktadır.
- Hızlı ve sabit büyüme dönemlerindeki kar payı dağıtım oranı: Büyüme oranı ne olursa olsun, kar payı dağıtım oranı arttıkça F/S oranı da artmaktadır.
- Risklilik (iskonto oranı): Risk arttıkça F/S oranı azalmaktadır. Çünkü riskin artması özsermaye maliyetini artırmaktadır.
- Gerek hızlı gerekse de sabit büyüme dönemlerinde beklenen büyüme oranları her iki büyüme döneminde de, kazançlardaki beklenen büyüme oranı arttıkça F/S oranı da artmaktadır.

İşletme değerlemelerinde F/S oranı yöntemi aşağıdaki sakıncaları taşıyabilmektedir;⁴²

⁴¹ Metin Kamil Ercan, M Başaran Öztürk, Kartal Demirgüneş, **a.g.e.**, s.70

- F/S oranı satış gelirleri dışındaki gelir tablosu bilgilerini yansıtmaz
- İşletmeler arasındaki etkinlik farklarını yansıtmakta yetersizdir.
- Sermaye yatırımlarındaki farklılıkları ve büyüme tahminlerini hesaplamalara dahil edemez.

⁴² Hünkar İvgen, **a.g.e.**, s.133

İKİNCİ BÖLÜM

MARKA VE MARKA DEĞERİ

2.1. MARKA TANIMI

Marka, 1150 – 1350 yılları arasında kullanılmış, eski bir iskandinav dilinde yakmak manasına gelen "brandr" sözcüğünden gelmektedir.⁴³ Bunun sebebi, o dönemde yaşayan insanların kendi hayvanlarını tanımak ve diğer hayvanlardan ayır etmek için derilerini yakarak üzerlerine belirli işaretler bırakmasıdır. Marka sözcüğü, aynı zamanda, bu yakma eylemini ve bu sayede vurgulanan sahipliği de ifade etmektedir.

Marka, satıcı yahut satıcılar tarafından arz edilen mal ya da hizmetlerin tanımlanması, bu mal ve hizmetlerin rakip mal ve hizmetlerin farklılıklarının ortaya konulabilmesini amaçlayan ayırt edici isim, sembol (logo, ambalaj tasarımı)dır.⁴⁴

Keller, kitabında Amerikan Pazarlama Derneği'nin şu marka tanımına yer veriyor: Bir satıcı ya da satıcılar grubunun mal ve hizmetlerini tanımlama üzere tasarlanan ve onları pazardaki rakiplerinden farklılaştıran bir isim, terim, işaret, sembol veya tasarım ya da bunların birleşimidir.⁴⁵

Yine Keller ve Kotler'in tanımlamasına göre marka, aynı ihtiyacı tatmin etmek için tasarlanmış; diğer ürün ve hizmetlerden farklılaşmayı sağlayan özellikleri ekleyen ürün ya da hizmetlerdir. Bu farklılıklar, fonksiyonel,

⁴³ Tom Blacket, Bob Boad, **Co-Branding: The Science of Alliance**, London, MacMillan Press, 1999, s.2.

⁴⁴ David A Aaker, **Marka Değeri Yönetimi**, Ender Orfanlı, İstanbul, MediaCat Kitapları, 2009, s.31.

⁴⁵ Kevin Lane Keller, **Strategic Brand Management: Building, Measuring, and Managing Brand Equity**, 2nd ed., New Jersey, Prentice Hall, 2003, s.3.

rasyonel, veya markanın ürün performansı ile ilgili olarak somut, sembolik, duygusal ya da markanın temsil ettikleri ile ilgili olarak soyut olabilir.⁴⁶

Marka, bir ürünün dün ve geleceğidir; bu ürünlere bir yöne ve anlam verir ve zaman içerisinde işletme ile tüketici arasındaki bir anlaşmaya dönüşür.⁴⁷

Kapferer'in yukarıdaki bu tanımına paralel olarak, Chernatonev ve Riley, işletmelerin ürünleri farklılaştırırken sadece bir sembol ya da isim üzerinde konsantre olurlarsa markanın yaşamını sürdürebilmesinin çok güç olduğunu, bu yüzden geleneksel marka tanımlarının günümüzdeki dinamik pazar koşulları içinde ve diğer pazarlama kaynaklarını tanımakta yetersiz olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bu yazarlara göre marka; işletmelerin pazarlama faaliyetleri ile tüketicilerin algıladığı fonksiyonel ve duygusal değerleri birleştiren kompleks ve çok boyutlu bir varlıktır.⁴⁸

2.2. MARKA VE ÜRÜN ARASINDAKİ FARKLILIKLAR

Marka kavramının tam olarak anlaşılabilmesi için, marka ve ürün arasındaki farkların ortaya konması faydalı olacaktır. Böylece bu iki kavramın birbirleri yerine ikame edilerek kullanılmasının da önüne geçilecektir.

Kotler'e göre ürün, bir isteği ya da ihtiyacı karşılayabilen ilgi, kazanç ve tüketim için pazara teklif edilen her şeydir. Bu tanım itibarıyla mallar, fiziksel objeler, hizmetler, olaylar kişiler, yer ve kurumlar, fikirler veya bunların birleşimi de ürün tanımı dahilindedir⁴⁹.

⁴⁶ Philip Kotler, Kevin Lane Keller, **Marketing Management**, 12th ed., New Jersey, Pearson Education, 2006, s.274.

⁴⁷ Jean-Noel Kapferer, **Strategic Brand Management**, 4nd ed., London, Kogan Page, 2008, s.10

⁴⁸ Leslie De Chernatony, Francesca Dall'Olmo Riley, "The Chasm Between Managers' and Consumers' Views of Brands: the Experts' Perspectives", **Journal of Strategic Marketing**, Vol.5, Issue 2, June, 2001, s.96.

⁴⁹ Keller, **a.g.e.**, s.3.

Marka ve ürün kavramları arasındaki en önemli fark katma değer kavramıdır. Katma değer, ürünün fonksiyonel değerinin üstüne fonksiyonel olmayan ancak ürünün değerini artıran, tüketicilerin açıklamakta zorlandığı duygusal değerler olarak açıklanabilir. Katma değer, ürüne pazarlama karması elemanlarıyla eklenir ve bu elemanların tüm unsurları tüketicinin zihninde ayırt edici bir konum elde etmek için kullanılır. Bu bağlamda; ürün fiziksel bir sürecinde üretilirken, marka temelde iletişim aracılığı ile sağlanmaktadır.⁵⁰

Ürünün fiziksel bir varlığa sahip olmasına karşılık markanın soyut – duygusal bileşenleri vardır ve bir kişiliğe sahiptir. Bir diğer deyişle, marka, satın alma ve kullanım sonrasındaki duyguların ifadesidir. Ürün fiziksel ihtiyaçları karşılayarak beynin sol kısmına yönelik olup marka, beynin sağ tarafında yer alan statü, prestij gibi ihtiyaçlara hitap eder.⁵¹ Bu duyguları ortaya çıkaran unsurlar ise markanın sahip olduğu marka kişiliği, semboller, marka-tüketici ilişkileri, duygusal faydalar, kendini ifade faydaları, kullanıcı imgesi, bir ülkeye özgü olma ve örgütsel çağrışımlar gibi özelliklerdir.⁵²

Ürünler bir fabrikada üretilirken, markalar müşteri talebi ile yaratılır. Yani ürünler yüksek düzeyde uzmanlık gerektiren ya da patentlerle korunan bir ürün değilse piyasada kolaylıkla taklit edilebilir. Markalar ise tüketici zihnindeki algılarla oluşan sağlam konumlandırmalar sayesinde taklidi neredeyse imkansızdır. Bu sebeple ki; ürün ya da hizmetler geçiciyen, markalar devamlıdır denilir.

Diğer yandan ürünler zaman içerisinde değişikliğe uğrayabilirken, markalar ise daha kalıcıdır. Pek çok ürün için söz konusu olan hayat seyrinin, markalar için bir geçerliliği yoktur.

⁵⁰ Ferruh Uztuğ, **Markan Kadar Konuş: Marka İletişimi Stratejileri**, 3. Bsk., İstanbul, Kapital Medya Hizmetleri A.Ş., 2005, s.22.

⁵¹ Işıl Karpaz Aktuğlu, **Marka Yönetimi: Güçlü ve Başarılı Markalar için Temel İlkeler**, İstanbul, İletişim Yayınları, 2004, s.15.

⁵² David A Aacker, **Building Strong Brands**, New York, The Free Press, 1996, s.73.

Görüldüğü gibi, markanın üründen daha kapsamlı olduğu ve aralarındaki bu farkın tüketiciler tarafından yüklendiği söylenebilir. Ürün marka ile değerini artırmakta ve devamlılığını sağlamaktadır.

2.3. MARKANIN SAĞLADIĞI YARARLAR

2.3.1. Markanın Tüketicilere Olan Yararları

Tüketicilerin, ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik satın almalarda markalı ürünleri markasızlara tercih etmesinin sebebi, markanın tüketiciye sağladığı yararlarıdır.

Marka, tüketiciler için üreticinin kimliğini tanımasında görev yapar. Bu sayede tüketicinin ürünleri değerlendirmesinde yardımcı olarak tüketicinin seçimini, karar alma etkinliğini, güvenini ve kullanımını etkiler.

Marka, bir ürünün tüketici değerlendirmelerinde yer almasını sağlayarak tüketicilerin kararlarını, seçimlerini, algılarını ve zevklerini etkileyerek sağladığı güvenle birlikte belirsizliği azaltarak algılanan riski; ürünle ilgili verdiği bilgiyle birlikte ise bilgilenme maliyetlerini azaltır.⁵³

Ürünün fiziksel fonksiyonlarından çok sembolik değerine önem veren tüketiciler için marka, psikolojik açıdan tatmin sağlar. Markalı ürünler, tüketicilere prestij sağlar ve bazı referans gruplarına katılmalarını kolaylaştırır.

Marka, tüketicinin yüksek oranda mutluluk, güvenlik, aidiyet, kazanç gibi değerlerle ilişkili faydalar elde etmesini sağlar ve böylece güven temelli bir ilişkinin oluşmasına katkıda bulunur.

Tüketiciler alacakları ürünü tadını, kokusunu, fiyatını markalara göre kıyaslayarak, hangisinin kendisini tatmin ettiğine karar verir ve bunu hatırlar. Böylece marka sadakati oluşur.

⁵³ Keller, **a.g.e.**, s.79.

Marka, bir üreticinin kaynağını belirterek üretici ya da dağıtıcıların sorumluluk üstlenmelerine ve tüketicilerle bir sözleşme yapmalarına imkan verir.

Markanın tüketiciler için önemini rakamlarla açıklamak gerekirse;⁵⁴

- Tüketicilerin %72'si tercih ettikleri marka için, ona en yakın markadan %20 daha fazla para ödemeye isteklidirler. Bu oranlar tüketicilerin %50'sinde %25, %40'ında ise %30'a kadar fazla paraya çıkabilmektedir.
- Tüketicilerin %25'i sadık oldukları markası satın almak istediklerin, fiyatının önemli olmadığını vurgulamışlardır.
- Tüketicilerin %70'inden fazlası, markayı satın alma kararlarını yönlendirmek için kullanır; satın almaların %50'si ise, gerçekten markaya yöneliktir.
- Tüketici satın almalarının %50'si, tanıdıkların tavsiyelerinden etkilenir; iyi bir marka deneyimi tüketiciler arasında hızlı bir şekilde yayılır.
- Tüketicilerin %50'sinden fazlası, güçlü bir markanın yeni ürünlerinin de başarılı olacağına inanır ve bunları satın almaya önceki deneyimlerinden dolayı isteklidirler.

2.3.2. Markanın İşletmelere Olan Yararları

Markalar finansal açıdan incelendiklerinde, işletmelere sürdürülebilir rekabet üstünlüğü getirdiği, işletmenin pazar payını ve karlılığını yükselttiği ve bu sayede daha iyi bir işletme performansı sağladığı ve yeni ürünlerin piyasaya sunumunu kolaylaştırdığı söylenebilir.

Ayırt edici bir marka adı, bir işletmenin kendisini rakiplerinden farklılaştırabileceği en etkili araçlardan biridir.⁵⁵ İşletmelerin başarısı da

⁵⁴ Scott M Davis, **Brand Asset Management: Driving Profitable Growth Through Your Brands**, 2nd ed., New Jersey, Jossey-Bass, 2002, s.5.

⁵⁵ Lucy Alcock, Poul Chen, Hin Min Ch'ng, "Building Strong Brands", **Journal of Brand Management**, Vol.11, Issue 2, November, 2003, s.115.

ürünlerini rakiplerinden ne kadar farklılaştırdıklarına bağlıdır. Kitle üretimi, standardizasyon, ve teknoloji benzerliklerinin yaygın olduğu bir dönemde marka, bir çok ürünü diğerinden ayırt etmek için geriye kalan tek fark, ürünün kopyalanamayacak tek özelliği haline gelmiştir.

Başarılı bir marka, rakiplerinden farklı bir fiyatlandırma stratejisi izler ve araçların o ürüne piyasa fiyatından farklı bir fiyatlandırma yapmasını engeller.

Marka, ürünlerin piyasaya tutundurulmasını kolaylaştırır. Markalanmış bir ürünün tutundurulması, aynı markanın sahip olduğu diğer ürünlerin de tutundurulmasını sağlar.

Marka ürüne bağlılık yaratır ve üreticilerin satışlarını düzenli kılar. Üreticiye bir ölçüde pazarı denetleme fırsatı yaratır; üretici aynı zamanda araçların satış çabalarını izler. Satıcı ister üretici olsun ister aracı, marka bağlılığı onu rekabetten koruyacaktır.⁵⁶

Kalite ile özdeşleşmiş güçlü bir marka tüketicinin zihnine işletme imajı yerleştirerek yeni markalar çıkarılmasını, dağıtımıcılar/tüketiciler tarafından benimsenmesini kolaylaştırır.⁵⁷

2.4. MARKANIN BAŞARI ÖLÇÜTLERİ

Her ne kadar markalama işletmeler için önemli bir basamak olsa da, başarılı bir marka olabilmek, her marka için mümkün olmayabilir. Ayrıca markanın oluşturulması, yapılandırılması ve tüketicilerin markadan haberdar olmaları markanın başarılı olduğu anlamına gelmeyebilir.

Hem firma içi hem de firma dışından kaynaklanabilecek bazı baskılar ve engeller başarılı markaların meydana getirilmesini önlemektedirler. Bu

⁵⁶ Kotler, Keller, a.g.e., s.277.

⁵⁷ Philip Kotler, **Pazarlama Yönetimi**, 10. Bsk, Nejat Muallimoğlu, İstanbul, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 2000, s.408.

bağlamda etkili marka stratejileri geliştirebilmek, başarılı markalar yaratmak için bu iç ve dış faktörler ile başarı ölçütlerinin anlaşılmasında fayda olacaktır.

Markanın başarısını etkileyen dış faktörler;⁵⁸

- Firmaların fiyat üzerinden rekabet etme baskısı
- Hızla artan rakipler
- Pazardaki ve iletişim araçlarındaki parçalanmalar
- Marka stratejileri ve ilişkilerindeki karmaşıklıklar

Markanın başarısını etkileyen dış faktörler;⁵⁹

- Marka oluşumuna paralel, strateji değişikliklerine firma içinden gelen önyargılar
- Yeniliklere karşı oluşabilecek önyargılar
- Farklı bir yere yatırım yapma baskısı
- Kısa vadeye odaklı satış, maliyet ve karlılık hedefleri ve baskıları

Marka başarısının tüketici eksenli ölçütleri;

- Tüketici davranışlarını, düşüncelerini ve yargılarını etkileyebilme
- Soyut ürünlerin daha iyi görselleştirilmesi ve anlaşılması
- Tüketicilere sağlanan katma değer
- Etkin marka çağrışımları
- Güçlü marka imajı
- Yüksek marka sadakati ve bunun sonucunda tekrar satın almalar
- Yeni ürün sunumunda yüksek tüketici güveni

Marka başarısının işletme eksenli ölçütleri;

- Pazar gücü
- Pazar payı
- Karlılık

⁵⁸ Kotler, **Building Strong Brands**, s.26.

⁵⁹ Kotler, **Building Strong Brands**, s.27.

- Paydaş değeri
- Dinamik örgüt yapısı
- Taklit edilme maliyetinin yüksekliği
- Fiyat artışında az elastik, fiyat azalışında çok elastik tüketici tepkileri
- Fazla fiyat talep edebilme.

2.5. MARKA TÜRLERİ

556 sayılı Markaların Korunması Hakkında KHK. (RG. 24.6.1995, s.22326) m.5/1'e göre marka, bir teşebbüsün mal ve hizmetlerini bir başka teşebbüsün mal ve hizmetlerinden ayırt etmeyi sağlaması koşuluyla, kişi adları dahil özellikler sözcükler, şekiller, harfler, sayılar, malların biçimi ve ambalajları gibi çizimler görüntülenebilen veya benzer biçimde ifade edilebilen, baskı yoluyla yayımlanabilen veya çoğaltılabilen her tür işarettir.⁶⁰

556 sayılı KHK'ya göre tescil edilecek marka türleri şunlardır; Ortak marka, Garanti markası, Ticari marka ve Hizmet markası.

Ortak markalar, birden çok işletme adına tescilli, markanın her bir sahibinin markanın tümü üzerinde, markanın diğer sahiplerinin aynı nitelikteki hakları ile sınırlı bir şekilde, ancak bağımsız olarak hak sahibi olduğu markalardır. Ortak marka, üretim veya ticaret veya hizmet işletmelerinden oluşan bir grup tarafından kullanılan işarettir. Aynı gruba dahil üç ayrı bira şirketinin biralarını aynı marka altında satmaları bu marka türüne örnek gösterilebilir.

Aynı markayı bir üretim, ticaret, hizmet grubu kullansa da bu marka bir "grup markası" (holding) değildir. Grup markasında, işletmeler aynı hakimiyet altında farklı markaları yanında grubun da markasını kullanırlar. Grup markası holding adına tescil edilir. Örneğin, Koç Grubu'na dahil işletmeler

⁶⁰ Ayşe Yürük, **Ticaret Hukuku**, 3. Bsk., Eskişehir, Anadolu Üniversitesi, 2003, s.31.

kendi markaları yanında siyah renkli “Koç” sözcüğünün ve kırmızı renkli “koç boynuzu” simgesinin olduğu markayı da kullanırlar. Bu grup markasıdır.

Ortak marka sahipleri arasındaki ilişki iştirak ve müşterek ilişkisi gibi değildir. Ortak marka tescil işlemlerinde bir teknik yönetmeliğin verilmesi gerekir. Yönetmelikte değişiklikler yapılabilir ancak değişiklikler TPE tarafından onaylanmadıkça taraflar tarafından uygulanamaz.

Garanti markaları, marka sahibinin kontrolü altında, bu markayı kullanmaya yetkili kılınmış birçok işletme tarafından üretilen ürün ve hizmetlerin ortak özelliklerini, üretim usullerini, coğrafi kaynaklarını ve kalitesini garanti etmeye yarayan markalardır. Örneğin, Türk Standartları Enstitüsünün belirli koşullarda, ürünler üzerinde kullanma yetkisi verdiği TSE işareti bir garanti markasıdır.⁶¹

Garanti markasını ortak markadan ayıran en belirgin fark, belirlenmiş standartları sağlayan bütün işletmelerce kullanılabilir olmasıdır. Oysa ortak marka, belirli işletmeler tarafından kullanılabilen markalardır. Garanti markalarının tescili için, tıpkı ortak markalarda olduğu gibi, tescil başvurusu yapılırken, markanın kullanma usul ve esaslarını belirleyen bir teknik yönetmelik verilmesi gerekir. Bu yönetmelik, markanın mal ve hizmetlerin garanti edilen ortak özelliklerini, markanın kullanımına ilişkin hükümlerini, aykırı durumlarda verilecek cezaları belirtmesi gerekir.

Garanti markasını kullanan işletmeler, marka sahibinin kontrolü altında değildir. Marka sahibi bir dernek ya da mesleki kuruluş olabilir ve işletmeler ona üye olabilirler. Garanti markası sahibi genellikle bir meslek mensupları derneği, bir meslek odası ya da gerçek veya tüzel kişilerdir. Garanti markası kullanılırken, marka sahibince belirlenen ortak özelliklere uyulup uyulmadığı ayrıca kontrol edilmelidir.

⁶¹ Ayşe Yürük, **a.g.e.**, s.32.

Garanti markası devir ve lisansa konu edilebilir. Bu markalar, belirlenen standartları karşılayan her işletme tarafından kendiliğinden kullanılamaz. Sadece marka sahibince izin verilen işletmelerce kullanılabilir.

Ticari marka, bir işletmenin ticaretini ve imalatını yaptığı malları başka işletmelerin mallarından ayırt etmeye yarayan işaretlerdir.

Hizmet Markası, bir işletmenin hizmetlerini, diğer işletmelerin hizmetlerinden ayırt etmeye yarayan işaretlerdir. Örneğin bir radyo istasyonunun yayında kullandığı müzik parçası bir hizmet markasıdır.

556 sayılı KHK'ye göre yapılan bu ayırmadan başka, marka kavramının da daha iyi anlaşılabilmesi için, şu şekilde bir grupta yapılabilir;

- Biçimlerine göre markalar: Kelime markaları (Philips, BP, IBM), Tasarım markaları (Adidas'ın yoncası gibi grafikler), Üç boyutlu markalar (Mercedes'in yıldızı), Biçim markaları (Coca-Cola şişeleri)
- Fonksiyonlarına göre markalar: Ürün ve hizmet markaları
- Sahiplerine göre markalar: Garanti markaları, Ortak markalar, Münferit markalar

2.6. MARKA STRATEJİLERİ

Marka stratejileri deyimi, rekabet avantajlarına erişilebilmesi için marka biçimlendirme ve uygulamasının, uzun vadeli olarak ve koşullarına göre planlanmasını anlatır.⁶² Marka stratejileri, firma içindeki tüm markaların bütünleştirildiği kurum stratejileri doğrultusunda ele alınmaktadır.⁶³

Markanın konumlandırılması aslında son derece masraf gerektiren bir görevdir. Bu nedenle ürün politikası çerçevesinde marka türünün kullanımını

⁶² Ülku Yüksel, Aslı Yüksel, **Marka Yönetimi ve Marka Değerinin Ölçülmesi**, İstanbul, Beta Basım A.Ş., 2005, s.36.

⁶³ Yalçın Kırdar, Marka Stratejilerinin Oluşturulması: Coca-Cola Örneği, **Review of Social, Economic & Business Studies**, 3/4, 236, (Erişim) <http://fbe.emu.edu.tr/journal/doc/34/34Article13.pdf>, 12 Kasım 2009

kapsayan uzun vadeli ürün politikası, marka stratejisinin bir parçasını oluşturur. Marka stratejilerinin değişken rekabet koşulları bağlamında öneminin nedeni de buradan kaynaklanır.⁶⁴

Marka yönetimin bağlamında stratejik bir karar, ürünün kullanım alanının belirlenmesi, yönetilecek pazar segmentinin seçimi ve coğrafi dağılımın saptanması gibi değişik görüş açıları temelinde marka politikasının temel kararlarının alınmasını zorunlu hale getirir. Markayı aktif bir pazarlama değişkeni olarak kullanmak isteyen işletmeler çeşitli politika sorunlarını çözmek zorundadırlar.⁶⁵

İşletmelerin yeni ürünlerini markalamada kullandıkları dört temel strateji vardır. İşletme hattı uzatabilir (mevcut marka adı hali hazırda ürün kategorisindeki yeni boyutlara uzatılır), marka uzatılabilir, genişletilebilir (marka adları yeni kategorilere uzatılır), çoklu markalar (aynı ürün kategorisinde yeni ürün adları sunulur) ya da yeni markalar (yeni bir kategori için yeni bir marka adı) kullanılabilir.⁶⁶

Tablo 1. Markalama Stratejileri

		ÜRÜN KATEGORİSİ	
		VAROLAN	YENİ
MARKA ADI	VAROLAN	HAT GENİŞLEMESİ (LINE EXTENSIONS)	MARKA GENİŞLEMESİ (BRAND EXTENSIONS)
	YENİ	ÇOKLU MARKALAMA (MULTIBRANDS)	YENİ MARKALAMA (NEW BRANDS)

Kaynak: Philip Kotler, **Pazarlama Yönetimi**, 10. Bsk, İstanbul, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 2000, s.413.

⁶⁴ Ülkü Yüksel, Aslı Yüksel, **a.g.e.**, s.37.

⁶⁵ İsmet Mucuk, **Pazarlama İlkeleri**, 15. bsk, İstanbul, Türkmen Yayınevi, 2006, s. 141.

⁶⁶ Kotler, **a.g.e.**, s.413.

2.6.1. Yeni Marka Stratejisi

Yeni marka stratejisi, yeni ürün kategorisi içerisinde yeni bir marka ismi ile piyasaya ürün çıkartmaktır. İşletmeler, yeni çıkardığı ürün için kullandığı hiçbir marka ismini uygun bulmadığında, bir marka ismine ait özelliklerin markaya zarar vermeye ya da markayı kısıtlamaya başladığına karar verdiğinde, isimle bağlantılı yeni değerler eklemek gerektiğine karar verdiğinde bu stratejiyi kullanırlar.

İşletmeler, yeni bir ürünü var olan ya da yeni bir pazarda farklılaştırmak amacıyla bu stratejiyi seçtiklerinde, eski markalı ürünün satışları bir miktar düşebilir ancak her iki markanın satışları, toplamda daha fazla olur. Bu bağlamda, bu stratejiye karar vermek için meydana gelebilecek maliyet ile yeni markadan gelecek olan gelir dikkate alınır.

Yeni marka stratejisi, diğer üç stratejiyle karşılaştırıldığında, en pahalı ve riskli uygulamalardır. Bu stratejinin en önemli yararları ise, işletmenin bağımsız bir marka ile girdiği pazarda marka imajını zedelemekten rakipleriyle daha düşük kalite ve fiyat seviyeleri üzerinden rekabet etme şansına sahip olmalarıdır.⁶⁷ Bir diğer faydası da, yeni markanın işletme içindeki diğer markalarla rekabet haline geçmesi ve dolayısıyla işletme etkinliğinin buna bağlı olarak artmasıdır. Yine de bu strateji ile birlikte, yeni bir marka yaratmanın zorlukları ve çıkaracağı ekstra maliyetler göz ardı edilmemelidir.

2.6.2. Çoklu Marka Stratejisi

Çoklu marka stratejisi, aynı ürün kategorisi içerisinde birden fazla marka geliştirme stratejisidir. İşletmeler, pazarın farklı bölümlerine hitap etmek için bu yöntemi kullanırlar. Koç Holding'in Arçelik-Demirdöküm, Arçelik-Aygaz, Yaşar Holding'in Dewilux ve Dyo markaları bu stratejiye

⁶⁷ William M Pride, O.C. Ferrel, **Marketing Concepts and Strategies**, New York, Houghton Mifflin Company, 2000, s.305.

örnektirler. Ayrıca tipik olarak otomotiv endüstrisinde, ülkemizde ise deterjan ve nebati yağ sanayilerinde görülen uygulamalar bu yöndedir.⁶⁸

Çoklu marka stratejisinde, işletmeler yeni farklı ürün grupları için farklı markalar geliştirebilecekleri gibi, kendi ismi ile birlikte bireysel bir marka ismi de kullanabilirler. Örneğin Nestle Damak bu kullanıma örnektir.

Çoklu markaların pazara sunulmasındaki en önemli tehlike, her bir markanın sadece küçük bir pazar hissesi elde ettiği ve hiç birinin kar sağlayıcı olmadığı zaman, firma birkaç yüksek derecede karlı marka üzerinde durmak yerine diğer ürünler üzerinde durduğundan kaynağını dağıtmış olacaktır. Yani bir firmanın markaları kendileri ile değil, rakipleri ile rekabette olmalıdır.⁶⁹

Bu stratejide de, yeni markalı ürün eski ürünün satışlarını düşürse de, iki ürünün toplam satışları daha fazla olabilir, ve pazardan daha fazla pay alabilirler. Çoklu marka stratejisinin diğer artıları ise; rakiplerin önünün kesilmesi, marka değiştiren sadık olmayan müşterilerin tekrar markayı tercih etmelerinin sağlanması, perakendeci ve imalatçıların marka bağlılıklarının oluşması, raf paylarının artması ve örgüt içi markalar arası rekabetle birlikte işletme etkinliğinin artması olarak sıralanabilir.

2.6.3. Hat Genişlemesi Stratejisi

Hat genişleme stratejisi, aynı ürün kategorisi içerisinde yeni bir pazar segmentine girebilmek için var olan markanın kullanılmasıdır. Bu strateji, işletmelerin son zamanlarda sıkça kullandıkları bir strateji olup, bunun da başlıca sebepleri şöyle sıralanabilir; markanın sağladığı katma değeri en üst noktaya çıkarmak; yenilik ve farklılıklar yaratarak marka ve pazarlama etkinliğini artırmak; güçlü bir marka imajı oluşturmak; potansiyel tüketicileri marka aracılığıyla işletmeye çekerek karlılığı yükseltmek.

⁶⁸ İsmet Mucuk, **a.g.e.**, s.143.

⁶⁹ Kotler, **a.g.e.**, s.416.

Bu stratejinin temelinde, tüketicilerin orijinal ürünü tanıması ve büyük çoğunluğun bu markayı düzenli olarak kullanması sonucunda pazarlama maliyetlerinin azalması yer almaktadır. Ayrıca tanıtımı yapılmış orijinal markanın geliştirilmiş versiyonuna perakendecilerin yoğun talebi olmaktadır.

Bu stratejide, mevcut bir kategorideki ürün, aynı marka adıyla ancak farklı formlar, renkler, içerikler ve ambalajlara ek nitelikler eklenerek pazara sunulur. Bunun yoğunluğunun fazla olması da markaya odaklanmayı zayıflatabilmektedir.

2.6.4. Marka Genişlemesi Stratejisi

Mevcut bir marka ismi yeni bir ürün kategorisinde faaliyete girmek için kullanıldığında ise, bu stratejiye marka genişleme stratejisi denir. Örneğin, Pınar Süt'ten sonra Pınar Et ve Pınar Un'un çıkarılması bu strateji dahilindedir. Yeni ürün kategorisine girerken, mevcut marka isminin kullanılması, tanıtım harcamalarının azalmasını ve tüketici tarafından daha kolay benimsenmesi sayesinde başarı ihtimalinin artmasını sağlar. İşte bu yüzden işletmeler, marka genişleme stratejilerini stratejik büyümenin kaynağı olarak görürler.

Marka genişlemesi stratejisi, marka isminin farklı bir kategorideki ürün için kullanılmasıyla yatay marka genişlemesi ve aynı kategorideki farklı fiyat ve kaliteye sahip bir ürün için kullanılmasıyla dikey marka genişlemesi olarak iki farklı şekilde uygulanabilir. Arçelik'in dizüstü bilgisayar üretmek istemesi yatay marka stratejisi, yeni model bulaşık makinesi üretmek istemesi de dikey marka stratejisi olarak örneklendirebilir.

Marka genişlemesi stratejilerinin uygulanması, başarısızlık faktörlerini de diğer marka stratejilerine göre azaltmaktadır. Marka genişlemesi, ana marka imajını güçlendirmekte ve reklam çalışmalarını desteklemektedir. Ancak yanlış marka genişlemeleri büyük maliyet yol açabileceğinden, tedbir alınmadan oluşturulan marka genişlemesi marka değerini olumsuz

etkileyebilir.⁷⁰ Yeni ürün kategorisinde meydana gelebilecek bir başarısızlık markanın bütün olarak zarar görmesine yol açabilir. Yaşanılacak olası başarısızlık, tüketicinin markayla ilgili sahip olduğu olumlu değerlendirmelerin bundan zarar görmesine, markanın hisse senedi değerinin düşmesine, ve ana sermaye değerini kaybetmesine sebep olabilir.

2.7. MARKA DEĞERİ TANIMI

Marka değeri kavramı üzerinde, akademik literatürde bir konsensüs gösterilememiştir. Winters, 1991 senesinde yayınlanan Brand Equity Measures: Some recent advances adlı makalesinde, marka değeri tanımını 10 kişiden açıklanmasını istediğinizde 11 farklı cevap alırsınız diye yazarak, bu konuda ne kadar çok fikir olduğunu belirtmiştir. Markanın değişik açılardan (finansal ve pazarlamaya dönük) ele alınışı, farklı kavram anlayışlarının yolunu açmaktadır.

Marka değeri tanımlamalarında birbiriyle en çok karışan kavramlar Brand Equity ve Brand Value kavramlarıdır. İki kavram da birbirine çok yakın olmalarına rağmen, Brand Equity Tükçe’de marka değeri, marka ederi, marka sermayesi olarak kullanılırken Brand Value marka değeri anlamında kullanılmaktadır. Bu bölümde, literatürdeki marka değeri tanımları verilecek ve bu kavram hakkında bazı çıkarımlar yapılmaya çalışılacaktır.

Marka değeri kavramı, ilk kez 1979 yılında Srivinasan tarafından yayınlanan makalede geçmiştir, ve markanın, üründen bağımsız olarak kendi katma değeri (fayda) olduğu belirtilmiştir.⁷¹

Leuthesser, 1988 yılında Marketing Science Enstitute (MSI – Pazarlama Bilimi Enstitüsü)’de yaptığı tanımda ise marka değerini, markanın, marka ismi olmadan kazandırdığı satış hacimi ya da marjından fazlasını

⁷⁰ Aybeniz Akdeniz Ar, **Marka ve Marka Stratejileri**, 2. bsm, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım, s.55.

⁷¹ Jean-Noel Kapferer, **a.g.e.**, s.13

firmaya kazandıran markanın müşterileri, dağıtım kanalı üyeleri ve ana firmalarının davranış ve çağrışımlarının bir bütünü olarak tanımlamıştır.⁷²

Leuthesser'in bu tanımı üzerine, Peter Farquhar da marka değerini; verilmiş bir marka aracılığıyla bir ürüne, işletmeye, ticarete, ve ya tüketiciye hibe edilen/bağışlanan katma değerdir diye açıklar.⁷³

Aacker, marka değeri tanımında şunları söyler; bir markayla, o markanın adı ve sembolüyle ilişkili ve bir işletmeye ya da o işletmenin müşterilerine ürün ve hizmet yoluyla sağlanan değeri artırıcı ya da azaltıcı marka varlıkları ve yükümlülüklerinin toplamıdır.⁷⁴

Finans odaklı tanımların başında Carol Simon ve Mary Sullivan'ın marka değeri tanımı gelir. İki yazara göre marka değeri, markanın adını belli ürün ve hizmetlerle ilişkilendirmeden elde edilen karların kapitalize edilmiş değeridir ve tüketicilerin marka ürünlere attığı değere bağlı ve işletmenin nakit akışlarını artıran soyut bir varlıktır. Bu bağlamda Simon ve Sullivan şöyle bir marka değeri tanımı yapmışlardır; marka değeri, marka adı olmayan (markalanmamış) ürünlere kıyasla, markalı ürün gelirlerinden elde edilen indirgenmiş gelecekteki nakit akışlarıdır.⁷⁵

Baumgarth'a göre marka değeri kavramı, markayı oluşturan öğelerin bütünleşmeleri yoluyla, markalı olmayan fakat objektif, aynı mal türündeki markasız ürününküne nazaran sağlanan ek değeri ifade eder. Marka değeri net bir büyüklüktür (veridir) Öte yandan gözden uzak tutulmamalıdır ki, bir markanın değeri soyut değildir, aksine değeri, sadece içine oturtulduğu marka profili bağlamında belirlenebilir.⁷⁶

Müşteri odaklı marka değeri üzerinde duran Keller marka değerini şu şekilde açıklamıştır; marka bilgisinin, tüketici ya da müşterinin o markanın

⁷² Jean-Noel Kapferer, **a.g.e.**, s.14

⁷³ Peter Farquhar, "Managing Brand Equity", **Marketin Research**, Vol. 1, September 1989, s.24.

⁷⁴ David A Aacker, **Managing Brand Equity: Capitilizing on the value of a brand name**, New York, The Free Press, 1991, s.15.

⁷⁵ Carol J Simon, Mary W Sullivan, "The Measurement and Determination of Brand Equity: A Financial Approach", **Marketing Science**, Vol.12, Issue 1, Winter 1993, s.29.

⁷⁶ Ülkü Yüksel, Ashı Yüksel, **a.g.e.**, s.6

pazarlanması karşısındaki tepkisi üzerinde oluşan farklılaştırıcı etkisi. Bu tanımla birlikte, müşteri odaklı marka değerinin, farklılaştırıcı etki, marka bilgisi ve tüketici tepkisi olmak itibarıyla üç önemli faktörün etkileşimi olduğunu söylemek istemiştir.⁷⁷

Kaas ve daha sonra Sattler, finansal yönü ağır basan tanımlamalarında marka değerini, marka sahibini, bir markanın kullanımından sağlayabileceği gelecekteki bütün finansal girdilerin bugünkü (peşin) değeri olarak açıklamışlardır. Aynı tanıma göre şu ekleme de yapılır; Bununla birlikte marka değeri kavramı pazarlama biliminin bir kaynağı değildir. Marka değeri tartışması inisiyatifi aslında, marka ve işletmelerin alım satımında markaya fiyat biçme durumundaki finans uzmanlarının bir verisidir.⁷⁸

Park ve Srinivasan, geliştirdikleri finansal modelde, finansal odaklı marka değeri tanımını; işletme bazında, bir ürün pazarında aynı ürün, fiyat ve hizmete sahip ancak minimum marka yatırımı yapan bir marka kıyaslandığında marka için yatırım yapan bir markanın bir yılda sağladığı marjinal kar; tüketici bazında ise tek bir tüketicinin sadece itme stratejisiyle (push strategy – satma isteğini artırarak satış artışı sağlamak⁷⁹) kazanılmış ulaşılabilirliğe, marka farkındalığına ve aynı fiyata sahip minimum marka yatırımı yapan bir markayı tercih etme olasılığı ile marka yatırımı yapan markayı tercih olasılığı arasındaki fark olarak açıklamışlardır.⁸⁰

Rajendra Srivastava ve Alan Schocker, Brand Equity: A Perspective on Its Meaning and Measurement adlı makalelerinde, marka değerinin (Brand Equity), marka gücü (Brand Strenght) ve marka değeri (Brand Value) kavramlarını kapsadığını söylemişlerdir. Yazarlara göre marka gücü (Brand Strenght) markanın sürdürülebilir ve farklılaştırılmış rekabet üstünlüğü sağmasına olanak sağlayan markanın tüketici, dağıtım kanalı elemanları ve

⁷⁷ Kevin Lane Keller, **a.g.e.**, s.42.

⁷⁸ Ülkü Yüksel, Aslı Yüksel, **a.g.e.**, s.6

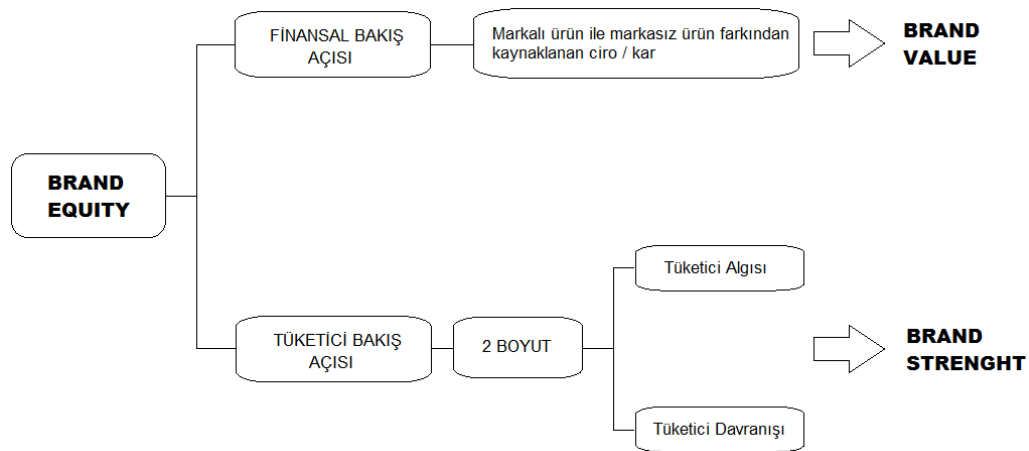
⁷⁹ Nur Keyder, Alaeddin Tileylioglu, Adil Oran, **Ekonomi – İşletme Sözlüğü**, 2. bsk., Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2008, s.231.

⁸⁰ Chan Su Park, V Srinivasan, “A Survey-Based Method For Measuring and Understanding Brand Equity and Its Extendibility”, **Journal of Marketing Research**, Vol. XXXI, May 1994, s.272.

ana firmalarının davranış ve çağrışımlarının bir bütünüdür. Marka değeri (Brand Value) ise daha yüksek bugünkü ve gelecek kar sağlayan taktiksel ve stratejik hamleler ile marka kuvvetini destekleyen yönetim yeteneklerinin finansal sonuçlarıdır.⁸¹

Tanımlardan da anlaşılacağı gibi Brand Equity ve Brand Value kavramları iç içe geçmiş, birbirleri yerine kullanılmış ve tanımları üzerlerinde belirli bir konsensus olmuştur kavramlardır. Ancak şu söylenebilir ki; marka değeri kavramı, finansal temelli, tüketici temelli ve bu ikisinin bir arada incelenmesiyle açıklanmakta ve marka değeri hesaplamaları bu üç temelde yapılmaktadır. Bu çalışma içerisinde her üç bakış açısının marka değeri hesaplamalarına nasıl baktıkları ve hangi yöntemleri izledikleri açıklanacak, finansal yöntemler detaylandırılacaktır.

Şekil 1. Marka Değeri Tanımlamaları



Kaynak: Gabriela Salinas, **International Brand Valuation Manual**, Sussex, John Wiley & Sons, 2009, s.14

2.8. MARKA DEĞERİ İLE İLGİLİ TEMEL UNSURLAR

Marka değeri kavramı, özellikle muhasebede olmak üzere finans ve pazarlama bilimlerinde bir maddi olmayan duran varlık olarak ele

⁸¹ Kevin Lane Keller, **a.g.e.**, s.43.

alınmaktadır. Marka değerinin hesaplanmasına geçmeden önce, bu bölümde maddi olmayan duran varlıklar ve entelektüel sermaye hakkında temel bilgiler verilecek ve marka değeri ile ilişkileri açıklanmaya çalışılacaktır.

2.8.1. Maddi Olmayan Duran Varlıklar

Uluslararası Muhasebe Standartları (International Accounting Standards – IAS)'na göre maddi olmayan varlıklar; Fiziki olmayan, mal ve hizmetlerin üretilmesi veya tedarik edilmesi, üçüncü şahıslara kiraya verilmesi, veya idari amaçlar için elde tutulan parasal olmayan varlıklardır.⁸²

Maddi olmayan duran varlıkların taşınması gereken bazı özellikler şunlardır;

- Ayırt edilebilir bir tanım ve spesifik bir kimliğe bağlı olmalıdır.
- Kanuni mevcudiyet ve koruma altında olmalıdır.
- Özel mülkiyet hakları taşınmalı ve bu haklar kanuni olarak transfer edilebilmelidir.
- Maddi olmayan varlığın mevcudiyetine dair somut bir kanıt ya da gösterge bulunmalıdır (kontrat, lisans vb.).
- Belirli bir zaman sonunda ya da belirli bir olay sonucunda yaratılmış ya da mevcut hale getirilmiş olmalıdır.
- Belirli bir zaman sonunda ya da belirli bir olay sonucunda yok edilebilmeli ya da mevcudiyeti sona erdirilebilmelidir.

Maddi olmayan duran varlıkların ekonomik değeri olması için, ilk önce sahiplerine ölçülebilir ekonomik fayda sağlaması gerekmektedir. Bu ekonomik fayda gelirlerde artış ya da maliyetlerde azalış şeklinde olabilir. Ekonomik faydanın ölçülmesi bazen maddi olmayan duran varlığın sağladığı ekonomik gelir ile varlık sahibinin varlığa sahip olmaması durumunda elde edeceği ekonomik gelirin karşılaştırılması ile yapılır. Aynı zamanda bu

⁸² Başak Akgül, Hüseyin Akay, **Uluslararası Muhasebe Standartları ve Türkiye’de uygulama etkinliğine ilişkin bir araştırma**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2002, s.185.

ekonomik fayda vergi öncesi ya da sonrası net kar, net işletme karı, brüt ya da net nakit akışı vb. ölçümlmeleriyle de hesaplanmaktadır. İkinci olarak, maddi olmayan duran varlıkların ekonomik değer taşıması için, kendileriyle alakalı diğer varlıkların değerlerini yükseltme potansiyeline sahip olmaları gerekmektedir. Maddi olmayan varlıklarla bağlantılı bu varlıklar; maddi kişisel mülkiyet, emlak ya da diğer maddi olmayan varlıklar olabilmektedirler.

Genellikle, değerlendirme uzmanları ve ekonomistler, her bir maddi olmayan duran varlığı ayrı kategorilerde gruplamaktadırlar. Maddi olmayan varlıkların bu gruplanması, genel varlık kimliklerinin belirlenmesi ve sınıflandırma amaçlı yapılmaktadır. Çoğunlukla, maddi olmayan varlıklar, benzer değerlendirme yöntemlerine sahip olanlar bir arada olacak şekilde gruplanmışlardır. Maddi olmayan duran varlıkların genel gruplandırılması aşağıdaki gibidir;⁸³

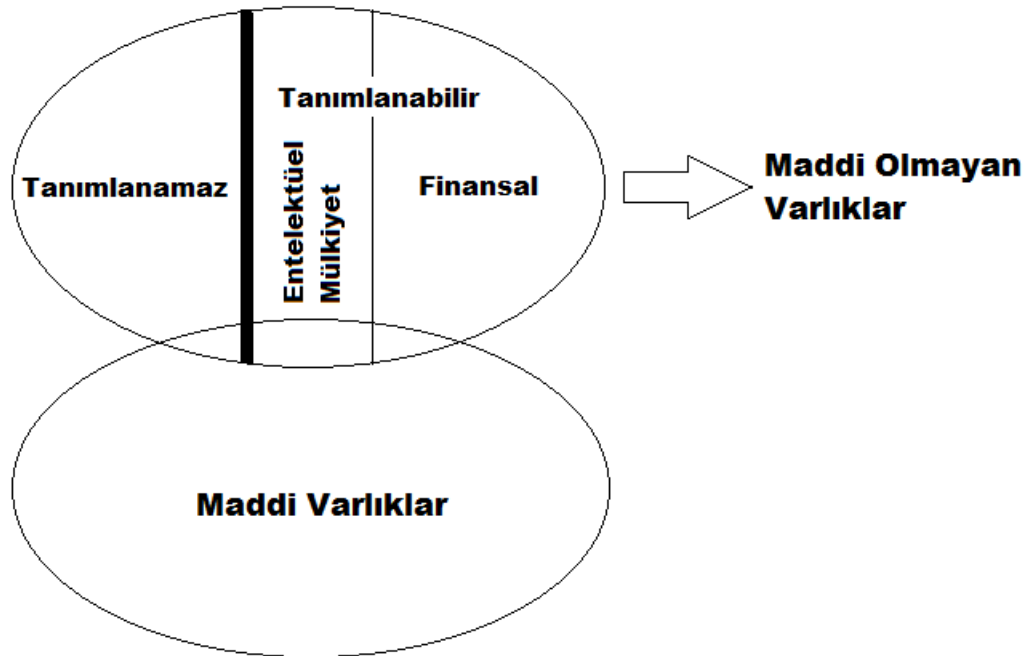
- Pazarlama ile ilgili maddi olmayan varlıklar (trademark, trade adları, marka adları, logolar)
- Teknoloji ile ilgili maddi olmayan varlıklar (süreç patentleri, patent uygulamaları, teknik dökümantasyon, teknik know-how)
- Sanatsal maddi olmayan varlıklar (yazınsal çalışmalar ve yayın hakları, müzikal kompozisyonlar, copyrights, haritalar, gravür)
- Bilgi işlem ile ilgili maddi olmayan varlıklar (tescilli bilgisayar yazılımları, yazılım hakları, otomatik veritabanları)
- Mühendislik ile ilgili maddi olmayan varlıklar (endüstriyel tasarım, ürün patentleri, ticari sırlar, mühendislik çizimleri ve şemaları, tescilli dökümantasyon)
- Tüketici ile ilgili maddi olmayan varlıklar (tüketici listeleri, tüketici kontratları, tüketici ilişkileri, açık siparişler)
- Kontrat ile ilgili maddi olmayan varlıklar (lehte tedarikçi kontratları, lisans anlaşmaları, franchise anlaşmaları, tamamlanmamış anlaşmalar)

⁸³ Robert Reilly, Robert Schweihs, **Valuing Intangible Assets**, New York, McGraw-Hill, 1998, s.19

- İnsan sermayesi ile ilgili maddi olmayan varlıklar (eğitilmiş ve bir araya gelmiş işgücü, istihdam anlaşmaları, sendika kontratları)
- Yerleşim ile ilgili maddi olmayan varlıklar (kira payı, mineral arama hakları, irtifak hakkı, hava hakları, su hakları)
- Şerefiye (Goodwill) ile ilgili maddi olmayan varlıklar (kurumsal şerefiye, uzman mesleki şerefiye, kişisel mesleki şerefiye)

Diğer bir gruplama şekli de, maddi olmayan varlıkların tanımlanabilir ve tanımlanamaz maddi olmayan varlıklar olarak ayrılmasıdır.⁸⁴

Şekil 2. Firma Varlıkları



Kaynak: Jeffrey A. Cohen, **Intangible Assets: Valuation and Economic Benefit**, New Jersey, John Wiley & Sons, 2005, s.12

Tanımlanabilir maddi olmayan varlıklar kendi içerisinde entelektüel mülkiyet (intellectual property) ve finansal maddi olmayan varlıklar olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Entelektüel mülkiyet içerisinde; patentler, telif

⁸⁴ Jeffrey A Cohen, **Intangible Assets: Valuation and Economic Benefit**, New Jersey, John Wiley & Sons, 2005, s.10.

hakları, trademark, ve ticari sırlar bulunmaktadır. Finansal kısımda ise, borç ve alacaklar, ve risk provizyonları sıralanabilir. Tanımlanamaz maddi duran varlıklar da şerefiye ve insan sermayesinden oluşmaktadır.

2.8.1.1. Maddi Olmayan Duran Varlıkları Değerleme Yaklaşımları

Maddi olmayan duran varlıkların ve entelektüel mülkiyetin finansal analizi ve hesap edilmesinde kullanılan bir çok uygun yöntem ve prosedür bulunmaktadır. Yine de analistler bu çok sayıdaki yöntem ve prosedürlerin benzerlik ve farklılıklarını değerlendirirken, bunları üç farklı genel değerlendirme analizi kategorisi halinde gruplamaktadırlar. Bu üç temel maddi olmayan varlıkları değerlendirme yöntemi şunlardır: Maliyet yaklaşımı, Piyasa yaklaşımı, Gelir yaklaşımı.

Bu üç değerlendirme yaklaşımının her biri, aynı temel analitik amaca sahiptirler; Belirli bir zamandaki bir maddi olmayan duran varlık için, tanımlanmış değerinin açıklanabilir göstergesine ulaşmak.⁸⁵ Benzer şekilde aynı temel ekonomik prensiplere sahip yöntem ve prosedürler bu değerlendirme yaklaşımları altında toplanmışlardır. Maddi olmayan varlıkları değerlendirme için kullanılan bu üç temel yaklaşım, hep birlikte, geniş bir ekonomik teori spektrumunu ve mülki yatırım konseptini kapsar.

Uluslararası Muhasebe Standartları 38 (IAS 38)'e bir maddi olmayan duran varlık için en güvenilir gerçeğe uygun değer aktif bir piyasadaki kayıtlı piyasa fiyatlarıdır. Standartlara göre uygun piyasa fiyatı, genellikle, güncel fiyat teklifidir ve güncel fiyat tekliflerinin mevcut olmaması durumunda, işlem tarihi ile varlığın gerçeğe uygun değerinin tahmin edildiği tarih arasında ekonomik koşullarda önemli bir değişiklik olmaması koşuluyla, gerçeğe uygun değeri tahmin etmek için en son benzeri işlemin fiyatı esas alınabilir. Bununla beraber, bir maddi olmayan duran varlığın aktif bir piyasası olmaması durumunda gerçeğe uygun değeri; işletmenin mevcut en iyi bilgisi

⁸⁵ Robert Reilly, Robert Schweihs, **a.g.e.**, s.96.

esas alınarak , elde etme tarihinde, bilinçli ve istekli taraflar arasında piyasa koşullarında yapılan muvazaasız bir işlemde ilgili varlık için ödeyeceği tutardır.

2.8.1.1.1. Maliyet Yaklaşımı

Maliyet yaklaşımı, yatırımcıların bir yatırım için, satın alsın ya da üretsın, yatırım maliyetinden daha fazla ödemeyeceği varsayımından ortaya çıkmıştır. Bu yaklaşım, maddi olmayan duran varlığın gelecekteki hizmet kapasitesinin yerini alabilecek miktardaki parayı belirleyerek, o maddi olmayan varlığı elde etmenin gelecekte yaratacağı faydaları ölçmeyi amaçlamaktadır. Bu bağlamda, maliyet yaklaşımında, mevcut varlığın sağladığı faydayı getirebilecek benzer ya da aynı varlığa sahip olabilmenin maliyeti hesaplanmaktadır⁸⁶.

Maliyet yaklaşımında, maddi olmayan duran varlıkların değerlerinin bulunması için iki temel yöntem bulunmaktadır; yeniden üretim maliyeti (reproduction cost) ve yerine koyma maliyeti (replacement cost). Yeniden üretim maliyeti yönteminde, analizin yapılacağı tarihteki mevcut fiyatlar göz önünde bulundurularak, herhangi bir maddi olmayan duran varlığın aynı malzemeler kullanılarak, aynı üretim standartları, tasarımı, planı, ve çalışan kalitesiyle tam eşini ya da birebir aynısını oluşturmak için ne kadar harcanması gerektiği bulunur, bulunan miktar varlığın değeri olarak belirlenir. Bu yöntemin düzgün bir şekilde kullanılması için, firmanın varlığın geliştirilme safhasındaki maliyet verilerini düzgün bir biçimde kaydetmiş ve saklamış olması gerekmektedir.

Yerine koyma maliyeti yöntemi ise, analizin yapılacağı tarihteki mevcut fiyatlar göz önünde bulundurularak, herhangi bir duran varlığın, modern malzemeler kullanılarak, modern üretim standartları, tasarımı, planı, ve çalışan kalitesiyle benzer bir varlık oluşturmak için ne kadar harcanması

⁸⁶ Robert Reilly, Robert Schweihs, **a.g.e.**, s.119.

gerektiği bulunarak, bulunan miktar ışığında varlığın değeri belirlenir. Bu yöntemde tahmin edilen varlığın söz konusu varlığa bire bir benzemesinden öte, sağlayacağı faydanın benzer ya da aynı olması beklenmektedir. Yeniden üretim maliyeti yöntemine kıyasla, bu yöntem piyasa koşullarını daha fazla değerlendirme sürecine katar. Ayrıca, yerine koyma yöntemi, tüm iyileştirilebilir yetersizlikleri ve varlıktaki mevcut değer kayıplarını dışarıda bırakır.

Maliyet yaklaşımında, değerlendirme analizi yapılırken uzmanlar genellikle beş adet maliyeti göz önünde bulundururlar. Bu maliyetler şunlardır⁸⁷;

- Malzeme maliyeti
- İşgücü maliyeti
- Sabit maliyetler
- Geliştiricinin karı
- Girişimsel teşvik maliyeti

Malzeme maliyeti, maddi olmayan varlıkların, maddi (somut) elementleriyle ilgili harcama ve tahakkuklarını içermektedir. Doğal olarak, maddi olmayan duran varlıkların çok az maddi belirtisi olduğundan dolayı malzeme maliyetleri, maddi olmayan duran varlık maliyetlerinin önemli bir kısmını teşkil etmemektedirler. Yine de, maliyet yaklaşımı analizlerinde, bu maliyetler de göz ardı edilmemelidirler. Bilgisayar disket ve cd-rom'ları, devre elemanları, film ya da ses kayıt cihazları, mühendislik çizim aletleri, telif hakkı alınmış modeller ya da prototiplar, çıktı alınmış kullanım klavuzları ve benzeri giderler malzeme maliyeti olarak geçmektedirler⁸⁸. Maddi olmayan duran varlıkların hayat döngüsü içerisinde, kavramsallaştırma ve mevcut aşamalarında, malzeme maliyetleri dahil edilmektedir.

İşgücü maliyetleri, genellikle, maddi olmayan varlıkların geliştirme sürecinde, tüm maliyetlerin önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Maddi olmayan varlık geliştirilmesi ile ilgili insan sermayesi çabalarının harcama ve tahakkukları, işgücü maliyetlerini meydana getirir. Maddi olmayan varlığın

⁸⁷ Robert Reilly, Robert Schweihs, **a.g.e.**, s.124.

⁸⁸ Jeffrey A Cohen, **a.g.e.**, s.112

oluşturulması ile ilgili işgücü maliyetleri, direkt ve indirekt işgücü maliyeti olarak ayrılabilir. Direkt işgücü maliyetleri, geliştirme sürecine birebir katılmış bireyler için geçerlidir. Çalışanların ücret ve maaşları ve taşeronlara ödenen parasal farklar işgücü maliyetlerini oluşturmaktadır. Açıkçası, bu maliyetler sadece çalışanlar ya da taşeronların maddi olmayan duran varlığın geliştirme sürecinde dahil oldukları zaman zarfında değerlendirilmelidir. Tabii ki işgücü maliyetleri değerlendirme vaktindeki mevcut maliyetler olarak ele alınmalıdır.

Sabit maliyetler, kendi içinde alt gruplara ayrılmaktadırlar. İstihdam ile ilgili vergiler ve avantajlar, para-dışı ödemeler, yönetim ve danışmanlık hizmetleri, destek ve sekreterlik hizmetleri, kamu ve işletme harcamaları sabit maliyetlere ait alt gruplardır⁸⁹.

Geliştiricinin karı, çoğu kez görmezden gelinen bir maliyet kalemidir. Herhangi bir maddi olmayan duran varlığın geliştiricisinin bakış açısına göre, geliştirici ilk olarak geliştirme süreci ile ilgili tüm malzeme, işgücü ve sabit maliyetlerin geri iadesi beklentisi içindedir. İkinci olarak da, tüm bu maliyetler karşılında bir getiri beklemektedir.⁹⁰ İnşaat mütaahhitlerinin, yaptıkları mesken ya da iş binalarının inşaalarından kabul edilebilir bir kar bekledikleri gibi, geliştiriciler de maddi olmayan duran varlıkların geliştirilmesinden belli bir kar istemektedirler. Geliştiricinin kazancı birçok yol ile bulunabilmektedir. Bu kazanç, geliştiricinin malzeme, işgücü ve sabit yatırımlarının gelirinden bir pay olarak kabul edilebileceği gibi, geliştirme sürecinde geçirdiği süre zarfına istinaden pay artışı ya da sabit miktardaki para artışı olarak ya da en basit haliyle sabit bir para miktarı olarak da hesaplanabilir. Analistler bazen geliştiricinin yatırımını iki bölümde incelemektedirler; dış finanslama kaynaklarından finanse olan miktar ve direkt olarak maddi olmayan duran varlığın sahibinden finanse edilen miktar. Genellikle, varlığın sahibinden finanse edilen maliyet miktarının getiri oranı, dış finanslama kaynaklarından elde edilenden daha yüksek olmaktadır.

⁸⁹ Robert Reilly, Robert Schweih, **a.g.e.**, s.125.

⁹⁰ Robert Reilly, Robert Schweih, **a.g.e.**, s.125.

Girişimsel teşvik de çoğu zaman gözden kaçırılan bir maliyet kalemidir. Girişimsel teşvik, maddi olmayan duran varlık sahibini, geliştirme sürecine girmesine motivasyon sağlayan ekonomik yarar miktarıdır. Varlık sahibinin bakış açısına göre, girişimsel teşvik çoğu zaman fırsat maliyeti olarak algılanmaktadır.

Maliyet yaklaşımında, maddi olmayan duran varlığın değerinin tespit edilebilmesi için yukarıda açıklanan maliyet elemanlarıyla hesaplanan yeniden üretim ve yerine koyma maliyetlerinden amortisman ve değer kayıplarını çıkartmak gerekmektedir. Bu amortisman ve değer kayıpları şunlardır;⁹¹

- Fiziksel amortisman
- Fonksiyonel eskime ve değer kayıpları
- Teknolojik eskime ve değer kayıpları
- Ekonomik eskime ve değer kayıpları

Dolayısıyla maddi olmayan duran varlığın değeri aşağıdaki gibi hesaplanabilir;

Yerine Koyma Maliyeti

*= Yeniden Üretim Maliyeti – Fonksiyonel Eskime
– Teknolojik Eskime*

Varlık Değeri

*= Yerine Koyma Maliyeti – Fiziksel Amortisman
– Ekonomik Eskime – Fonksiyonel Eskime
– Teknolojik Eskime*

Maliyet yaklaşımı, diğer iki yaklaşıma göre daha az kullanılan bir yöntemdir. Yine de bu yöntem, teknoloji ile alakalı, insan kaynakları ve müşteri ilişkileri ile ilgili maddi olmayan duran varlıklar için sıkça uygulanan bir yaklaşımdır. Bu alanlarla birlikte, bilgisayar yazılımları, firma uygulamaları,

⁹¹ Robert Reilly, Robert Schweihs, **a.g.e.**, s.128.

işgücü, mühendislik çizimleri, ambalaj tasarımı gibi uzmanlık isteyen ve karmaşık bir yapıya sahip maddi olmayan duran varlıkların değerlendirilmesinde gerekli olan veri elde edilebiliyorsa, maliyet yaklaşımı diğer iki yaklaşıma tercih edilmektedir.

2.8.1.1.2. Piyasa Yaklaşımı

Piyasa yaklaşımı, bir maddi olmayan duran varlığın değerini, aktif bir pazarda, yakın zamanda satılan ya da lisanslanan benzer bir maddi olmayan duran varlığın piyasa değeri ile kıyaslanarak, bulunması sürecidir.⁹² Tanımdan da çıkarılabileceği gibi, piyasa yaklaşımının maddi olmayan duran varlık değerlemelerinde kullanılabilmeleri için, aktif bir pazar ve değerlendirilmek istenen varlıkla kıyaslanabilir başka maddi olmayan varlıklar gerekmektedir.

Gelir yaklaşımı değerlendirme teorisinin merkezinde yer almaktadır ancak gerçek piyasa işlem verileri, değer ile ilgili inandırıcı kanıtlar sağlamaktadır. Alışıldığı şekilde, piyasa yaklaşımını görmezden gelerek maddi olmayan duran varlıkların değerini indirgenmiş nakit akımları yöntemini kullanarak hesaplayan analistler, çok önemli değerlendirme bilgilerini görmezden gelebilirler. Piyasa yaklaşımı, kıyaslanabilir ve uygun işlem verileri olduğu müddetçe, tüm maddi olmayan duran varlıklara uygulanabilmektedir ve bu yüzden en direkt ve sistematik değer belirleme yaklaşımı olmaktadır.⁹³

Uluslararası Değerleme Standartları (IVS) ve Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (IFRS), maddi olmayan duran varlık değerlemelerinde, ilk tercih olarak piyasa yaklaşımını göstermişlerdir. Bu standartlara göre değerlendirme sırasında öncelikle aktif bir pazardaki kayıtlı piyasa fiyatlarına, eğer aktif bir piyasa yoksa benzer varlıklar için yakın zamanda yapılmış işlemlerin sonuçlarına bakılması gerekmektedir.

⁹² Alfred M King, Jay M Henry, "Valuing Intangible Assets Through Appraisals", **Strategic Finance**, Vol.81/5, 1999, s.35

⁹³ Robert Reilly, Robert Schweihs, **a.g.e.**, s.143.

Kıyaslanma ve değer belirlenmesinde kullanılacak verilerin toplanması ve seçilmesi sırasında karşılaşılan güçlükler, piyasa yaklaşımının uygulanmasında, analistler için isteksizlik yaratmaktadır. Satın alanın kararını etkileyen ekonomik faktörlerin kamu kayıtları ve satın alanlar ya da satanlar ile yapılan görüşmelerde mevcut olmadıkları için, gelir üreten maddi olmayan duran varlıkların içinde bulunduğu işlemlerin analizi oldukça zordur. Piyasa yaklaşımının uygulamasında, maddi olmayan duran varlık ile karşılaştırılacak varlık hakkında satış, lisanslar, sözleşmeler, teklif ve redler, opsiyonlar ve kotasyonları ile ilgili veriler toplanmaktadır. Tamamlanmış işlemler ile ilgili veriler, en gerçekçi değer göstergeleri olmaktadır. Karşılaştırma yapılacak işlemlerdeki, işlem sonunda taşınan mülkiyet hakları mümkün olduğunca düzgün bir şekilde belirlenmelidir. İşlem fiyatı, taşınan toplam mülkiyet haklarına bağlıdır.

Değerlemeye sırasında kıyaslama yapılacak rehber maddi olmayan duran varlık satış ya da lisanslamasını seçer ve analiz ederken, aşağıdaki temel veriler üzerinde durulmaktadır;⁹⁴

- Rehber işlemde taşınan, maddi olmayan duran varlıkların sahipliği ile ilgili yasal haklar
- Herhangi bir özel finansal sözleşme şartı ya da ayarlamasının olup olmadığı
- Piyasa şartlarında muvazzasız bir işlemin olup olmadığı
- Rehber satış ya da lisanslama işleminin olduğu sırada, uygun ikincil piyasadaki mevcut ekonomik koşullar
- Maddi olmayan duran varlığın kullanıldığı endüstri
- Rehber işlemin coğrafi ya da bölgesel ilgili özellikleri
- Rehber işlemin dönemsel ya da mevcut zamandaki durumu ile ilgili özellikleri
- Rehber işlemin, kullanım, faydalanma ve yıpranma özellikleri

⁹⁴ Robert Reilly, Robert Schweihs, **a.g.e.**, s.149.

- Rehber işlemin ekonomik özellikleri (sürekli gelişim, ticaret, yasal koruma ile kimin sorumlu olduğu vb.)
- Rehber işleme dahil edilmiş olan diğer varlıklar.

Kıyaslama analizi, değerlendirilmek istenen maddi olmayan duran varlık ile bu değere etki edecek olan işlemler arasındaki benzerlik ve farklar üzerinde durmaktadır. Bunlar; değerlendirilmiş mülkiyet hakları, alıcı ve satıcıların motivasyonları, finanslama sözleşmeleri, satış anındaki piyasa koşulları, büyüklük, nitelik ve ekonomik özellikler olarak sıralanabilmektedirler.

“Değer ölçüsü”, genellikle, rehber işlemin değerlendirme tarihindeki ekonomik değişkenlerine bağlı fiyatı ya da finansal durumundan hesaplanan katsayılarıdır. Piyasa katsayıları, karşılaştırma analizini standartlaştıran verilerdir. Diğer değer ölçüleri ise gelecek yıla ait kazanç tahminlerine ve piyasa potansiyeline dayanmaktadır.

Gelir durum değişkenleri bir yada daha fazla bir zaman periyodunda ölçülürler. Maddi olmayan duran varlık için değer ölçüsü oluşturmak için, rehber işleminden alınıp kullanılacak gelir durum değişkenleri şunlardır;

- Ortalama satış fiyatı
- Ortalama birim satış hacmi
- Net satışlar
- Vergi öncesi ve sonrası net gelir
- Brüt nakit akışı
- Net nakit akışı

Tüm performans değişkenleri ve zaman periyodları, verilerin yugunluk ve güvenilirliğine bağlı olarak, farklı permütasyonlar oluşturabilmektedirler. Bunun yanında, bilanço verileri de maddi olmayan duran varlıklar için değer ölçüsü oluşturmakta kullanılmaktadırlar. Kullanılan tipik bilanço verileri ise şunlardır; amortize edilmiş orijinal maliyet, defter değeri, düzeltilmiş defter değeri.

Daha önce de belirtildiği gibi, piyasa yaklaşımı tüm maddi olmayan duran varlıklarda uygulanabilmektedir, ancak bazı varlıkların özel durumlarından ötürü düzgün ve bilgilendirici piyasa koşulları bulunmayabilmektedir. Örneğin, insan kaynakları bazlı maddi olmayan duran varlıkları piyasa yaklaşımı ile değerlemek son derece güçtür. İnsan kaynağını değerlemek amacındaki firma, insan kaynaklarına dayalı maddi olmayan duran varlıkların alınıp satıldığı ya da lisans edildiği sürekli bir pazar bulamayabilmektedir. Benzer işlemler bulunsa dahi, transfer fiyatlarının gizliliğinden dolayı gerekli veriler ulaşılamayabilmektedir. Piyasa yaklaşımının en fazla uygulandığı maddi olmayan duran varlıklar ise teknoloji üzerine olan maddi olmayan duran varlıklardır. Teknolojiye dayalı varlıklar daha fazla piyasaya dönük maddi olmayan duran varlıklar oldukları için, piyasa yaklaşımının en uygun olduğu varlıklardır.

2.8.1.1.3. Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı, maddi olmayan duran varlıkları değerlemede kullanılan, indirgenmiş nakit akımları metodunun doğrudan bir uygulamasıdır. Bu yaklaşımda, temelde amaçlanan, gelecekte elde edilecek getirilerin, şu anda ne kadar değer taşıdığını bulmaktır. Gelir yaklaşımının geçerliliği ve çalışması, şu temel finansal prensiplere bağlanmaktadır;⁹⁵

- Tüm diğer şeyler eşitken, yatırımcılar daha fazla nakit akışı sağlayan yatırımlara daha fazla ödeme yaparlar
- Tüm diğer şeyler eşitken, yatırımcılar yakında nakit akışı sağlayacak yatırımlara daha fazla ödeme yaparlar (paranın zaman değeri)
- Tüm diğer şeyler eşitken, yatırımcılar nakit akışı daha az risk taşıyan yatırımlara daha fazla ödeme yaparlar

Gelir yaklaşımını genel formülü, net bugünkü değer hesaplarına dayanmaktadır ve aşağıdaki gibi formülize edilebilmektedir;

⁹⁵ Jeffrey A Cohen, **a.g.e.**, s.74

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1 + i_t)^t}$$

Formülde;

V = Net bugünkü değer, ya da maddi duran varlığın değeri

C_t = Gelecekteki değer, ya da maddi olmayan duran varlığın t yılındaki değeri

t = Gelecekteki belirli bir yıl

n = Maddi olmayan duran varlığın getiri sağlayabileceği yıl miktarı

i = İskonto oranı olmaktadır.

Gelir yaklaşımında, maddi olmayan duran varlıkları değerlemek için birçok analitik prosedür bulunmaktadır. Bunun gibi, maddi olmayan duran varlıklarla ilgili ekonomik getirinin ölçülmesiyle ilgili de birçok yol vardır. Bu yöntemler daha ayrıntılı şekilde marka değerinin ölçüm yöntemleri bölümünde detaylandırılacaktır. Tüm bu analitik prosedürler ve alternatif gelir ölçümleri iki ana kategoride incelenebilmektedir. Bu bölümde bu iki ana kategori olan getiri kapitalizasyonu metodu (yield capitalization method) ile direkt kapitalizasyon metodu (direct capitalization method) incelenecektir.

Her iki method da aynı genel kavramsal temeli paylaşırlar: Maddi olmayan duran varlığın değeri, maddi olmayan duran varlığın sahiplik, kullanım ve toleransına bağlı olarak beklenen ekonomik getirinin bugünkü değeri olmaktadır. İki yöntem de varlığın değerini bulmak için farklı prosedürler izlese de, ikisi de gelecekte beklenen ekonomik gelirlerin bugünkü değerine ulaşmak istemektedirler. Bu bağlamda, hem getiri kapitalizasyonu metodu hem de direkt kapitalizasyon metodu, aynı maddi olmayan duran varlık için uygulanabilmektedirler.⁹⁶ Eğer her iki yöntem de

⁹⁶ Yann Bonduelle, **Valuing Intangible Assets – Impairment Tests**, London, Pricewaterhouse Coopers, 2003, s.18.

doğru bir şekilde uygulandığı taktirde, aynı maddi olmayan duran varlık için hemen hemen aynı sonuca ulaşılabacaktır.

Getiri kapitalizasyonu, farklı zaman periyodlarındaki, sabit olmayan beklenen ekonomik gelir akışlarının bugünkü değeridir.⁹⁷ Gelir kapitalizasyonu metodunun ilk aşaması, değerlendirme analizinde kullanılacak düzgün ekonomik gelir ölçümlerinin belirlenmesidir. İkinci aşama, tahmini ekonomik gelirlerin geriye kalan beklenen dönemlerinin bulunmasıdır. Yani, bu aşamada, maddi olmayan duran varlığın kalan kullanım ömrü hesaplanmaktadır. Üçüncü aşamada ise, farklı zaman periyodlarındaki gelir tahminlerinin yapısıdır. Tanımda da bahsedildiği gibi, bu tahminler farklı dönemlerde sabit olmayan gelir tutarları olabilmektedir. Şayet bu tahminler sabit ise, gelir kapitalizasyonu metodu, direkt kapitalizasyon metodu ile matematiksel olarak aynı hale gelmektedir. Dördüncü aşamada, düzgün bir bugünkü değer iskonto oranı bulunmaktadır. Bu oran, tahmini beklenen gelirleri, maddi olmayan duran varlığın bugünkü değerine indirgenmesinde kullanılmaktadır. İskonto oranının belirlenmesinde iki durum göz önüne alınmaktadır; varlığın gelir sağlamasındaki riskliliği ve gelirin ne şekilde ölçüldüğü (vergi öncesi ya da vergi sonrası gelir gibi).

Direkt kapitalizasyon, belirli bir zaman periyodunda sabit ya da sabit oranda değişen ekonomik gelir akışlarını bugünkü değeridir.⁹⁸ Bu metodun uygulama basamakları da temelde gelir kapitalizasyonu ile aynıdır. Ancak, bu metotta ikinci aşama olan maddi olmayan duran varlığın kullanım süresi sadece belli bir yıla kadar yıllık ya da ömür boyu yıllık olabilmektedir. Metot daha çok, maddi olmayan varlığın kalan ömrünün sonsuz varsayıldığı zamanlarda düzgün bir şekilde çalışır. Üçüncü aşamada ise, gelir tahminleri, sabit ya da sabit oranda artan gelirler olmalıdır. Gelir artışları sabit değilse, direkt kapitalizasyon metodunun uygulanması imkansızlaşmaktadır.

⁹⁷ Robert Reilly, Robert Schweihs, **a.g.e.**, s.161.

⁹⁸ Robert Reilly, Robert Schweihs, **a.g.e.**, s.164.

Yukarıda verilen tanımlardan sonra, gelir yaklaşımının 3 ana kısımdan oluştuğu söylenebilir;

- Gelir kısmı
- Zaman periyodu kısmı
- İskonto oranı kısmı

Gelir yaklaşımının, maddi olmayan duran varlıkların değerlemesinde kullanılmasını hakkındaki olumlu görüşler şunlardır;

- Gelir yaklaşımı esnek ve adapte edilebilen metodlara sahiptir.
- Gelir yaklaşımı metodları tüm çevrelerce bilinen, uygulanan ve güvenilen metodlardır.
- Gelir yaklaşımı metodları, maddi olmayan duran varlık değerlemeleri ile diğer varlık ve iş değerlemeleri ile benzerliklere sahiptir.
- Gelir yaklaşımı metodları, maddi olmayan duran varlığın piyasa paydaşlarının karar verme süreçlerinde en önemli veriler arasındadır.
- Gelir yaklaşımı metodları, en temelli ve kesin maddi olmayan duran varlık analizleri olarak kabul edilmektedir.

Gelir yaklaşımına getirilen eleştiriler de aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir;

- Gelir yaklaşımı metodları, bazı önyargı ve peşin hükümlere sebep olmaktadır.
- Gelir yaklaşımı metodları, küçük hatalara sebep olabileceği gibi, ilkesiz manüplasyonlara da yol açabilmektedir.
- Gelir yaklaşımı metodları, maddi olmayan duran varlığın değerinin çifte hesaplanmasına (double-counting) neden olabilmektedir.
- Gelir yaklaşımı metodları, kimi zaman piyasa şartlarını dikkate almamaktadır.
- Maddi olmayan duran varlıklar için uygulanan gelir yaklaşımı metodları, kimi zaman diğer değerlendirme uygulamaları için kullanılan gelir yaklaşımı metodları ile karıştırılmaktadır.

2.8.2. Entelektüel Sermaye

Entelektüel sermaye kavramı, ilk olarak Galbraith'in çalışmaları ile 1960'ların son dönemlerinde ortaya çıkmaya başlamıştır. Literatürde ise ilk olarak entelektüel sermaye terimi, 1975 yılında Galbraith'in dostu Michael Kalecki tarafından kullanılmıştır. Kalecki makalesinde Galbraith'e atıfta bulunarak; "kim bilir kaçımız son birkaç on yıldaki edindiğimiz entelektüel sermayenin farkındayız" ifadesini kullanmıştır.⁹⁹

Thomas Stewart ise, entelektüel sermayeyi; zenginlik yaratmak üzere kullanılabilecek entelektüel malzeme, yani bilgi, enformasyon, entelektüel mülkiyet ve deneyim olarak tanımlamaktadır. Stewart'a göre entelektüel sermaye, işletmeye piyasada rekabet üstünlüğü sağlayacak, işletme çalışanlarının bildiği her şeyin toplamıdır. Yazar ayrıca en genel şekilde "elde edilmiş kullanışlı bilgi olarak tanımlamakta ve bu bilgilerin organizasyon süreçlerini, teknolojilerini, patentlerini, işgörenlerin becerilerini, müşteriler, tedarikçiler ve diğer paydaşlar hakkındaki bilgileri kapsadığını söylemektedir.¹⁰⁰

Annie Brooking'in tanımına göre entelektüel sermaye, işletmenin faaliyetlerini sürdürmesini sağlayan maddi olmayan varlıkların tamamıdır.¹⁰¹ David Klein ve Laurence Prusak'ın tanımlarında ise, daha yüksek değerli bir varlık üretmek üzere formalleştirilmiş, elde edilmiş, harekete geçirilmiş entelektüel malzeme olarak bahsedilmektedir. Diğer tanımlara kıyasla, Klein ve Prusak burada entelektüel sermaye ile entelektüel malzeme arasındaki farkı ortaya koymaktadırlar.¹⁰² Entelektüel sermayeyi değere dönüştürülebilen bilgi olarak tanımlayan Leif Edvinsson, aynı zamanda işletmelerin insan sermayesi ve örgütsel sermaye olmak üzere iki temel

⁹⁹ Harrison Suzanne, Patrick Sullivan, "Profiting From Intellectual Capital, Learning From Leading Companies", **Journal of Intellectual Capital**, Vol:1/1, 2000, s.2.

¹⁰⁰ Thomas Stewart, **Entelektüel Sermaye – Kuruluşların Yeni Zenginliği**, Nurettin Elhuseyni, 2. bsk, İstanbul, Kontent Yayınları, 1997, s.67,111.

¹⁰¹ Annie Brooking, **Intellectual Capital:Core Asset for the Third Millenium Enterprise**, Stamford, Thomson Learning, 1996, s.12.

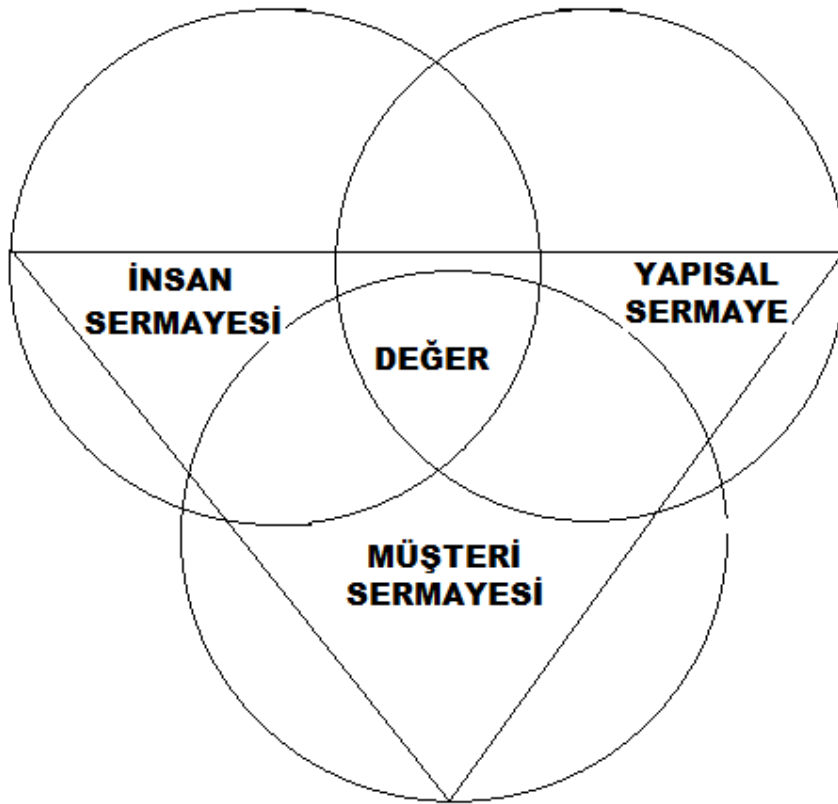
¹⁰² Thomas Stewart, **a.g.e.**, s.111.

maddi olmayan varlığı olduğunu ve entelektüel sermayenin bu iki varlığın toplamı olduğunu belirtmektedir.¹⁰³

2.8.2.1. Entelektüel Sermayenin Unsurları

Entelektüel sermayenin unsurları, birçok yazar ve kurumua göre farklı şekillerde ifade edilse de, genelde üç temel unsur üzerinde durulmaktadır. Bu unsurlar; İnsan sermayesi, Yapısal sermaye ve Müşteri sermayesidir.

Şekil 3. Entelektüel Sermaye Unsurları



Kaynak: www.ifac.org, 17 Aralık 2009

İnsan sermayesi, işletmenin sorunlarını çözmek için bir araya getirdiği toplam insan yeteneğidir. Yani çalışanların yeteneklerini işletmenin

¹⁰³ Leif Edvinsson, "Developing Intellectual Capital at Skandia", **Long Range Planning**, Vol:30/3, June 1997, s.368.

sorunlarına uygulayabilme becerisi olmaktadır.¹⁰⁴ Bir başka deyişle, işgörenlerin sahip olduğu bilgi, beceri, yetenek ve deneyimlerinin toplamıdır. İnsan sermayesinin bileşenleri ise şöyle sıralanabilmektedir; eğitim, know-how, işe yönelik özellikler, iş değerlendirme, işle ilgili bilgi ve rekabet, girişimcilik gücü, yenilikçilik, süreç öncesi ve sonrası kavrama yeteneği, değişebilirlik.

Yapısal sermaye, çalışanların akşam eve gittiğinde örgüt içinde bıraktıkları olarak tanımlanabilmektedir. Yapısal sermaye bir bütün olarak işletmeye aittir ve yeniden üretilebilir ve paylaşılabilmektedir.¹⁰⁵ Yapısal sermaye, işletme tarafından oluşturulan ve gerçekten işletmeye ait olan, işletmenin ürün ve hizmetlerinin üretilip dağıtılmasını ve işgörenlerin çalışmasını sağlayan varlıkların bir bütünü olarak da tanımlanmaktadır. Yapısal sermaye unsurunun bileşenleri, entelektüel mülkiyet ve altyapı unsurları olmak üzere iki grup halinde incelenmektedir. Entelektüel mülkiyet; patentler, telif hakları, dizayn hakları, ticari sırlar, ticari markalar ve hizmet markaları olarak sıralanmaktadır. Altyapı unsurları ise; yönetim felsefesi, işletme kültürü, yönetim süreci, bilgi sistemleri, finansal ilişkilerdir.

Müşteri sermayesi, örgütün müşteri, tedarikçi ve toplumun geri kalan kesimiyle olan ilişkisinin değerini ortaya koymakta ve söz konusu kişilerin örgüte bağlılıklarını ifade etmektedir. Müşteri sermayesi, işletme örgütü için katma değer yaratabilecek, işletme örgütünde dışsal olan herhangi bir taraf ya da alandan kaynaklanmaktadır.¹⁰⁶ Müşteri sermayesi bileşenleri ise şunlardır; markalar, müşteriler, müşteri sadakati, işletme adları, birikmiş siparişler, dağıtım kanalları, işbirlikleri, lisans anlaşmaları, franchising anlaşmaları.

Entelektüel sermaye aynı zamanda, bir işletmenin hisse senetlerinin pazar değeri ile defter değeri arasındaki marj olarak da ifade edilmektedir. İşletmelerin hisse senedi fiyatları, yatırımcıların entelektüel sermayeye

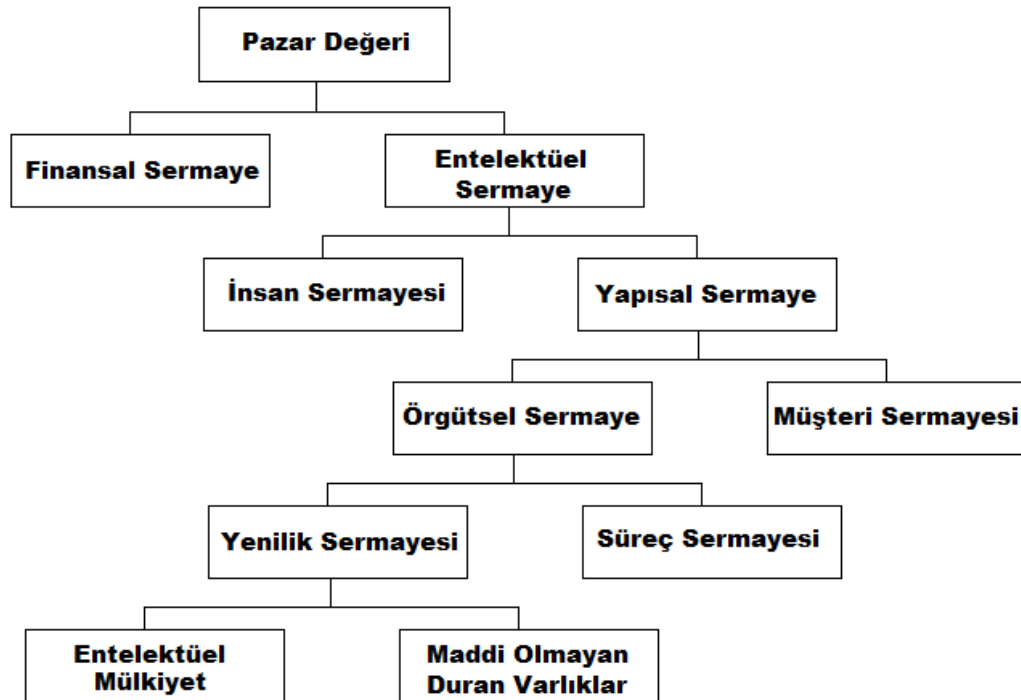
¹⁰⁴ Thomas Stewart, **a.g.e.**, s.161.

¹⁰⁵ Thomas Stewart, **a.g.e.**, s.162.

¹⁰⁶ Thomas Stewart, **a.g.e.**, s.167.

ayırdıkları değeri de içermektedir. Bu tanımlamardan yola çıkarak İsveçli sigorta firması Skandia, çok bilinen entelektüel sermaye modelini geliştirmiştir. Bu modelde Skandia'nın Pazar değeri, insan sermayesi ve yapısal sermaye olarak ayrılmaktadır ve müşteri sermayesi yapısal sermayenin bir bileşeni olarak gösterilmektedir.

Şekil 4. Skandia'nın Entelektüel Sermaye Modeli



Kaynak: Nalan Kösebalaban Doğan, “Entelektüel Sermaye Yönetimi Yaklaşımı ve Entelektüel Varlıkların Korunmasına Yönelik Öneriler”, **Yönetim**, Yıl 15, Sayı 47, Şubat 2004, s.18

Entelektüel sermaye ve maddi olmayan duran varlıklar arasındaki açıklanmadan önce, yukarıda da açıklanmak istenen, entelektüel sermaye ile ilgili 4 temel kavramsallaştırmayı yeniden özetlemek yararlı olacaktır;

- Bilgi olarak entelektüel sermaye
- Bilgi ve bu bilginin ürünü olarak entelektüel sermaye

- Bilançoda tanımlanmamış maddi olmayan duran varlıklar olarak entelektüel sermaye
- Tanımlanmış ya da tanımlanmamış kaynak ve maddi olmayan varlıkların bütünü olarak entelektüel sermaye

Bu kavramsallaştırmalardan yola çıkarak, daha önce de bir maddi olmayan duran varlık olarak tanımlanan marka ve marka değerinin, entelektüel sermaye ile olan ilişkisi şöyle açıklanabilmektedir;

- Entelektüel sermaye sadece bilgidan meydana geldiği zaman, marka ve marka değeri kavramını dışarıda bırakır.
- Entelektüel sermaye bilgi ve bu bilgidan oluşan bir ürün olarak anlaşıldığında, marka ve marka değeri kavramını içinde barındırır.
- Entelektüel sermaye mali tablolarda tanımlanmamış maddi olmayan duran varlıklar olarak tanımlandığında, içeriden geliştirilmiş markaları içine alır ancak, sonradan edinilmiş markalar entelektüel sermaye içinde yer almazlar.
- Entelektüel sermaye, tüm maddi ve parasal olmayan varlıklar olarak anlaşıldığında, marka ve marka değeri kavramını içinde barındırır.

2.9. MARKA DEĞERİNİN HESAPLANMASI

2.9.1. Marka Değerlemesinin Amacı

Marka değerlemesinin, bir diğer deyişle marka değerinin hesaplanmasının üç ana amacı bulunmaktadır¹⁰⁷.

- Marka yönetimi amaçları için değerlendirme
- Muhasebe amaçları için değerlendirme
- Ticari işlem amaçları için değerlendirme

¹⁰⁷ David Haigh, Jonathan Knowles, "Don't Waste Time with Brand Valuation", **Marketin NPV**, 1/ 6 October 2004, p.17-19. (Erişim) <http://www.howbigisbrand.com/articles/2004%2010%20Brand%20Valuation%20-%20MNPV.pdf>, 28 Ocak 2010

2.9.1.1. Marka Yönetimi

Marka değerlemesi, belli başlı durumlarda, bir yönetim aracı olarak kullanıldığı gibi aynı zamanda çeşitli marka stratejilerinin başarı seviyelerinin ve farklı pazarlama takımlarının bağlı performanslarının karşılaştırılması için uygulanabilmektedir. Bu konularda, değerlemeler, pazarlama bütçelerinin korunması ya da marka genişlemesi ve mimarisi üzerine verilen kararlar ve marka yatırımlarının getirileri için kullanılmıştır. Genel olarak, marka değerlemesi yönetim amaçları için kullanıldığında, amaç farklı marka yatırımı seviyelerinin firma performansına yapacağı etkiyi anlamak olduğu için, hesaplama modeli bölünmüş değerler ve duyarlılık analizlerini değerlendirmeye almaktadır.

2.9.1.2. Muhasebe Amaçları

Yeni muhasebe standartlarına göre, firmaların sahip olduğu tüm tanımlanabilir maddi olmayan varlıklarının gerçeğe yakın değerlerinin kaydedilmesi gerekmektedir. Marka değerinin bilançoya yansıtılması konusunda ise uluslararası alanda genel bir uygulama yoktur. İngiltere gibi kimi ülkelerde marka değeri bilançoya yasal olarak eklenebilirken, Almanya'da örneğin, işletme eğer satın alınmışsa marka değerinin bilançoya yansıtılması zorunluluktur. İşletmenin satın alınmamış markaları ise bilançoda gösterilmez. Uluslararası finansal raporlama standartlarında yaşanan bu önemli değişikliklerle birlikte, marka değerini bilançolarına katan, borsaya kote olmuş firma sayısının sadece ABD'de değil yakında Avrupa ülkelerinde de çok büyüyeceği belirtilmiştir. Çünkü özellikle işletme birleşmelerinde devralınan ve ödemesi yapılan maddi ve maddi olmayan varlıkların özenle hesaplanması ve marka değeri, patentler, müşteri kitleri veri bankası gibi değerlerinde aktife eklenmesi gerekmektedir. Bu tür el değiştirmelerde satın alınan işletmelere ödenen paranın önemli bir bölümü markalar içindir. Bu nedenle, özellikle Amerikan Federal Muhasebe

Standartları Başkanlığı maddi olmayan değerlerin mümkün olduğu kadar bilançoya yansıtılmasını özendirmektedir.¹⁰⁸

2.9.1.3. İç ve Dış Ticari İşlem Amaçları

Marka değerlemesinin kullanıldığı iç ticari işlemlerin başlıca iki tanesi menkul kıymetleştirme ve vergi planlaması işlemleridir. Ticari markaların menkul kıymetleştirilmesinde, ticari markanın lisanslanmasından elde edilecek gelecek gelirlerin karşılığı için borsada fonlar toplanmaktadır. Vergi planlamasında ise kullanım şöyledir. Bu tür işlemlerde çok değişik bölgelerde ya da ülkelerde faaliyet gösteren bir şirketin markaları vergi avantajı olan bölgede ya da kaynak ülkede kurulmuş olan bir iştirake devredilmektedir. Diğer bölge ya da ülkelerdeki şirketler bu iştirake markaları kullanma karşılığı isim hakkı bedeli (royalti) ödeyerek, yerel vergilerden belli ölçülerde kurtulmaktadırlar. Marka değerlemesinin kullanıldığı dış ticari işlemler ise işletmelerin devralma ve birleşme işlemleridir.

2.9.2. Genel Marka Değeri Hesaplaması Yaklaşımları

Marka değerlemesinde, marka değerini hesaplama yaklaşımlarını, modellerini ve sağlayıcılarını, dikkatlice ayırt etmek çok önemlidir. Yaklaşımlar, maddi olmayan duran varlıkların değerlemesi bölümünde anlatıldığı gibi, her hangi bir varlığın değerlendirilmesine yardımcı olan üç genel yola tekabül etmektedir. Modeller ise, marka değerini belirleyen değişkenlerin arasındaki belirli özelliklerdir. Değerleme modelleri çoğunlukla, ticari sağlayıcılar ya da akademisyenler tarafından dizayn edilmişlerdir ve farklı değişkenlerin kullanımı ve bu değişkenler arasındaki ilişkiye göre değişkenlik göstermektedirler.

Bu modeller üç temel değerlendirme yaklaşımı üzerine oturtulmuşlardır. Bu bölümde, bu üç temel yaklaşım olan, maddi olmayan duran varlıkların

¹⁰⁸ Ülkü Yüksel, Aslı Yüksel, **a.g.e.**, s.78-81

değerlemesi bölümünde de değinilen maliyet, piyasa ve gelir yaklaşımlarının marka değerinin hesaplanmasındaki kullanım şekilleri incelenecektir

2.9.2.1. Maliyet Yaklaşımı

Bu yaklaşımda markalar, markanın geliştirme sürecindeki bazı ya da tüm marka geliştirme faaliyetlerinin (test etme, ürün konsepti AR&GE çalışmaları, ürün iyileştirme, tutundurma faaliyetleri) maliyetleri (marka devralınması, yaratılması ya da düzeltilmesi) aracılığıyla hesaplanmaktadır. Maliyet yaklaşımı, marka değerinin hesaplanmasında dört farklı şekilde kullanılabilir¹⁰⁹;

- *Tarihsel Yaratma Maliyeti*: Bu metot, marka geliştirildiği sırada, marka geliştirmesi harcamalarının toplamını ölçer. Bu model, marka yaratmanın şimdiki değerle çok az alakalı olduğu için, bir referans olarak algılanabilmektedir.
- *Yerine Koyma Maliyeti*: Yerine koyma maliyet, bir marka yerine, aynı özelliklere sahip başka bir markayı koymak için gerekli yatırım ve harcamaların parasal değeridir. Ancak bu yerine konmak istenen maddi olmayan duran varlığın yetersizlik ve eskimelerini dikkate almaz. Bu metot tarihsel maliyetten daha mantıklı bir yaklaşım olsa da, marka tarafından üretilen faydaları dikkate almaması itibarıyla tek başına kullanışlı olmamaktadır.
- *Yeniden Üretim Maliyeti*: Bu yaklaşım markayı mevcut durumuna ulaştırmak için meydana gelen potansiyel geliştirme maliyetlerini belirlemektedir. Yerine koyma maliyetinin aksine, burada maddi olmayan duran varlığın yetersizlik ve eskimleri göz önüne alınmaktadır.
- *Markaya Yüklenebilir Harcamaların Kapitalizasyonu*: Markaya yüklenebilir geliştirme maliyeti, markayı geliştirmek için gerçekleşen tarihsel harcamaların oranıdır. Çoğunlukla marka değeri, tüm

¹⁰⁹ Robert Reilly, Robert Schweih, **a.g.e.**, p.122.

pazarlama harcamaları üzerinden birikmiş reklam harcamaları temel alınarak, firmanın markaya yüklenebilir değeri olarak hesaplanmaktadır. Aşağıdaki örnek bu metodun işleyişini göstermektedir.

Tablo 2. Nihai Geliştirme Maliyeti Örneği

A Markası	2006	2007	2008	2009	Total	%
(Euro 000)						
Yıllık Enflasyon Oranı	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%		
Personnel Harcamaları	1542	1034	1009	1513		
Satış ve Dağıtım Harcamaları	694	743	563	593		
Satış Komisyonları	1284	1106	802	583		
Toplam Satış ve Dağıtım Harcamaları	3520	2883	2375	2959		
Enflasyona Uyarlanmış Dağıtım Harcamaları	3625	2970	2446	3048		
Sabit Birikmiş Satış ve Dağıtım Harcamaları	3625	6703	9350	12679	12679	25%
Reklam Harcamaları	12024	7524	7069	8023		
Enflasyona Uyarlanmış Yıllık Yatırım	12385	7749	7282	8264		
Sabit Birikmiş Yatırım	12385	20506	28403	37519	37519	75%
Toplam Satış, Dağıtım ve TutundurmaHarcamaları					50197	

Kaynak: Robert Reilly, Robert Schweihs, **Valuing Intangible Assets**, New York, McGraw-Hill, 199, s.122

Bu örnekten yola çıkarak, 100 milyon euroluk değere sahip bir işletmenin %75'i marka değerine tekabül etmektedir.

Maliyet yaklaşımının bazı karakteristik özellikleri şöyle sıralanabilir;

- İyi bir değer göstergesi değildir.
- Marka yönetiminin sağladığı katma değeri kapsamamaktadır
- Eğer marka uzun süredir piyasada ise, gerçekleşmiş maliyetlerin belirlenmesi zor olabilmektedir.
- Tarihsel yaratma maliyetinin belirlenmesi sırasında, maddi olmayan duran varlığın o anki geliştirme sürecinin kesin olarak kestirilmesi zor olabilmektedir.

Maliyet yaklaşımı ve türevleri olan metotlar, marka değerinin hesaplanması için uygun değildir. Bu yaklaşım genellikle daha çok, yazılım ve müşteri veri bankası gibi daha kolaylıkla yerine konulabilen varlıklar için uygulanmaktadır.

2.9.2.2. Piyasa Yaklaşımı

Piyasa yaklaşımı, benzer markaların dahil olduğu işlemleri (satış, davralma, lisans) ve işlem fiyatlarının ait olduğu verileri incelemektedir. Marka değerinin belirlenmesinde uygulanan piyasa yaklaşımı opsiyonları şunlardır;

- *Satış İşlemlerinin Karşılaştırılması:* Marka değeri, bu opsiyonda, fiyat verileri bulunan benzer bir markanın transferinde oluşan açık piyasa değeri referans alınarak bulunmaktadır.
- *Royalti (Telif Hakları) Tasarrufu:* Bu yaklaşım daha çok karışık ya da gelir yaklaşımı olarak algılanmaktadır. Bu yüzden gelir yaklaşımı bölümünde daha ayrıntılı anlatılacaktır. Genel olarak royalti tasarrufunda marka sahibi işletmenin kullanım hakkını lisans sözleşmesi yoluyla başka bir işletmeye vererek, marka kullanım hakkı olarak satışlar üzerinden kar talep edilmektedir.

Piyasa yaklaşımı, marka için aktif bir piyasa olmadıktan sonra marka değerinin hesaplanması için yetersiz kalmaktadır. Bu yaklaşım, eşsiz olmayan markalar için ideal uygulanabilirliğe sahiptirler. Dolayısıyla piyasa yaklaşımı;

- Uygun sayıda karşılaştırılabilir işlem olduğunda
- Piyasa şartlarında muvazaasız işlemlerde
- İşlem uygun ve belirli bir zamanda etkilendiyse piyasa yaklaşımı uygulanabilmektedir.

2.9.2.3. Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı, markanın tahmin edilen kalan kullanım ömrü boyunca markaya ait gelecek gelir, kar ve nakit akımlarının belirlenmesi ve bunların şimdiki zamana indirgenmesini gerektirmektedir. Dolayısıyla bir değere ulaşabilmek için, tahmin edilen gelecekteki markaya ait nakit akımlarının ya da getirilerin bugüne indirgenmekte (indirgenmiş nakit akımları yaklaşımı) ya da kapitalizasyon faktörüyle çarpılmaktadır (direkt, doğrudan kapitalizasyon).

2.9.2.3.1. Fiyat Primi

Fiyat primi yaklaşımı, markanın fiyatını benzer jenerik ya da markasız ürünün fiyatı ile karşılaştırarak markanın artan kazancını bulur. Fiyat primi bazlı metotlar, algılanan kalite ya da farkındalık gibi üreticilerin markalarına fiyat primi yüklemelerini sağlayan belirli karakteristiklerin varsayımı altında uygulanmaktadırlar. Diğer bir deyişle, markaların tüketicilere biraz daha fazla ödeme yapmalarını sağlayan ek faydalar yüklediği varsayılmaktadır. Aacker'e göre fiyat primi, doğrudan gözlem ya da tüketici araştırması ile ölçülebilmektedir.

Marka değeri, markalı ürünün fiyatı ile benzer markasız ürünün kıyaslanması ile ortaya çıkarılmaktadır. Toplam marka değeri, vergi sonrası markaya ait kar akışlarının bugünkü değeri olmaktadır. Markaya ait yıllık karları elde edebilmek için, birim fiyat farkları, birim satış hacimleri ile çarpılmaktadır.

Fiyat primi yaklaşımının en önemli avantajı, evrensel olarak anlaşılır bir metodoloji olduğundan teoride uygulanmak istenmesidir. Yaklaşımın dezavantajları ise şöyle sıralanabilir¹¹⁰;

- Pratikte problemli bir yaklaşımdır ve deneysel çalışmalara katılmak istemeyen bağımsız dağıtım kanallarına bağımlı olan ve kıyas

¹¹⁰ Gordan V. Smith, **Trademark Valuation**, New Jersey, John Wiley & Sons, 1997, s.88.

edilmesi zor olan paketlenmiş mal ve hizmet satan işletmeler için uygulanması zordur.

- Daha çok markaya bağlı prim fiyat pozisyonunu geniş bir zaman periyodunda tutmak zor olmaktadır. Bu yüzden tüm fiyat primi marka tarafından saplanmış kar olarak değerlendirilememektedir.
- Markalı ürün, fiyat primine dahil olmadığı zaman kar, maliyet ve satış miktarına bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. By yaklaşım sadece fiyata odaklanarak, maliyetler ve ölçek ekonomisi gibi faktörleri görmezden gelmektedir.

Belki de bu dezavantajlara bağlı olarak, hiçbir işletme muhasebe kayıtlarında fiyat primi metodunu rapor etmemişlerdir. Ancak birçok sağlayıcı, değerlemesi yapılan marka ile diğer kıyaslanana marka ya da ürünün fiyat farkı ya da faydasını değerlendiren metodlar geliştirmiş ve sunmuşlardır. Bu metodlar aşağıda verilen çeşitli elementleri incelemektedir¹¹¹;

- İşletmelerin aynı hacimde mal ya da hizmet satacağı varsayılarak, markalı ürün ile jenerik ürünün tahmin edilen satışları arasındaki fark
- Markalı ile markasız ürünün birim fiyatları arasındaki farkın tahmin edilen birim satış hacmi ile çarpılması
- Markalı ürün ile jenerik ürünün son üç yıldaki fiyat primi farkının ortalamasının tahmin edilen satış hacmiyle çarpılması
- Diğer kıyaslanabilir markaya (jenerik ürün değil) nazaran göreceli marka faydasının tahmin edilen satış hacmiyle çarpılması
- Birim başına marka satışlarındaki değişimin tahmin edilen hacim ve birim fiyatla çarpılması

¹¹¹ Tony Tollington, "The Brand Accounting Side-Show", **The Journey of Product and Brand Management**, 8(3), 1999, s.204-217.

2.9.2.3.1.1. Conjoint (Birleşik) Analiz

Conjoint analiz, marka değerlemesinde fiyat primine dayalı tımdengelim bir analiz olarak dıřınılmaktadır¹¹². Bu istatistiksel teknik, farklı őrın karakteristiklerine odaklanmış tüketicilerin ve bu bireysel özelliklerin tüketicilerin genel őrın tercihleri őrzerindeki etkilerin őrnemini belirlemek için kullanılmaktadır. Tercih deneyleri içerisinde, araştırmacılar tüketicilere farklı davranış kombinasyonlarını seğmelerini istemektedir. őrzellikle, mőřterilere belli bir davranışı bir başka davranışı biraz daha fazla elde etmeksizin ne kadar fazla gőstemek istedikleri sorulmaktadır. Bu soru, diğer davranış durumları için de tekrarlanabilmektedir. Bu tőr kararların nasıl verildiğinin analiz edilmesi her bir davranışın faydasını ortaya ęıkarmakta ve tüketicilerin markanın da aralarında bulunduğu belirli őrın karakteristiklerine ödeme yapma isteklerine dair belirtiler ortaya ęıkarmaktadır. Bu tekniğin en őrnemli avantajı sayısal ve istatistiksel bir metod olması ve bu sayede marka değerlemesinin genellikle meylettiği subjektiflik derecesini dőřürmesidir.

2.9.2.3.1.2. Hedonik Analiz

Hedonik fiyat modelleri, son zamanlarda, maddi olmayan duran varlıklara transfer fiyatı verme kapsamı içerisinde potansiyel değerleme yaklaşımı olarak sunulmuřtur¹¹³. Bu yaklaşım dahilinde, fiyat ya da değer kavramları varlığın karakteristiklerinin bir fonksiyonu olarak algılanmaktadır. Marka değerini hesaplamak için, marka, őrünün diğer karakteristikleri gibi değerlendirilmektedir. n tane x_i karakteristiği olmak őrzere, fiyat fonksiyonu y aşağıdaki gibi olmaktadır;

$$y = \beta_0 + \beta_1 \times x_1 + \beta_2 \times x_2 + \dots + \beta_n \times x_n + \varepsilon$$

y: Varlığın fiyatı

¹¹² Reiner Zimmermann, Udo Klien-Bölting, Byörn Sander, Tharek Murad-Aga, Hans Bauer, **Brand Equity Excellence – Brand Equity Review Vol. 1**, BDDO Group, Düsseldorf, 2001, s.24.

¹¹³ Monica Boss, **International Transfer Pricing: The Valuation of Intangible Assets**, Kluwer Law International, London, 2003, s.84.

β_0 : Bireysel karakteristiklerle açıklanamayan fiyatı gösteren sabit

β_1 : Bireysel karakteristik katsayısı

x_i : İşlem ile alakalı bireysel varlık karakteristiği

ε : Rastgele hata

Hedonik fiyat analizi, varlığın fiyatına etki eden her karakteristiğin sayısal karşılığını ortaya koymaktadır. Böylelikle analiz, marka dahil, her bir bireysel ürün karakteristiğinin belirlenmesi ve ayrıştırılmasını sağlar. Eğer marka x_1 karakteristiği ve onun β_1 katsayısı pozitif ise, marka davranışı arzulanabilir ve piyasa değerine pozitif katkısı olmaktadır.

Hedonik fonksiyon, belirli bir ürün karakteristiği değiştiğinde oluşan fiyat değişikliğini tahmin edebildiği için, en son ürün fiyatı markalı ya da markasız hesaplanabilir. Bu fark, markanın oluşturduğu birim hasılat göstermektedir. Satılan tüm ürün miktarı ile, doğrudan marka tarafından sağlanan birim karın çarpılmasıyla, markasız elde edilemeyecek olan kara ulaşılmaktadır. Markaya ait olan ne gelirin elde edilmesi için marka olmadan meydana gelebilecek olan markara ait harcamaların çıkartılması gerekmektedir.

Bu analizin de, conjoint analizde olduğu gibi, değerlendirme işleminin subjektiflik derecesini azaltması en büyük avantajı olmaktadır. Buna rağmen, hedonik metot hem teoride hem de uygulamada son derece karmaşıktır.

2.9.2.3.2. Royalti (Telif Haklarından Tasarruf) Yaklaşımı

Bu yaklaşım, işletmenin sahip olduğu markanın kullanım hakkının lisansla bir başka işletmeye verilmesi durumunda, marka kullanım hakkı olarak meydana gelecek satışlar üzerinden ne kadar pay isteyeceğiyle ilgili olmaktadır. Bu bağlamda, royalti yaklaşımında marka değeri, vergi sonrası royalti akışlarının bugünkü değeri olarak belirlenmektedir.

Marka gücüne (brand strength) dayalı royalti yaklaşımının metodolojisi aşağıdaki gibidir;

- Genellikle üç-beş yıla kadar yapılan planlardaki markalı net satışların belirlenmesi
- Kabul edilebilir bir royalti oranının belirlenmesi
- Tahmin edilen royalti oranının markanın ekonomik ömrü boyunca öngörülen satışlarla çarpılması (bu sonuç yıllık royalti tasarruflarını vermektedir.)
- Markanın uzun vadeli büyüme oranının, ekonomik kullanım ömrünün ve iskonto oranının belirlenmesi
- Royalti akımlarının bugünkü değere indirgenmesi

Bu yaklaşımda marka değeri hesaplanırken, en çok zaman ve efor uygun royalti oranı bulunurken harcanmaktadır. Sektör için royalti oranı aralığı genellikle lisans anlaşmaları aracılığıyla bulunmaktadır. Bu anlaşmalara girmek için, uygulayıcılar uygun ürün ve endüstrilerin uluslararası royalti oranlarının tarihi verileri bulunan veribankalarını kullanmaktadırlar. Bu aşamada, royalti oranının aşağıda verilen maddelerin bir fonksiyonu olduğu unutulmamalıdır;

- Marka gücü (interpolasyon ya da diğer matematiksel ilişkilerle royalti oranının bulunmasında kullanılmaktadır)
- Anlaşmanın süreç ve bitiş provizyonları
- Lisans münhasırlığı
- Tarafların pazarlık gücü
- Ürün yaşam döngüsü
- Yerel piyasa şartları
- İşletme marjı ya da lisans sahibinin satışlarının düzeyi (Burada iki şekilde royalti oranı bulunmaktadır; %25 kuralı ya da %5 kuralı. %25 kuralı, royalti oranının işletme (faaliyet) karının %25'i olduğunu

söylemektedir. %5 kuralı ise, oranın satışların 5%'i olduğunu söylemektedir.)¹¹⁴

Royalti yaklaşımının avantajları şöyle sıralanabilmektedir;

- Marka değeri, kayıt edilmiş üçüncü şahıs işlemleri referans alınarak bulunmaktadır.
- Bu metot uygulanarak bulunan değerler, sektöre özel değerlerdir.
- Markaya ait olan farklılaştırılmış karlılığın hesaplanmasındaki esas zorlukları ortadan kaldırdığı için, teorik olarak da çekici bir yaklaşımdır.
- Birçok mali otorite tarafından kullanışlı bir model olarak kabul edilmektedir.

Yaklaşımın dezavantajları için de aşağıdakiler söylenebilmektedir;

- En büyük dezavantaj, çok az markanın birbiri ile gerçekten kıyas edilebilir olmasıdır.
- Royalti oranı, genelde markadan daha fazlasını içermektedir. Problem, royaltinin hangi bölümünün sadece markadan çıkarıldığı, hangi bölümünün anlaşmada yer alan uyulması zorunlu kurallardan çıkarıldığına belirlenmesidir. Bazı çevreler, bu yaklaşımın sadece marka değeri kavramını ayırmadığını, çünkü riyalti oranlarının bir tek markayı işletmek için olan ödemeleri değil, aynı zamanda lisansörden lisans kullanıcılarına aktarılan diğer hakları da kapsadığını söylemektedirler. Örneğin lisansörler, lisans kullanıcılarının gerekli kalite standartlarını devam ettirebilmeleri için hammadde, know-how ve servis hizmetleri de sağlamaktadırlar.

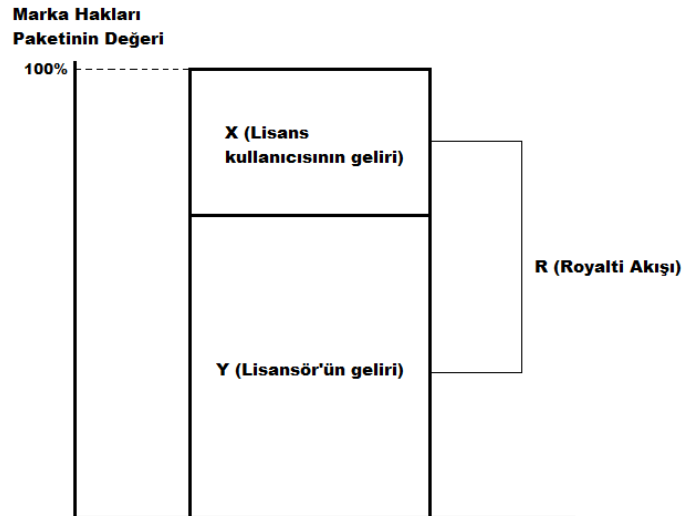
Royalti yaklaşımına en önemli eleştirileri Gordon Smith ve Russell Parr, yaklaşımın markaya ait olan gelirin sadece bir kısmını temsil ettiğini

¹¹⁴ Gordon V Smith, Russell L Parr, **Intellectual Property**, 4th Ed., New Jersey, John Wiley & Sons, 2005, s.411.

iddia ederek getirmiştir. Yazarların bu yaklaşıma üç önemli itirazı olmuştur. Bu itirazlar şunlardır;¹¹⁵

- Royalti metodu, bir zemin ya da markanın tüm kontrolündeki üst değeri değerlendirmeye almayan, marka için bir minimum değer sağlar. Lisanslama kontratları, sahiplik haklarının sadece bir kısmını aktarmaktadır. Böyle olunca, bu kısıtlı haklara yapılan ödemeler (royaltiler), sahiplikten elde edilen toplam ekonomik getiri için kabul edilebilir bir ölçüt oluşturmamaktadır.
- Yazarlar, royalti yaklaşımına olan eleştirilerini bir de “marka hakları paketi” teorisiyle göstermişlerdir. Bu teoriye göre, belli haklar transfer edilirken, geri kalanı sahip/lisansör elinde tutmaktadır. Dolayısıyla, sadece lisansörün elinde tuttuğu haklar ile lisans kullanıcısının haklar toplanarak sahiplik haklarının tamamı ve marka değeri elde edilmiş olmaktadır.

Şekil 5. Marka Hakları Paketi Teorisi



Kaynak:Gordan V Smith, Russel L Parr, **Intellectual Property**, 4th Ed., New Jersey, John Wiley & Sons, 2005, s.416

¹¹⁵ Gordon V Smith, Russell L Parr, **a.g.e.** s.415.

Şekil 5'te markanın tüm haklarının değeri, X ve Y gelir akışlarının iskonto edilmesiyle bulunmaktadır. R, X gelirinin bir parçasıdır ve R'nin bugünkü değeri, sahibi için lisans kontratının değerini temsil etmektedir. Eğer sahiplik hakları değerlendirilmek istenirse, R ve Y gelir akışları iskonto edilmelidir. Lisans kullanıcısının haklarının değeri hesaplandığında ise, R royalti harcamaları düşülerek X gelir akışı iskonto edilmelidir.

- Markanın kabul edilebilir karlılığının anlaşılmasının, marka değerinin hesaplanmasında temel faktör olmakla birlikte, birçok profesyonel endüstrinin royalti oranlarını bu karlılığın bir belirtisi olarak görmektedirler. Ancak bu kabullenme bu oranların sabit ve zaman içerisinde değişmeyeceği kabul edilerek yapılmaktadır.

Royalti oranının bulunması için, uygulanan en az dört farklı metodoloji mevcuttur. Bunlar aşağıdaki gibidir¹¹⁶

- *Marka gücü ve piyasa benzerlerine dayalı metot:* Bu metodolojide royalti oranları, endüstride yer alan royalti oranları aralığı araştırılarak hesaplanmaktadır. Belirli bir marka için uygun royalti oranı aralığı seçilirken, her geçerli lisans kontratına ait anahtar şartlar (münhasırlık, süre, tarafların hakları, vb.), ayrıca markanın geçerli rakiplerine göre sahip olduğu gücü gözden geçirilmeli ve anlaşılmalıdır. Marka gücü, markanın rakiplerine oranla sahip olduğu kalite ve vasıflarına göre ölçülmektedir. Royalti oranı da, marka gücü gibi, bu karşılaştırılabilir royalti aralığının bir fonksiyonu olacaktır.
- *Faaliyet marjı farklılıkları:* Bu metot, faaliyet marjındaki yıllık farklılıkları analiz etmekte, ve bunları örtülü royalti oranları olarak kullanmaktadır. İncelenmekte olan firma faaliyet marjı genellikle, markası olmayan (jenerik) firmalarla ya da benzer fakat adi markaları (kötü dağıtım ağı

¹¹⁶ Gordon V Smith, Russell L Parr, **a.g.e.**, s.423.

olan ya da piyasada daha az süredir bulunan daha az bilinen markalar) olan firmalar ile karşılaştırılmaktadır.

- *Knoppe formülü*: Formül Alman Helmut Knoppe tarafından 1967 yılında geliştirilmiştir ve %25 ve %5 kurallarının Alman versiyonu olarak bilinmektedir.

$$\text{royalti oranı \%} = \frac{\text{lisanslanmış ürün karı} \times 100}{\text{lisanslanmış ürün satışları} \times 3}$$

Formül, marka değerlemesi uzmanları arasında bir anlaşmazlık yol açmakla birlikte, genellikle denetim amaçlı olarak kullanılmaktadır. Formül, işletme müdürlerinin, sadece lisanslanan ürünün işletilmesine uygun faaliyet karını getiren noktaya kadar royalti oranını ödemeleri gerektiği Alman yönetim prensibini baz almıştır. Knoppe'ye göre, royalti oranı ile ilgili optimum toplam en fazla, lisansörün vergi öncesi karının %25'i ile %33,33'ü kadar olmaktadır.

- *Küme ya da grup analizi*: Küme analizi, bir popülasyondaki değişkenler ya da bireyleri homojen grup ya da kümeler olarak organize eden çok değişkenli analitik bir tekniktir. Analizin amacı, değişkenler arasındaki küme içi homojenliği derecesini maksimize, kümelerarası değişken derecesini minimize etmektir. Küme analizi ile royalti oranının bulunmasında dört adım izlenmektedir¹¹⁷;

✓ *Verilerin toplanması ve kümeleme değişkenlerinin tespit edilmesi*: Markalar için bu adımda, lisans kontratlarındaki verilerin toplanması ve sonra kontratları gruplamak için kullanılacak değişkenlerin seçilmesi yapılmaktadır. Bu gruplama değişkenleri farklı kontrat karakteristikleri (kontratın süresi, münhasırlığı, zaman aralığı vb.) olabileceği gibi, karlılık ölçütleri (varlığa olan satışlar, faaliyet marjı, ortalama stok) de olabilmektedir.

¹¹⁷ Monica Boss, **a.g.e.**, s.92.

- ✓ *Kümeleme metodunun seçilmesi ve veri standardizasyonu:* Marka değerlemesinde, birikimli hiyerarşik kümeleme metodu tercih edilmektedir.
- ✓ *En uygun grup ya da küme sayısının belirlenmesi:* Bu adımda üç model kullanılabilmektedir: dendogram (ağaç şeması), birikim tablosu, küme aralığı-numara kriteri. Buradaki amaç, değerlendirilmek istenen marka ve kıyaslanacak markalara ait verileri içeren en uygun kümeyi bulmaktır.
- ✓ *Royalti oranının belirlenmesi:* Medyan royalti verileri ya da kar seviyesine göre, markaya ve kıyaslanan markalara ait verilerin bulunduğu kümeler kullanılır.

Küme analizi, daha çok, fazla sayıda potansiyel mukayese edilebilir marka/firma ya da karşılaştırma faktörü olduğu koşullarda maddi olmayan duran varlık değerlemelerinde kullanılmaktadır. Aynı zamanda düşük gelirli maddi olmayan duran varlıklar için kıyaslanabilir marka/firma bulunmasında kullanışlı olmaktadır. Ancak analiz, manipölasyına yol açabilecek çok fazla takdir yetkisi barındırması, gerekli verilere ulaşamayabilecek olunması ve yüksek gelir getiren maddi olmayan duran varlıklar için uygulanabilirliğinin az olması gibi dezavantajlara sahiptir.

2.9.2.3.3. Talep Faktörleri/Marka Gücü Analizi

Bu model, markanın tüketici kararlarına/değer yaratımına etkisini belirlemek için marka gücünün ve/veya talep faktörlerinin azr ve talep üzerinde sahip oldukları etki üzerinde durmaktadır. Birçok firma, talep faktörlerini ve/veya marka gücünü analiz etmek suretiyle bu yaklaşımın değişik versiyonlarını kullanmaktadır. Talep faktörleri analizi istatistiksel bir yaklaşım olmakla birlikte, faktörler ve bu faktörlerin göreceli alakalıklarının bulunmasında kullanılan metodoloji tamamen keyfi de olabilmektedir. Bu

metot aynı zamanda “satın alma sebebi” (reason-to-buy) olarak da bilinmektedir.

Markanın gelir ya da kar yaratımına olan katkısını hesaplamak için çıştli spesifik algoritmalar kullanılmaktadır. Markanın bu katkısını hesaplamak için mevcut seçeneklerden bazıları şunlardır;¹¹⁸

- *Mutlak (absolute) Teknikler:* Bu yaklaşım, markayla alakalı etkenlerin, önem derecesine göre ağırlıklandırılmamış satın alma süreci boyunca değerlendirilen diğer tüm etkenlerle karşılaştırılmasına dayanmaktadır. Bu süreç hangi etkenlerin markayla alakalı olduğuna ve nispi frekanslarını eklediğine karar verilmesini gerektirmektedir. Markayla alakalı olan etkenlerin olmayanlardan ayrılması genellikle subjektif bir süreçtir ve analistin kararı gibi araştırmanın yapısı ve bileşenlerinin yol açtığı karışıklıklar söz konusu olmaktadır. Dolayısıyla bu model keyfi, stabil bir sistem mantığından yoksun ve aşağıdaki tabloda da görüldüğü gibi uygun sonuçlar oluşturmak için elverişsiz olduğu söylenmektedir.

Tablo 3. Reasons-to-buy Analizi

Markayı tercih etme sebepleri	%(Frekans)	Alakalı nitelik alt limiti	Alakalı nitelik üst limiti
1.Marka kalitesi ve durumu	25%	Marka	Marka
2.Tarihi performans	5%	İşletme	İşletme
3.Marka imajı	15%	Marka	Marka
4.Modeller ve tasarım	40%	İşletme	Marka
5.Diğer sebepler	10%	İşletme	İşletme
Markayla alakalı frekansların toplamı		40%	80%

Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.82

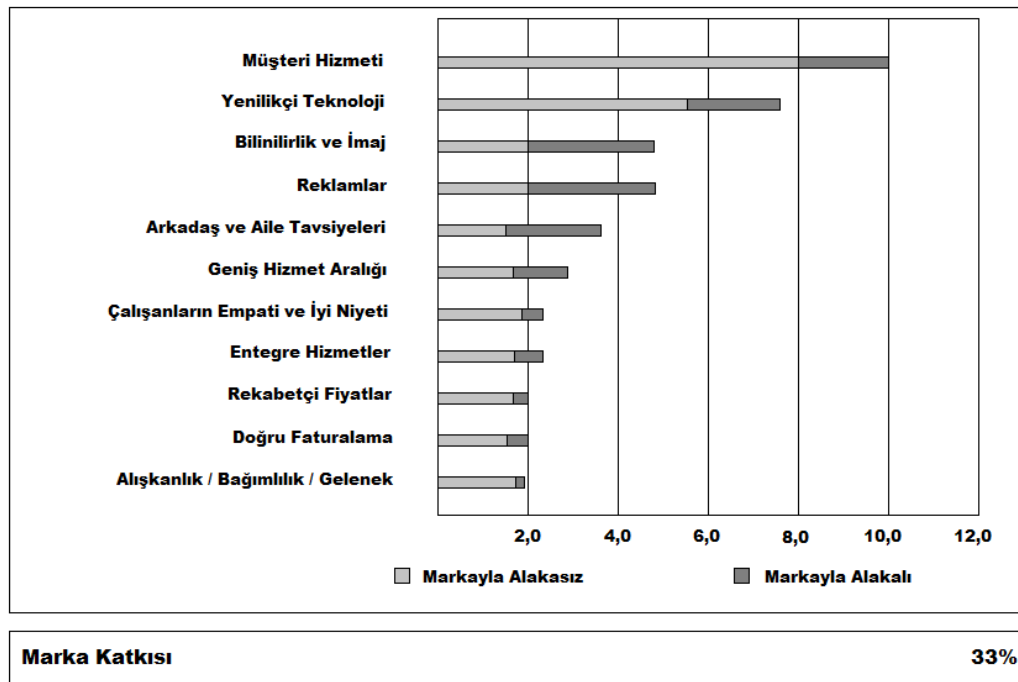
- *Nispi (relative) Teknikler:* Bu yaklaşımın uygulamasında iki yol kullanılmaktadır: birincisi markayı tüm ürün ya da hizmetle alakalı

¹¹⁸Gabriela Salinas, **International Brand Valuation Manual**, West Sussex, Wiley & Sons, 2009, s82.

özelliklere etki eden bir etken olarak görmekte, ikincisi ise markayı bağımsız bir özellik olarak değerlendirmektedir.

İlk nispi teknik, her talep faktörünün önemini sıralandırmaktadır her faktör için *nispi algı/marka katkısı*ni belirlemektedir. Bunun arkasından, nispi önemine göre, markanın katkısı her bir faktör için ağırlıklandırılır. Bu yaklaşım, markanın satın alma kararındaki her kilit özelliğin algısına bir etkide bulunduğunu kabul etmektedir.

Şekil 6. Müşteri Talebi Oluşturmada Markanın Rolü (1. Teknik)

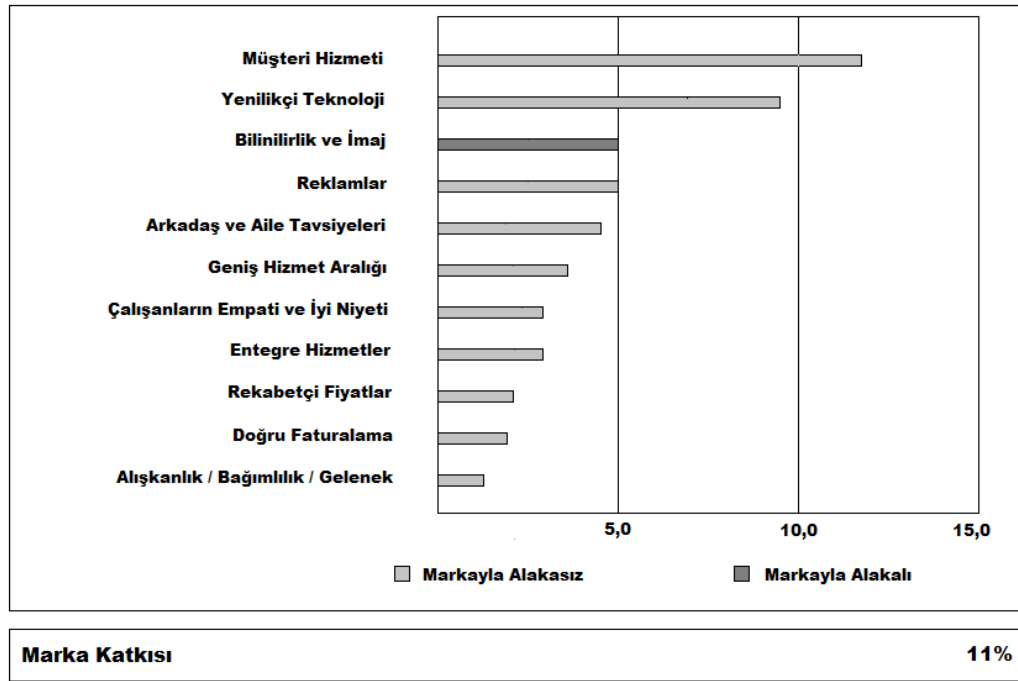


Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s84

İkinci teknikte ise, markanın da aralarında bulunduğu her bir talep faktörünün önemi belirlenmektedir. Marka diğer özelliklerin algısını etkilemeyen bağımsız bir özellik olarak değerlendirilmektedir. Markanın katkısı, markanın öneminin diğer özelliklere kıyasla ağırlığı olarak verilmektedir (Şekil 7).

Bu metoun en önemli avantajı, pazarlama bakış açısına göre, firmaya katma değer katan kilit talep faktörlerinin belirlenmesine çok uygun olmasıdır. Bununla birlikte, bu talep faktörlerinin belirlenmesi, marka değerlendirme prosedürlerinin uygulanmasını gerektirmemekle beraber, onun yerine basit bir piyasa araştırması ile elde edilebilmektedir. Ayrıca, markaya ait karların oranlarının bulunması kıyaslama gerektiren işlem ya da firma verilerine bağlı olmamaktadır.

Şekil 7. Müşteri Talebi Oluşturmada Markanın Rolü (2. Teknik)



Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s85

Talep faktörleri metodunun dezavantajlarının başında, bu metodu uygulayan firmaların hesaplama algoritmalarını açıklamamaları ve/ve ya bunları eldeki bilgilere bakarak duruma göre uygulamaları olmaktadır. Ayrıca talep faktörleri analizi tarafından elde edilen indeks genellikle, EVA, serbest nakit akımları satışlar gibi farklı temellere uygulanmaktadır. Markanın bir ürün özelliği olarak değerlendirildiği zamanki marka katkısını elde etmek için kullanılan istatistiksel regresyon tekniklerinin uygulanması da, bir diğer dikkat

çekilmesi gereken husustur. Bu teknik, ilk bakışta çok cazip görünmesine rağmen, Markayı bir ürün özelliğine benzetmek bir çok kavramsal probleme sebep olabilmektedir. Bu problemler aşağıdaki gibi sayılabilmektedir;

- Marka ve diğer özelliklerin birbiri arasındaki etkileşimin etkilerinin istatistiksel olarak ölçülmesi çok komplike olabilmektedir.
- Tüketici, belirli özelliklerdeki marka ile ilişkilendikçe, araştırma içinde yer alan değişkenlerin manipüle edilmesi, gerçekçi olmayan sonuçlara, analizin doğruluğunun tehlikeye girmesine sebep olabilmektedir.
- Bu analizlerin sonuçlarının genellikle bireysel değerleri işaret etmesi sebebiyle, stratejik ya da yönetimle ilgili amaçlar için daha uygun olmaktadır.
- Bu analizler, uygulamada subjektiflik problemlerine sebep olabilmektedir. Bunlar arasında, ek marka özelliği ile ilgili soruların formülasyonu, bağımsız değişkenlerin seçimi, uygulanacak regresyon analizinin tipi, faydayı ölçmek için kullanılacak çok özellikli model seçimlerinin sistematik hatalara neden olması, hesaplanan her hangi bir fayda indeksinin sadece markanın etkisini değerleyememesi yer almaktadır.

2.9.2.3.4. Brüt Marjın Uygun Rakiplerinkiyle Karşılaştırılması

Ölçek ekonomisi metodu olarak da bilinen bu teknik, güçlü markalara sahip olan ancak fiyat primi uygulayamayan firmalar tarafından tercih edilmektedir. Markaya ait olan ölçek ekonomisi değerinin elde edilmesi için, fiyat primi uygulamakta başarısız olan firmanın brüt işletme marjı ile, kıyaslanabilir rakiplerden sağlanan ortalama brüt marj karşılaştırılmaktadır. Daha sonra aradaki fark, marka ile alakalı net satışlarla çarpılmaktadır. Üretim ölçek ekonomisine dayalı markaya (m) ait kazançların matematiksel ifadesi aşağıdaki gibidir;¹¹⁹

¹¹⁹ Gordon V. Smith, **a.g.e.**, s.92

$$ESE_m = (GM_m - GM_c) \times S_m$$

ESE_m : Markaya ait ölçek ekonomisi kazançları

GM_m : Marka m'ye ile ilgili işletmeyle alakalı brüt marj

$$GM_m = \left(\frac{GP_m}{S_m} \right)$$

GM_c : Kıyaslanabilir rakiplerden elde edilen ortalama brüt marj

$$GM_c = \frac{\sum_{i=1}^n GP_i}{\sum_{i=1}^n S_i}$$

S_m : Marka m ile alakalı işletme net satışları

S_i : n sayıdaki kıyaslanabilir rakipten i rakibinin işletme sen satışları

GP_i : n sayıdaki kıyaslanabilir rakipten i rakibi ile ilgili brüt kar

$$GP_i = S_i - CGS_i$$

CGS_i : n sayıdaki kıyaslanabilir rakipten i rakibine ait marka altında satılan malların maliyeti

GP_m : Marka m altında satılan ürünler ile ilgili brüt kar

$$GP_m = S_m - CGS_m$$

CGS_m : Marka m altında satılan malların maliyeti

Bu teknik, brüt marjlar arasındaki farkın, baskın bir piyasa pozisyonuna sahip olması itibarıyla marka m'nin üretimdeki ölçek ekonomisi karlarını elde etmesinden kaynaklandığını varsaymaktadır. Diğer bir deyişle, eğer brüt marj, rakiplerin ortalama marjıyla aynı olacak olursa, marka m ile ilgili işletme daha az ESE_m kazanmaktadır.

Marka değeri, markaya ait vergi sonrası karın bugünkü değeri olarak hesaplanmaktadır. Bu teknik, maliyet avantajlarını değerlendirdiği için, fiyat avantajlarını kullanamayan markalar için kullanışlı olmaktadır. Ancak, brüt

marjı etkileyebilecek olan markayla ilgisi olmayan değişkenleri değerlendirmede için, eksik ya da fazla değerlemeler olabilmektedir.

2.9.2.3.5. Faaliyet Karının Uygun Rakiplerinkiyle Karşılaştırılması

Faaliyet karı karşılaştırmaları, brüt marj karşılaştırmalarından çok daha karmaşık uygulamalardır ve daha geniş bir marka avantajları skalası izlemektedir. Gerçekten güçlü bir marka, daha az tutundurma, idari ve genel harcamayla karlılığını artırabilmektedir; bu konseptler satılan malların maliyetine dahil edilmemektedir. Bu faktörleri dikkate almanın bir yolu da, markalı işletmenin faaliyet karı düzeyini (FVÖK) kıyaslanabilir firmalarinkiyle kıyaslamaktır. Marka değeri ise bu bağlamda, markaya ait vergi sonrası faaliyet karının bugünkü değeri olarak hesaplanmaktadır. Bu yaklaşımın matematiksel ifadesi ise aşağıdaki gibi olmaktadır;¹²⁰

$$FVÖK = \left[\left(\frac{FVÖK}{S} \right)_m - \left(\frac{\sum_{i=1}^n \left(\frac{FVÖK}{S} \right)_i}{n} \right) \right] \times S_m$$

$FVÖK_m$: Markaya ait olan faaliyet karı

$\left(\frac{FVÖK}{S} \right)_m$: Faaliyet karı – markalı işletme satışları oranı.

$\left(\frac{\sum_{i=1}^n \left(\frac{FVÖK}{S} \right)_i}{n} \right)$: Kıyaslanabilir rakiplerden elde edilen ortalama faaliyet

karı – satışlar oranı.

S_m : Markalı satış hasılatı

Bu yaklaşımın, marka avantajlarını ölçek ekonomisi ve fiyat primi tekniklerinden daha geniş bir skalada değerlendirmesi bir avantaj olmakla birlikte, teknikte kullanılanlardan başka markayla alakası olmayan

¹²⁰ Gordon V. Smith, a.g.e., s.95

değişkenleri nazara almadığı için eksik ya da fazla değerlemeye sebep olabilmektedir.

2.9.2.3.6. Jenerik Ürünün Teorik Karı İle Karşılaştırma

Bu metot marka değerini, markalı firma ile markasız (jenerik) firma arasındaki faaliyet karı farkı ve bu farkı bir katsayı ile çarparak değerlendirmektedir. Literatürde bu tekniğe dayalı üç adet model bulunmaktadır: bunlar Financial World, Interbrand, ve Global Brand Equity tarafından geliştirilmiştir. Bu modeller, markanın faaliyet karı analizi ve benzer jenerik ürünün analizine dayandırılmaktadır. Markaya ait karlar, iki yoldan birisiyle bulunmaktadır:¹²¹

- Markalı işletme FVÖK'ünden, eşdeğer jenerik ürüne ait olan FVÖK'ün çıkartılması yoluyla. Eşdeğer jenerik ürün için karın hesap edilmesinde, sermaye karlılığını %5 ve sermaye ile satışlar oranının sektördeki medyan oranına eşit olduğu varsayılmaktadır.
- Markalı işletme FVÖK'ünden, eşdeğer jenerik ürüne ait FVÖK ve kaynakların karşılığının çıkarılması yoluyla.

Eşdeğer jenerik ürüne ait FVÖK'ün hesaplanması;

$$FVÖK_{eq} = Med\left(\frac{CE}{S}\right)_s \times S_m \times RCE(\%5)$$

FVÖK_{eq}: Eşdeğer jenerik ürüne ait FVÖK

Med (CE / S)_s: Sermaye il sektördeki satışların medyan oranı

VS_m: Markalı ürünün satışları

Med (CE / S)_s×S_m: VS_m satış hacmine ulaşmak için gereken sermaye yatırımı

RCE (Return on Capital Employed): %5 olarak alınmaktadır.

¹²¹ Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.93

Kavramsal olarak, markalı ürün ile markasız ürüne ait olan karların kıyaslanması mantıklıdır. Yine de uygulamada, güvenilir verilerin elde edilmesi ve markasız firma değerlendirmeleri çok zordur. Ayrıca FVÖK farkının rakamlaştırılmasının subjektiflik derecesi yüksek bir prosedür olduğu kabul edilmektedir.

2.9.2.3.7. Kıyaslanabilir (benchmark) Firma İle Nakit Akışı ya da Gelir Farkı (Çıkarma Yaklaşımı)

Bu tekniğe göre, markası değerlendirilmek istenen firma ile kıyaslanabilir firmaların nakit akışları arasındaki fark tamamiyle marka faktörüne ait olmaktadır. Tekniğin en önemli avantajı, çok basit bir teknik olmasıdır ancak bu basitlik, nakit akışı farklarının makul suretle bir tek markaya ait olamamasından dolayı etkisini kaybetmektedir. Dolayısıyla bu yaklaşımın nakit akışı farklarını etkileyecek olan diğer değişkenleri hesaba katmaması en büyük dezavantajı olmaktadır. Kıyaslanabilir markasız firmaların bulunmasının zor ve uygulamada markasız firmanın daha yüksek nakit akışlarına sahip olabilecek olması bu tekniğin uygulanmasını güçleştirmektedir.¹²²

2.9.2.3.8. Artan Nakit Akışının Bugünkü Değeri

Markaya ait geliri hesaplamaya dayalı bir metottan ziyade, bu yaklaşım başlı başına bir değerlendirme tekniğidir. Firma değeri indirgenmiş nakit akışları yaklaşımına göre markalı ve markasız olarak hesaplanmakta, aradaki var da marka değerini vermektedir. Marka ait olan gelir, markanın artan büyüme oranları, artan reklam harcamaları ya da düşük risk gibi farklı değer faktörlerine olan etkisinin değerlendirilmesi yoluyla bulunmaktadır. Metot, kavramsal olarak akla uygun olmasına rağmen, marka işletme değeri kaldırmaçlarına olan etkisini doğru biçimde yansıtmak kolay bir işlem değildir.

¹²² Gordon V Smith, Russell L Parr, **a.g.e.** s.258.

2.9.2.3.9. Fazla Kazanç

Bu teknik, tüm maddi olmayan kaynaklar üzerinden elden edilen fazla kazançları, firmanın toplam getiri oranından fiziksel ya da finansal varlıklar üzerinden sağlanan normal getirilerin çıkarılması ile bulmaktadır. Böyle olunca, fazla kazanç tekniği belirli bir maddi olmayan duran varlığın değerinin hesaplanması için kullanışlı olmamaktadır. Değerlenmek istenen maddi olmayan duran varlığa ait bir parça fazla kazancı hesaplamak için, öncül bir çalışma gerekmektedir. Bu bölüştürme işlemi, analistin tecrübesi temeline bağlı olarak yapılmaktadır. Her analistin farklı sonuçlara ulaşabileceğinden dolayı, bu işlemin objektif bir süreç olduğunu söylemek zordur.

Bu tekniğin uygulamasında farklı yöntemler kullanılmaktadır;¹²³

- U.S. Gelir Kararı 68-609
- Baruch Lev'in Maddi Olmayan Duran Varlık Tablelası
- Yatırım Karlılığı Analizi

2.9.2.3.9.1. U.S. Gelir Kararı 68-609

Formül yaklaşımı olarak da bilinen bu teknikte, maddi olmayan duran varlıklar net duran varlıkların karlılığından elde edilen fazla getirinin bulunmasıyla değerlendirilmektedir. Bu yaklaşımın uygulanmasında izlenen adımlar aşağıdaki gibi olmaktadır;

- Tarihi vergi öncesi kazançların normalize edilmesi ve vergilerin normalize edilmiş vergi öncesi kazançlara göre tekrar hesaplanması
- Firmanın net maddi duran varlıklarının değerinin belirlenmesi
- Firmanın net maddi duran varlıklarının değerlendirme günündeki kabul edilebilir karlılıklarının bulunması. Ortalama yıllık maddi olmayan maddi duran varlıkların karlılığı (getiri oranı), değerlemenin yapıldığı

¹²³ Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.97

zamanki endüstrinin normal karlılığı (getirisi) olmalıdır. Böyle bir bilgiye sahip olunmadığı zaman, işletme riskine bağlı olarak, %8 ya da %10 olarak alınabilmektedir.

- Kabul edilebilir marjın bulunması için ikinci aşama (firmanın ne maddi duran varlığının değeri) ile üçüncü aşamanın (kabul edilebilir karlılık/getiri oranı) çarpılması
- Firmanın fazla getirini bulmak için normalize edilmiş net kazançlardan kabul edilebilir karlılığın çıkarılması
- Firmanın fazla kazançları için, uygun bir aktifleştirme oranının belirlenmesi. İşletme riskine bağlı olarak bu oran, %15 ile %20 olarak değişmektedir.
- Fazla kazançların aktifleştirilmesi (her bir değerın aktifleşme oranına bölünmesiyle bulunmaktadır.)

2.9.2.3.9.2. Baruch Lev'in Maddi Olmayan Duran Varlık Tabelası

New York Üniversitesi'nden Baruch Lev'in kendi Bilgi Sermayesi Tabelası ve Maddi Olmayan Duran Varlık Tabelası kavramlarını fazla kazanç tekniğine bağlı olarak geliştirmiştir. Burada, U.S. Gelir Kararı 68-609'dan farklı olarak maddi olmayan duran varlığın kabul edilebilir karlılık oranı %8 ya da %10 olarak değil, vergi sonrası karlılığını fiziksel varlıklar için %7, finansal varlıklar için ise %4,5 olarak kabul etmiştir.

2.9.2.3.9.3. Gerekli Yatırım Karlılığı Analizi

Bu teknik, daha önceki iki tekniğe göre bir adım daha giderek, entelektüel mülkiyet bazlı kazançları, çeşitli entelektüel mülkiyet varlıklarını bölüştürmektedir. Tekniğe göre, kendisini oluşturan varlıkların kullanımından kaynaklanan (markaya ait olan getiriler gibi) toplam işletme gelirleri, diğer varlıkların beklenen karlılıkları/getirileri baz alınarak isole edilebilmektedir. Kazançların farklı varlık kategorilerine bölüştürülmesi, varlıkların bağlı değerlerine ve risklerine göre yapılmaktadır.

Fazla kazanç yaklaşımı, kavramsal olarak akla yatkın bir teknik olmasına rağmen, karlılık/getiri oranlarının her bir maddi olmayan duran varlığa atanması sübjektif bir işlemdir. Değerli markalara, sayısız eskimiş fiziksel varlığa ve nakit fazlasına ait işletmelerde, artık varlıklara atanan yüksek karlılık oranı sebebiyle marka olurundan düşük değerlendirilmektedir.

2.9.2.3.10. Reel Opsiyonlar

Kıyaslanabilir ticari işlemlerin olmadığı durumlarda, reel opsiyon modelleri markanın royalti oranının belirlenmesinde kullanışlı olabilmektedirler. Bir opsiyon, esasında, seçim hakkı olmaktadır. Finansal opsiyonlar ise, belirli bir zaman periyodunda ya da verilmiş bir tarihte daha önceden sabitlenmiş bir fiyat altında, zorunluluk olmadan satın alma ya da satma haklarını taşıyan kontratlardır. Reel opsiyonlar teorisi, finansal opsiyon değerlendirme araçlarını, finansal olmayan varlıklara uygulamaktadır. Marka da, sahibine aşağıda verilen reel opsiyonlar seti sağlayan bir varlık olarak düşünülebilmektedir;

- Jeografik büyüme
- Dağıtım kapsamının genişletilmesi ile elde edilen büyüme
- Yeni formatlar kullanarak elde edilen büyüme
- Markayı yeni kategorilere genişleteren elde edilen büyüme
- Vazgeçmek vb.

Yine de uygulamada, reel opsiyonlar metodu, marka değerlemesinde çok sık kullanılmamaktadır. Bir opsiyon değerlemesinde, aşağıdaki değişkenler belirlenmez zorundadır.

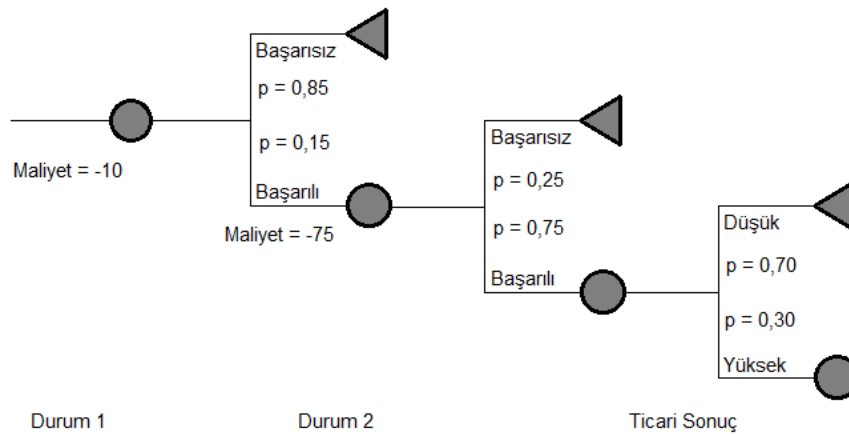
- Risksiz faiz oranı (r_f)
- Varlığın gizli oynaklığı (volatilitesi) (σ^2)
- Mevcut kullanma fiyatı (E)
- Varlığın mevcut piyasa değeri (S)
- Bitme tarihi (t)

Buradaki en önemli varsayım, marka sahibinin kontrat sona erdiği zaman marka lisansını bitirme ya da yenileme opsiyonunun olmasıdır. Varlığın değeri, lisans kontratından elde edilecek nakit akışları, marka geliştirme maliyeti ise kullanma fiyatı olmaktadır. Bu metot, marka genişlemesinin potansiyel değerini ölçmek için kullanışlı olabilmektedir ama yaklaşımın varsayımlar içermesi uygulamasını çok zor kılmaktadır.

2.9.2.3.10.1. Binom Metodu

Binom değerlendirme metodu, reel opsiyonların değerinin belirlenmesinde kullanılmaktadır. Metot, varlığın iki muhtemel fiyatı olabileceğinden yola çıkarak, belirli bir zaman periyodundaki fiyat hareketlerini tanımlar (Şekil 8).

Şekil 8. Reel Opsiyon Analizinde Kullanılan Ağaç Diyagramı



Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s106

Binom metodunun uygulama metodolojisi, aşağıdaki aşamalarla detaylandırılabilir:

- Tüm uygun muhtemel kararları içeren ağaç diyagramının oluşturulması.

- Her bir nod için fayda fonksiyonunun (ya da beklenen değerin) ve meydana gelme olasılığının kullanılması. Meydana gelme olasılığı belirli riski temsil etmektedir.
- Herhangi bir karar nodundaki en yüksek değerli kolun seçilmesi
- Ağacın sonunda, WACC ile sonucun iskonto edilmiş değerin belirlenmesi

2.9.2.3.10.2. Black-Scholes Modeli

Black-Scholes formülü, alım opsiyonlarının değerini hesaplamak için kullanılmaktadır.

$$c = s\varphi(d_1) - xe^{-rt}\varphi(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln(s/x) + (r + \sigma^2/2)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

s: varlığın fiyatı

x: kullanma fiyatı

r: risksizlik oranı

t: bitme tarihi

σ : varlığın gizli oynaklığı (volatilitesi)

φ : standart normal olasılık yoğunluğu formülü

2.9.3. Marka Değeri Hesaplama Metodları ve Sağlayıcıları

Bu bölümde, dünya çapındaki değerleme hizmeti sağlayıcılarının marka değerlemesinde kullandıkları prosedürler ve akademik çevrelerce geliştirilen marka değerini hesaplama modelleri incelenmeye çalışılacaktır.

Her model, bir bölüm önce verilen genel yaklaşımlar çerçevesinde metodolojik olarak açıklanacak ve avantaj ve dezavantajları sıralanacaktır.

2.9.3.1. AUS Danışmanları Modeli

AUS Danışmanları modeli, büyük ölçüde gelir yaklaşımı baz alınarak geliştirilmiş bir marka değerlendirme tekniği olmaktadır. AUS Danışmanları işletmesi marka değerlemelerini piyasa işlemlerinin karşılaştırılması, fiyat primi, brüt marj avantajı, faaliyet marjı avantajı, royalti ve indirgenmiş nakit akımları tekniklerinin hepsini uygulayarak yapmalarına karşın en uygulanabilir modeli serbest nakit akımları ile markayla alakalı olmayan varlıkların karlılığı/getirisi arasındaki farkı temel alan modeldir. Bu metodolojinin uygulanabilmesi için, işletmenin değeri, işletmenin yarattığı gelir, varlıkların değeri ve getirileri bilinmelidir.¹²⁴

2.9.3.2. BBDO Modelleri

BBDO bağımsız olarak iki, Ernst&Young ile birlikte de bir marka değerlendirme modeli geliştirmiştir. Gelir ve piyasa yaklaşımları temelinde geliştirilen bu modeller aşağıdaki gibi olmaktadır;

- BEES, Brand Equity Evaluation System (Marka Ederi Değerlendirme Sistemi)
- BEE, Brand Equity Evaluator (Marka Ederi Değerlendiricisi)
- BEVA, Brand Equity Valuation for Accounting (Muhasebe için Marka Ederi Değerlemesi)

¹²⁴ Gordon V. Smith, **a.g.e.**, s.150

2.9.3.2.1. BEES

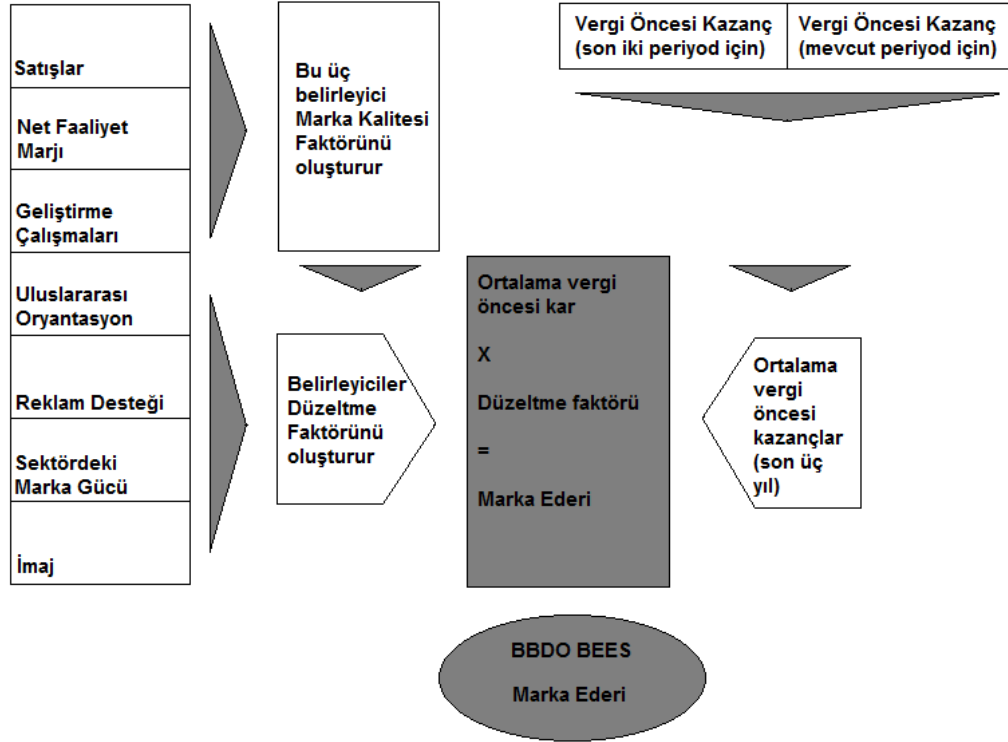
Bu model ilk başta, sekiz marka markası belirleyicisini ortaya çıkarmaktadır. Bu sekiz belirleyici ise aşağıdaki gibidir;¹²⁵

- Marka satışları
- Net faaliyet marjı
- Marka geliştirme perspektifleri
- Uluslararası oryantasyon
- Reklam yatırımları
- Sektördeki marka gücü
- Marka imajı
- Vergi öncesi kazançlar

İkinci aşamada, marka çevresini oluşturan belirleyiciler (satışlar, net faaliyet marjı, geliştirme perspektifi) marka kalite faktörünü oluşturmak için birleştirilmektedir. Daha sonra bu faktörle beraber kalan diğer 4 faktör, vergi öncesi kazançlar için çarpan olarak kullanılmak üzere düzeltme faktörünü meydana getirmektedirler. Markanın ekonomik değeri, son üç yıldaki vergi öncesi gelir ile düzeltme faktörü ile bulunmaktadır.

¹²⁵ Reiner Zimmermann, ve diğerleri, **a.g.e.**, s.42.

Şekil 9. BBDO BEES Modeli



Kaynak: Reiner Zimmermann ve diğerleri, **a.g.e.**, s.42

Model içerisinde geçen marka ederi terimi, marka değeri ile aynı anlamda kullanılmıştır. BBDO, sekiz marka ederi belirleyicisinin nasıl bir araya getirilip düzeltme faktörünün ya da gelir katsayısının hesaplandığını belirtmemiştir. Uzmanlar bu modelin kurumsal markaları değerlemek için hizmet verdiğini söylerken, belirleyicilerin büyük çoğunluğu ürün markalarıyla alakalıdır.

2.9.3.2.2. BEE

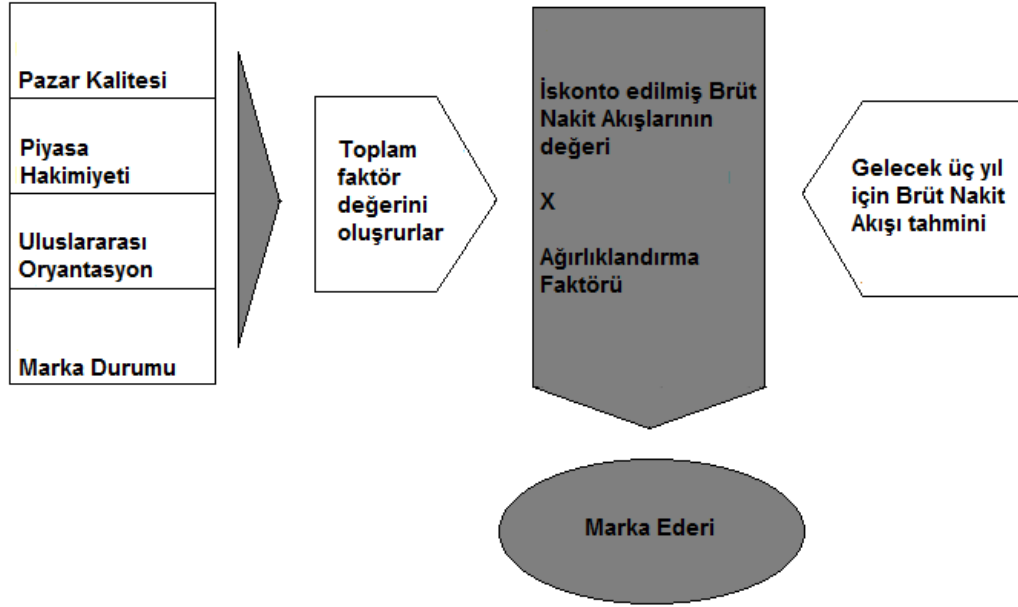
Bu model, bir önceki bölümde anlatılan BEES modeli baz alınarak oluşturulmuştur ve aşağıdaki dört aşamayı içermektedir.¹²⁶

- Marka ederi ya da marka değeri belirleyicilerinin ölçülmesi (piyasa hakimiyeti, uluslararası oryantasyon, marka durumu, pazar kalitesi).

¹²⁶ Reiner Zimmermann, ve diğerleri, **a.g.e.**, s.43.

- Marka iskonto oranının hesaplanması
- Brüt nakit akışının bugünkü değerinin hesaplanması
- Markanın bugünkü değerinin hesaplanması

Şekil 10. BBDO BEE Modeli



Kaynak: Reiner Zimmermann ve diğerleri, **a.g.e.**, s.44

Marka kalitesi belirleyicisi, markanın faaliyette bulunduğu çevreyi temsil etmekte ve aşağıdaki belirleyiciler ile ölçülmektedir.

- *Endüstri Satışları:* (büyüme, trendler vb.) Son üç yıldaki ortalama satışların büyüme oranı olarak açıklanmaktadır ve markanın satış potansiyelinin belirleyicisi olarak kullanılmaktadır.
- *Endüstri Net Faaliyet Marjı:* Son üç yıl içi satışların ortalama karlılığı/getirisi olarak ifade edilmektedir.
- *Hangi sektörün marka lideri olduğunun derecesi:* Toplam satışların bir oranı olarak, sektördeki reklam yatırımları olarak ölçülmektedir.

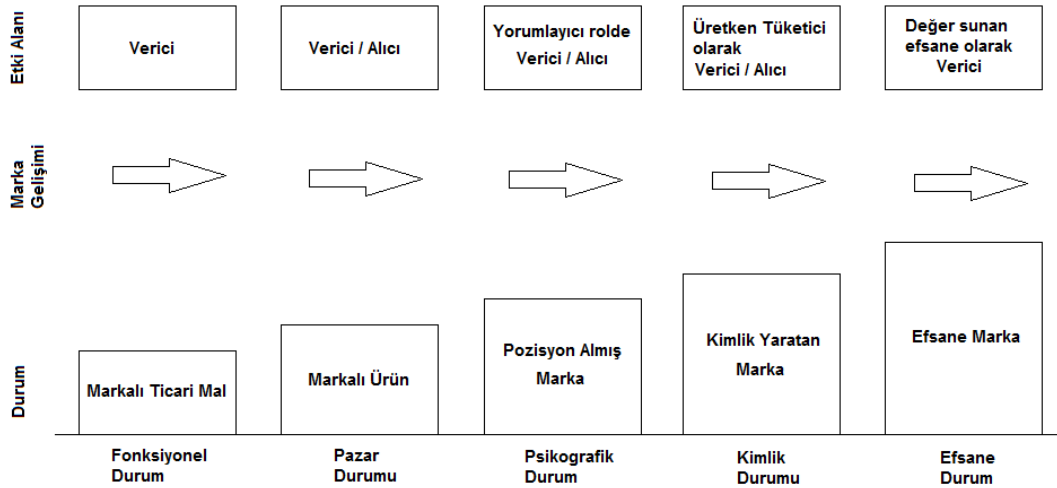
Piyasa hakimiyeti faktörü, aynı sektörde bulunan rakiplere kıyasla, satışlar bazında markanın sahip olduğu bağıl güç olarak ifade edilmektedir.

Bu oran, markanın uygun piyasayı kontrol etme kapasitesinin belirleyicisi olarak da düşünülmektedir. Bu değerlendirme markanın satışlarının sektördeki lider firmaya göre oranına göre yapılmaktadır.

Uluslararası oryantasyon faktörü, markanın uluslararası satışlarının toplam satışlarını oranı olmaktadır. Bu faktör, markanın küresel gelişim potansiyelinin belirleyicisi olarak görülmektedir.

Marka durumu ise, tüketici bakış açısına göre, markanın çekiciliği ve marka gücü olarak açıklanmaktadır. Marka durumunun belirlenmesi için BBDO Beş-Seviye Modeli kullanılmaktadır (Şekil 11).

Şekil 11. Beş-Seviye Modeli



Kaynak: Reiner Zimmermann ve diğerleri, **a.g.e.**, s.16

İskonto oranının hesaplanmasında sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli kullanılmaktadır. Markaya ait nakit akımlarını iskonto etmek için, vergi öncesi özsermaye iskonto oranı kullanılmaktadır. Piyasa risk primi, markaya özel risk priminden uyarlanmaktadır. Bu modelde, iskonto oranının hesaplanmasında iki ayrı senaryo bulunmaktadır;

- Kurumsal marka değerlemesinde firmanın betası, eğer marka firma varlıklarının belirli bir bölümünü oluşturuyorsa, markanın iskonto oranının hesap edilmesinde uygulanmaktadır ($\beta_{\text{marka}} = \beta_{\text{firma}}$).
- Ürün markası değerlemesinde, marka için ayrı bir beta hesaplanmalıdır. Ancak BBDO bu işlemin çok zor bir süreç olduğunu, bunun yerine aynı sektördeki kıyaslanabilir firmalardan elde edilen betaların ortalamasının uygulanabileceğini söylemektedir.

Satın alma ve birleşme işlemlerinde marka değerlemesi için, BBDO net bugünkü değer tekniğini kullanmaktadır ve parasal bazda üç yıllık öngörülen brüt nakit akım hesaplamaktadır. Bu nakit akımı, bugünkü değeri elde etmek için, sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli temelli iskonto oranında indirgenmektedir. Son olarak ilk basamakta marka ederi belirleyicileriyle elde edilen değer, ağırlıklandırma faktörü olarak, iskonto edilmiş brüt nakit akımlarının bugünkü değeri için kullanılmaktadır.

Bir önceki modelde olduğu gibi bu model de marka ederi kavramı marka değeri anlamında kullanılmıştır. Uzmanlar modelin hem kurumsal hem de ürün markalarına adapte edilebileceğini söylerken, marka değeri belirleyicileri sadece ürün markalatı için anlam ifade etmektedir. BBDO marka değeri belirleyicilerinin seçiminde değerlemenin amacının ve hangi tür markanın değerinin hesaplanacağını baz alındığını söylemektedirler. Ancak, bu dört belirleyiciden başka belirleyicilerin olup olmadığı açık değildir.

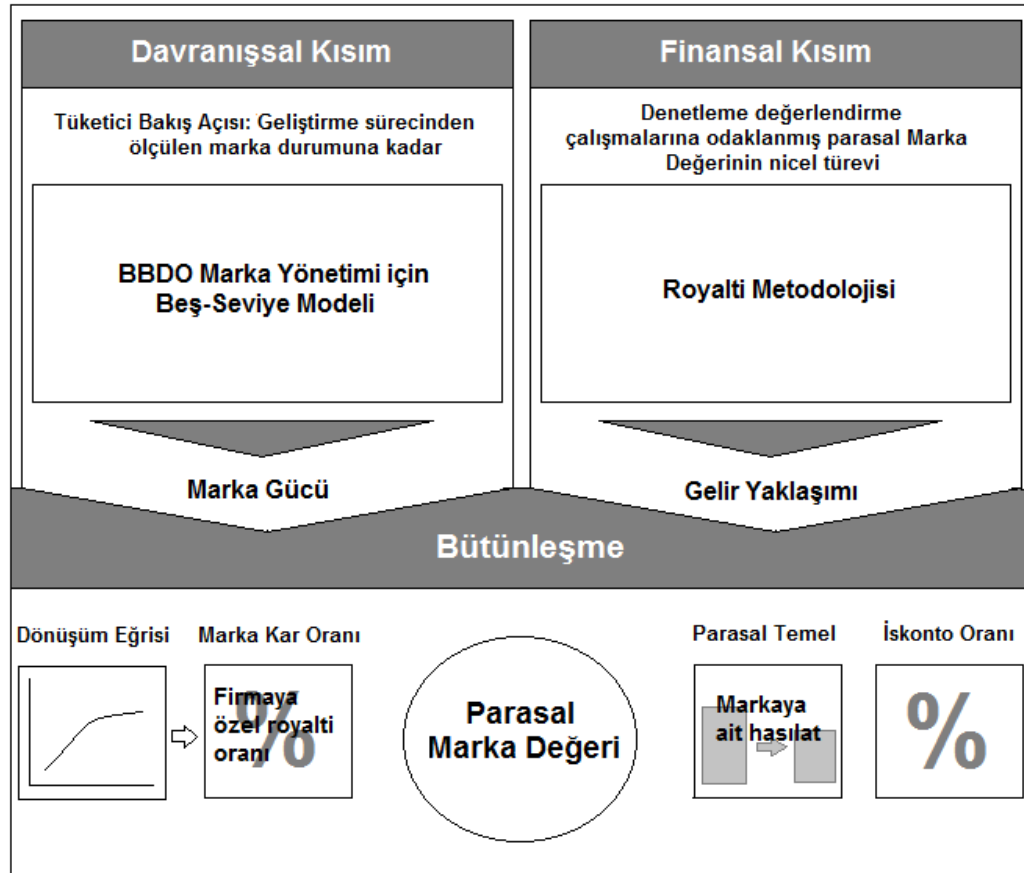
2.9.3.2.3. BEVA

BBDO ve Ernst&Young firmaları tarafından birlikte geliştirilen bu model ile birlikte, hem muhasebe hem de pazarlama ihtiyaçlarını karşılaması amaçlanmıştır. BEVA modeli BBDO menşeli pazarlama merkezli bakış açısı ve marka yönetimi bakış (BBDO Marka Yönetimi Beş-Seviye Modeli) ile

Ernst&Young'ın sağladığı sayısal ve muhasebe bakış açısını (royalti metodu) birleştirmektedir.¹²⁷

Marka gücü, tüketici araştırmaları temel alınarak BBDO'nun beş-seviye modeli ile belirlenmektedir. Pazar royalti oranları ve markanın endüstrideki uygunluğu göz önüne alınarak, marka gücü, firmaya özel royalti oranı haline getirilmektedir. Ne BBDO ne de Ernst&Young bu dönüşümün arkasındaki algoritmayı açıklamışlardır. Şekil 12'de özetlenen metotta, bu dönüşüm ve değişkenleri S-eğrisi olarak gösterilmiştir.

Şekil 12. BBDO BEVA Modeli



Kaynak: Reiner Zimmermann ve diğerleri, **a.g.e.**, s.47

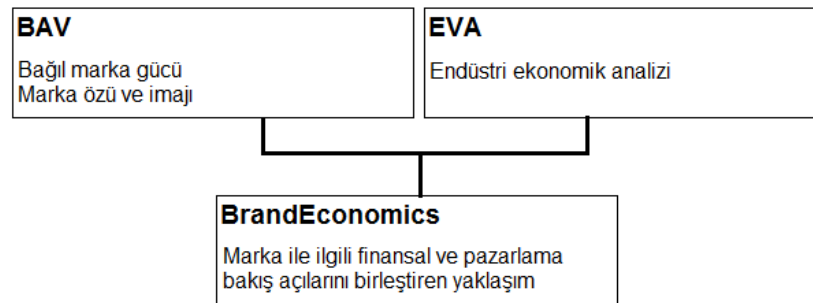
¹²⁷ Reiner Zimmermann, ve diğerleri, **a.g.e.**, s.44.

Finansal aşamada, markalı satışlar muhasebe bilgilerine göre hesaplanmaktadır. Özel royalti oranları, marka gelirini elde etmek için kullanılmaktadır. Ayrıca, marka gelirin uygulanmak istenen marka riski ile gözden geçirilmiş iskonto oranı hesaplanmaktadır. Marka değeri, marka gelirin iskonto edilmesi ve iskonto edilmiş marka gelirin eklenmesi yoluyla bulunmaktadır. Finansal kısım içerisinde, stratejik seçeneklerin değeri de marka değerine eklenebilmektedir (marka genişlemesi değeri gibi). Model marka için sonsuz ya da belirsiz olarak bir ömür belirlemelidir.

2.9.3.3. BrandEconomics Modeli

BrandEconomics, Stern Stewart & Co.'nun marka danışmanlığı bölümü olmaktadır. Bu bölümde anlatılacak çeşitli çalışmalar ışığında BrandEconomics, marka gücü ve işletme değeri arasında güçlü bir korelasyon olduğu varsayımıyla bu marka değeri hesaplama yöntemini geliştirmiştir. Marka kariyla yola çıkmak yerine, bu model işletme değeri yaratmada markanın rolünün tespit edildiği tündengelim bir yaklaşım kullanmaktadır. Bu marka değerlemesi yaklaşımı, Stern Stewart'ın EVA modeli ile Young&Rubican'nın Brand Asset Valuator (BAV) modeli metodolojilerini bir araya getirmiştir (Şekil 13).¹²⁸

Şekil 13. BrandEconomics



Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.132

¹²⁸ Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.132

Bu modelin metodolojisi beş aşamadan oluşmaktadır. Bu aşamalar şöyle sıralanmaktadır;

- Belirlenen bir kategoride faaliyet gösteren firmaların girişim değerinin ya da tüm pazarın iki alana ayrılması: maddi sermaye ve maddi olmayan değer.
- Marka sağlığındaki farklılıkların maddi olmayan değer farklılıklarını açıklama derecesinin belirlenmesi. (markanın sektördeki rolünün belirlenmesi gibi)
- Değerinin hesaplanması istenen markanın marka sağlığının hesaplanması.
- EVA-BAV matrisi ile markaya sahip olan firmaya ait maddi olmayan değer katsayısının (yıllık satış katsayısı) belirlenmesi.
- Markanın esas değerinin, markanın sektördeki rolü, markanın maddi olmayan varlık katsayısı ve yıllık satışlarının bir fonksiyonu olarak hesaplanması.

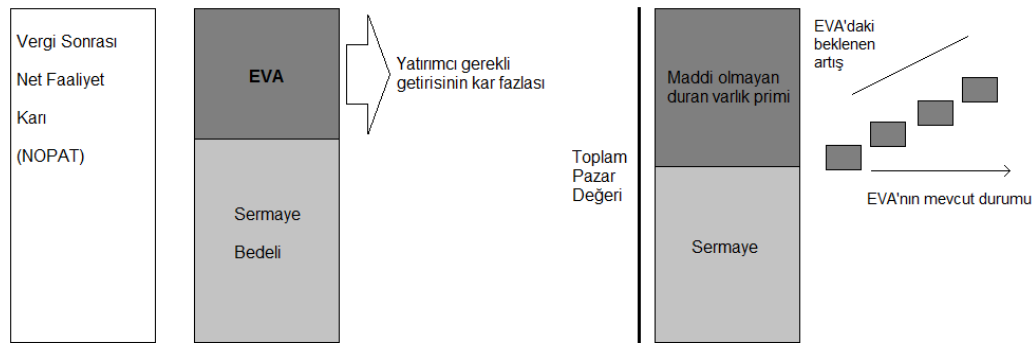
Değerleme süreci, tüm pazarın ya da girişim değerinin (hisse senetlerinin piyasa değeri ile borçların defter değerinin toplamı), maddi sermaye ve maddi olmayan değer olarak ayrıştırılması ile başlamaktadır. Bu kavramlar şöyle açıklanabilir;

- *Maddi Sermaye*: Şerefiyeyi dışarıda bırakmaktadır ve mülkiyet, tesis ve ekipmanların defter değeri ve net işletme sermayesi olarak tanımlanabilmektedir.
- *Maddi Olmayan Duran Varlık Değeri*: Toplam pazar değerinin, maddi varlıkların değerinin düşürülmüş hali olmaktadır. Maddi olmayan değer tanımı, maddi olmayan duran varlıkların, sermaye maliyeti kadar bir getiri kazanacağını varsaymaktadır.

Bu iki tanımdan hareketle, model şu sonuca varmaktadır;

- Pazar değeri ile maddi sermaye defter değeri arasındaki herhangi bir varyasyon, maddi olmayan duran varlıkların kara katkısını yansıtmaktadır.
- EVA değeri modeline göre maddi olmayan duran varlık değeri, öngörülen nakit akımlarının bugünkü değerinin matematiksel eşdeğeri olan şimdiki ve öngörülen EVA'nın bugünkü değeri olmaktadır.

Şekil 14. BrandEconomics Modelinde EVA'nın rolü



Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.135

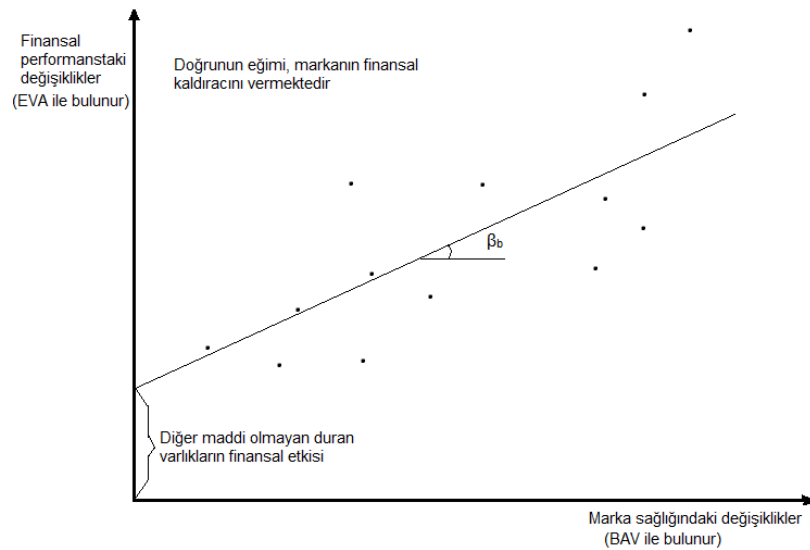
BrandEconomics, markanın sektör içerisindeki rolünü, marka sağlığı BAV ölçümlerinin maddi olmayan varlık değerleri üzerindeki etkisini hesaplamak için çok değişkenli regresyon tekniklerini kullanarak modellemektedir. Bu modelleme sadece markanın sektör içerisindeki rolünün belirlenmesini değil, aynı zamanda BAV'ın marka sağlığını tanımlayan belirli parametre ve imaj özelliklerinin belirlenmesini de sağlar.

Bu yolla, model ekonomik performansdaki değişikliğe karşılık marka sağlığındaki değişikliğin bağıl etki değerinin hesaplanmasını sağlamaktadır. Bu belirleyici, sadece belirli bir marka için değil, daha ziyade sektörün tamamı için geçerli olmaktadır. Bu analizde markanın ekonomik performans üzerindeki etkisi, diğer maddi olmayan duran varlıkların etkisinden ayrılmaktadır. Şekil 15'te, regresyon doğrusunun eğiminin marka kaldırıcının derecesini (β_b) verdiği marka sağlığındaki değişiklikler ile finansal performansdaki değişikliklerin grafiksel tasviri verilmiştir.

Daha önce de bahsedildiği gibi, marka gücünün belirlenmesinde BAV metodolojisi kullanılmaktadır. Bu bağlamda Young & Rubicam marka sağlığının 4 sütundan oluştuğunu belirtmektedir. Bu sütunlar şunlardır; (Şekil 16)

- *Farklılık*: Pazar içerisinde, markanın kendine özgülüğünü ölçmektedir.
- *Uygunluk*: Markanın tüketiciler açısından nasıl bir anlamı ya da uygunluğu olduğunu ölçmektedir.

Şekil 15. BAV ve EVA Veritabanlarına Göre Marka Sağlığı ile Finansal Performans Arasındaki İlişki



Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.136

- *İtibar*: Markanın iyi bir üne sahip olup olmadığını ve kendi kategorisinde en iyisi olarak değerlendirilip değerlendirilmediğini ölçmektedir.
- *Bilgi*: Halkın markanın konseptini ve neyi temsil ettiğini ne kadar anladığını ölçmektedir.

Bu bileşenler tüketicilerden çeşitli marka elementlerini değerlendirmelerinin istendiği araştırmalar ile belirlenmektedir. Model, markanın gelecekteki büyümesinin anahtar belirleyicisi olan marka gücünü

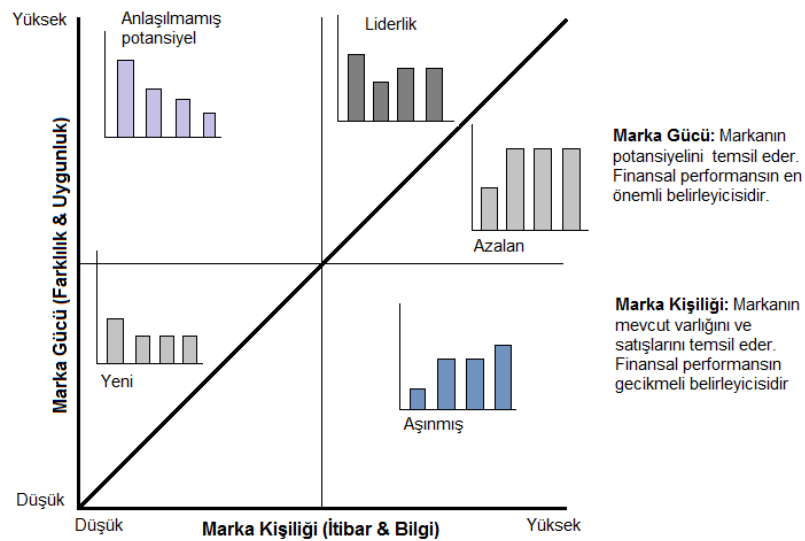
meydana getiren farklılık ve uygunluk bileşenlerini gruplamaktadır. İtibar ve bilgi marka kişiliğini şekillendirmekte ve marka varlığını temsil etmektedir. Bu bileşenlerinin ayrı ayrı ve birbiriyle iç içe geçmiş bir şekilde değerlerinin belirlenmesi elli iki kritere bağlı kalınarak belirlenmektedir. Ancak bu kriterlerin nasıl belirlendiği ve nasıl bir araya getirildiği belli değildir. Marka BAV ile analiz edilerek “Marka Sağlığı Güç Ağı” oluşturulmaktadır. (Şekil 17)

Şekil 16. Marka Sağlığının Dört Sütunu



Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.137

Şekil 17. Marka Sağlığı Güç Ağı

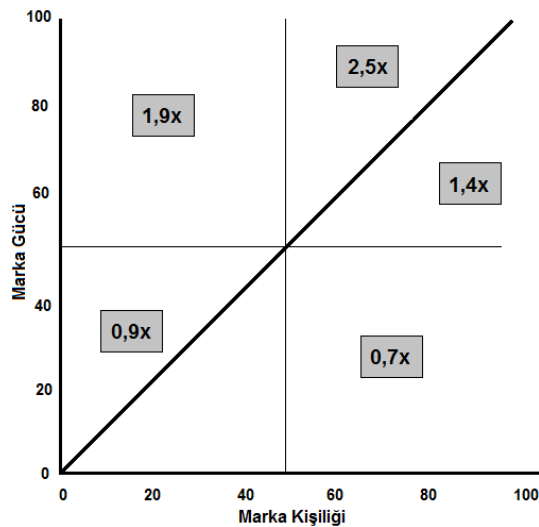


Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.139

Marka sağılığı güç ağı, markanın, marka evrenindeki yerini marka gücü ve marka kişiliği bağlamında belirlemektedir. Bu ağ, marka ilerleyişinin (markanın geliştirilmesi, liderliği kazanması, pozisyonunu kaybetmesi ve bazen tekrar kazanması aşamaları) anlaşılması için kullanışlı bir görsel araçtır.

Ağın arkasındaki mantık ise şöyledir: İlişki farklılık bileşeni ile başlamaktadır; bazı şeyler tüketiciyi etkiler ve ürün hakkında daha fazla şey bulmaya ve öğrenmeye iter. Sonra tüketici bu adımın kendileri için zahmete değer olup olmadığına karar vermektedir (yani markanın uygunluğa sahip olup olmadığına). Kalite, popülerlik, erişilebilirlikteki başarıya bağlı olan marka ünü, itibarı meydana getirmektedir. Son olarak, bilgi gelmektedir; diğer bir deyişle, ürün uzun bir kullanım periyodunun sonunda iyice anlaşılmış hale gelmektedir. BrandEconomics, marka gücü ve maddi olmayan duran varlık değerleri arasındaki ilişkiyi belirlemek için 400 tekli markayı içeren bir çalışma uygulamaktadır. Bu çalışmanın sonuçları katsayılar olarak ifade edilmektedir. (Şekil 18)

Şekil 18. BAV vs Maddi Olmayan Duran Varlık Değeri Etki Matrisi



Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.140

BrandEconomics modelinin marka değeri hesaplaması aşağıdaki gibidir:

$$V_b = M_{BV} \times AS$$

$$M_{BV} = \beta_b \times IV/AS$$

$$IV/AS = f(S_b, ST_b)$$

$$S_b = f(D_b, R_b)$$

$$ST_b = f(E_b, C_b)$$

V_b : Marka değeri

M_{BV} : Marka değeri katsayısı

AS : Yıllık satışlar

IV : Maddi olmayan duran varlık değeri

β_b : Sektördeki marka kaldırıcı ($\Delta EVA / \Delta BAV$)

S_b : Marka gücü

ST_b : Marka kişiliği

D_b : Farklılık

R_b : Uygunluk

E_b : İtibar

C_b : Bilgi

$$V_b = \beta_b \times \left(\frac{IV}{AS} \right)_b \times AS_b$$

$$V_b = \left(\frac{\Delta EVA}{\Delta BAV} \right)_s \times \left(\frac{IV}{AS} \right)_b \times AS_b$$

2.9.3.4. Brand Finance

Brand Finance, farklı tip amaçlara uygulanabilen farklı metodolojiler uygulamaktadır. Maddi olmayan duran varlıklara ait gelecekteki nakit akımlarının güvenilir bir şekilde ölçülebildiği zaman, bu varlıklara indirgenmiş nakit akımları tekniğinin uygulanması önerilmektedir. Brand Finance, belirli bir maddi olmayan duran varlığın nakit akımlarının hesaplanmasındaki temel metodlardan, aşağıda verilenleri kullanmaktadır;¹²⁹

- Fiyat primi
- Fazla marj
- Ekonomik yerine koyma (firmanın markalı ve markasız değeri)
- Kazançların bölünmesi
- Royalti

Kazançların bölünmesi ve royalti metodları, Brand Finance tarafından en fazla kullanılan metodlardır ve değerlemenin temel amacına göre seçilmektedir. Buna göre;

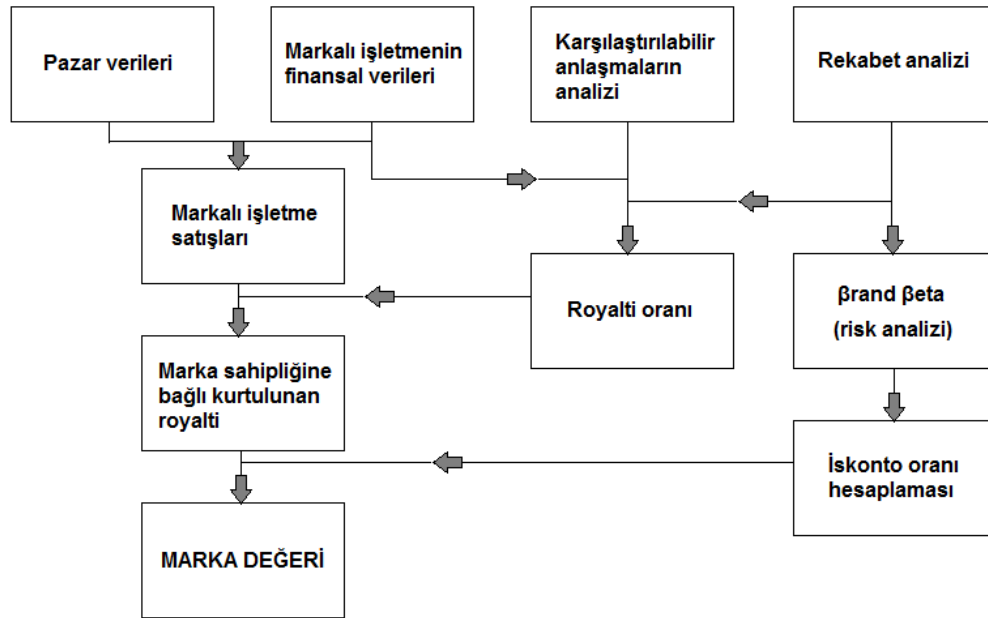
- Daha teknik değerlemeler için royalti yaklaşımı önerilmektedir.
- Marka stratejisi amaçları ile yapılan değerlemeler için ise kazançların bölünmesi ya da marka katma değeri (brand value added, BVA) metodu önerilmektedir.

2.9.3.4.1. Royalti Yaklaşımı Uygulaması

Brand Finance'in bu uygulamasının temeli, daha önce anlatılmış olan royalti yaklaşımıdır; marka değeri bir royalti oranının öngörülen satışlara uygulanarak marka air olan gelir akışlarının hesaplanmasına dayanmaktadır. Bu akış daha sonra bugünkü değere indirgenmektedir. Brand Finance'in kullandığı metodoloji şekil 19'da verilmektedir

¹²⁹ Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.145

Şekil 19. Royalti Brand Finance Değerleme Metodu



Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e**, s.146

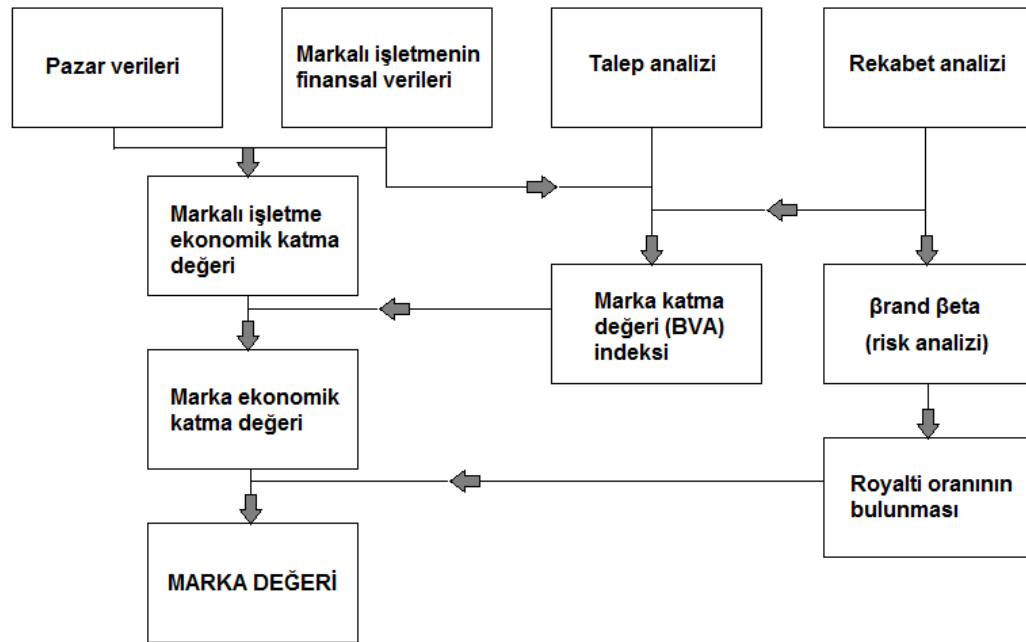
Bu yaklaşım dört aşamadan oluşmaktadır;

- **1. Aşama - Satışların tahmin edilmesi:** Bu safhada, markalı işletmenin net satışları tahmin edilmektedir. Markalı işletmenin değeri genellikle benchmark değeri olarak hesaplanmaktadır.
- **2. Aşama – Marka riskinin hesaplanması:** Brand Finance, markaya özel riskin hesaplanması için brand beta adındaki modeli geliştirmiştir. Bu modelin arkasındaki mantık, marka gücünün işletme riskini artırıcı ya da azaltıcı olarak etkilemesidir. Marka riskini ya da brand beta'yı bulmak için, Brand Finance rakiplerine kıyasla markanın performansını ve gücünü içeren bir benchmark çalışması yapmaktadır. Bu süreç sadece marka riskinin hesaplanmasında değil, aynı zamanda markaya ait gelecek gelirlerinin belirlenmesinde de kullanılmaktadır.
- **3. Aşama – Royalti oranının hesaplanması**
- **4. Aşama – Marka değerinin hesaplanması:**

2.9.3.4.2. Marka Katma Değeri (BAV, Kazançların Bölünmesi)

Kazançların bölünmesi değerlendirme modeli ekonomik kullanım yaklaşımını adapte etmektedir. İlk önce uygun bölümlendirme, araştırma analizleri ve tüm mevcut enformasyonlar incelenmektedir (Şekil 20).

Şekil 20. Marka Katma Değeri Brand Finance Değerleme Modeli



Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.148

Bunlara, sektör ve incelenen marka hakkındaki anahtar trendleri belirlemek için kıdemli üst yöneticilerle yapılan anket ve değerlendirmeler dahil olabilmektedir. Bu yaklaşım genellikle finansal işletme/pazarlama ve firmada daha önce bulunan planlama süreçlerini bir araya getirmektedir. Bu model de beş aşamadan oluşmaktadır.

- **1. Aşama - Bölümlendirme:** Bu, marka değerlendirme işleminin başarılı olarak tamamlanabilmesi için anahtar bir aşama olmaktadır. Bu süreç, bölümlendirmenin standart kriterlerinin tanımlanması ya da gözden geçirilmesi ve bölümlendirme için uygun ve geçerli tanımlamaların belirlenmesi ile başlar. Belirgin farkları gizleyen müşteri ya da ürün gruplarını baz alarak yapılan bölümlendirmeler uygun olmayacaktır.

Benzer şekilde, uygun ekonomik enformasyonlara ulaşılmeden yapılan ayrıntılı bölümlendirmeler de bir anlam ifade etmeyecektir.

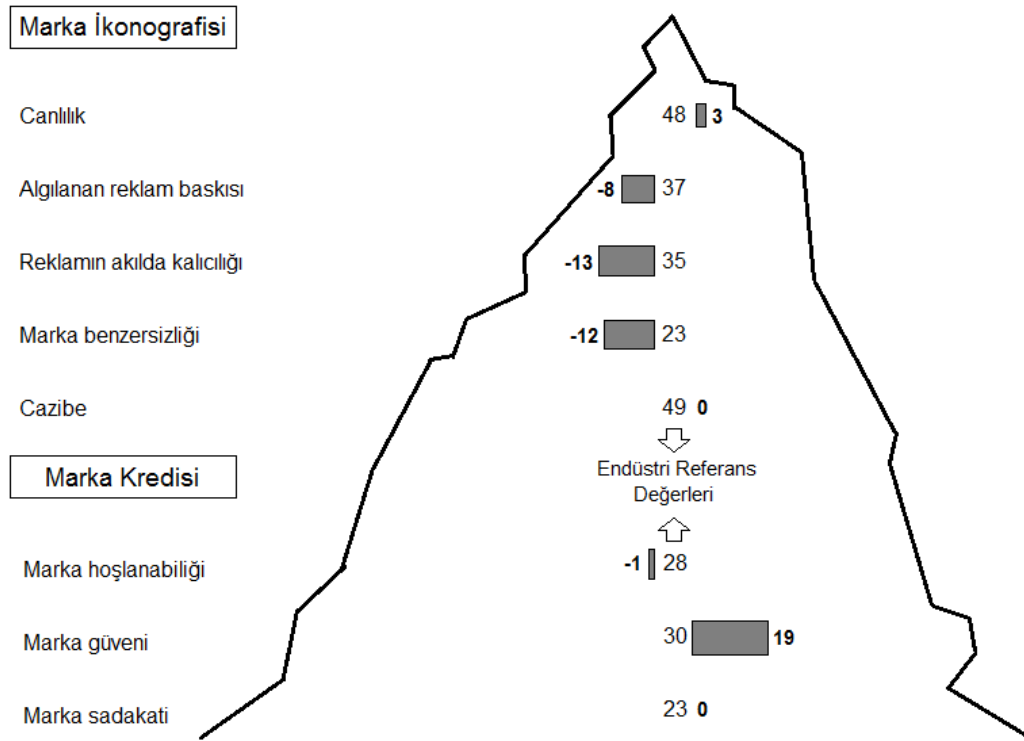
- *2. Aşama – Finansal tahminler:* Bu aşamada üç ya da beş yıllık periyodları kapsayan finansal tahminler yapılmaktadır. Bu metotta BrandFinance hesaplamalarında EVA yöntemini kullanmaktadır.
- *3. Aşama – Talep faktörlerinin analizi:* Pazar analizi, işletme analizi ve talep faktörü değerlendirmesi, finansal tahminlerin temelini oluşturmaktadır. Bu anahtar elementlerin ve birbirleri arasındaki ilişkinin kapalı değerlendirmesi daha kabul edilebilir öngörüler yapılmasını ve farklı marka deneyimi bakış açılarının marka değerine nasıl etki ettiğinin daha derinlemesine anlaşılmasını sağlamaktadır. Talep faktörü analizi, markaya ait kazançların EVA temelli hesaplamalarına imkan veren BVA indeksinin oluşturulmasına yaramaktadır.
- *4. Aşama – Marka riskinin değerlendirilmesi:* Dördüncü aşamada, markaya ait iskonto edilmiş gelirlerin hesap edilmesi için uygun oran belirlenmektedir. İskonto oranı, sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli baz alınarak bulunmaktadır ve şu girdilere ihtiyaç duymaktadır: uygun jeografik pazardaki risksiz oran, pazar risk primi (risksiz oran üzerinden fazla özsermaye gerisi) ve pazar betası. Bu sektöre özel iskonto oranı, mevcut pazardaki farklı markaların bağlı güçlerine bakılarak oluşturulmaktadır. Analizde ayrıca her segmentteki uygun rakipler de incelenmektedir. Özsermaye maliyeti hesaplandığında, ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti, borç maliyeti kullanılarak hesaplanmaktadır.
- *5. Aşama – Marka değerinin hesaplanması:* Marka değeri, her segmentteki markaya ait işletme kazançlarının bugünkü değeri olarak hesaplanmaktadır.

2.9.3.5. Brand Rating

Brand Rating marka değerlendirme metodu beş modülden ve bu modülleri birleştiren bir final aşamasından oluşmaktadır.

Birinci modül aynı zamanda Icon Buzdağı Modeli olarak da bilinmektedir. Marka gücü görünen ve saklı faktörlerin bir ürünü olarak algılanmaktadır ve bir buzdağı olarak gösterilmektedir (Şekil 21).¹³⁰

Şekil 21. Icon Katma Değer Buzdağı



Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.159

Marka ikonografisi, markaya ait bütünsel bakış açısını temsil etmektedir. Paketleme tasarımı, iletişim, reklam gibi tüketicilere görünen marka elementlerini kapsamaktadır. Marka kredisi ise, buzdağının saklı kısmını oluşturan marka tüketici tavır ve davranışlarının uzun dönem etkilerini temsil etmektedir. Buzdağı analizi, kalitatif marka gücü indeksi ile sonuçlanmaktadır.

¹³⁰ Gabriela Salinas, **a.g.e.**, p. 159

Marka gücü indeksi, marka ikonografisi ile marka kredisinin toplamını yansıtmaktadır ve Brand Rating veritabanından elde edilene endüstri referans değerleri kullanılarak hesaplanmaktadır.

Brand Rating'e göre, marka gücü fiyat primi ve katma değerle (ikinci modül) alakalıdır. Buna göre, farklılaştırılmış marka profili (marka ikonografisi) fiyat primi üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir. Artırılmış marka kredisine ise müşteriyi elde tutmayı, mevcut pazar payının elde tutulmasını ve artırılmasını güçlendirmektedir. Buzdağı analizinin sonuçları, iskonto edilmiş fiyat farklarının hesaplanması sırasında doğrulanmaktadır.

İkinci modülde marka katma değeri hesaplanmak istenmektedir. Bunun için fiyat farkı Δp , aynı kategorideki en ucuz rakip ile kıyaslanarak hesap edilmektedir. Bozulmaları bertaraf etmek için Brand Rating son üç yıla ait fiyat farklarının ortalamasını almaktadır. Hedef pazar içerisinde yapılan fiyat analizi ile ulaşılan *elde edilmiş fiyat farkı*, hedef grubun algısına ya da *algılanmış fiyat farkı* ile doğrulanmaktadır. Daha sonra fiyat farkı Δp , satılan birim sayısı ile çarpılmaktadır. Son olarak markaya özel yatırımlar, harcamalar ve vergiler düşülerek marka katma değerine ulaşılmaktadır.

Üçüncü modülde markanın gelecekteki başarısının hesaplanmasını istenmektedir. Marka Öteleme Potansiyeli analizi sırasında Brand Rating, marka potansiyelini yeni dağıtım kanallarına giriş kapasitesi, yeni segmentlere jeografik bölgelere genişleme vb özelliklere belirten bir indeks oluşturmaktadır. Markanın gelecekteki başarısı da gelecek periyotlardaki marka katma değerinin tahmin edilmesine imkan vermektedir.

Dördüncü modülde markanın tahmin edilen ömrü belirlenmekte ve bu kullanım ömrü boyunca olan marka katma değeri öngörülmektedir. Bu işlem de üçüncü modülde bahsedildiği gibi markanın gelecek başarısı baz alınarak yapılmaktadır.

Beşinci modülde markaya özel iskonto oranı hesaplanmaktadır. Dördüncü modülde bulunan marka katma değeri endüstriye ait risk primi ve

markaya ait riskini göz önünde bulunduran faiz oranıyla iskonto edilmektedir. Brand Rating daha sonra markaya ait riskin yansıtıldığı işletmenin WACC'ı ile bu işleme başlamaktadır. Markaya ait riskin hesaplanmasında, aşağıdaki faktörler göz önüne alınmalıdır.¹³¹

- Genel pazar çevresi
- Yasal ve politik durum
- Rakip ve ikamelerin yarattığı tehdit
- Markanın çekiciliği
- Satın alma sürecinde markanın rolü vb.

Analizin son aşamasın sıra, bu beş modülün sentez edilmesi ve markanın parasal değerinin hesap edilmesi yer almaktadır. Bunun için dördüncü modülde hesaplanan öngörülmüş marka kazançları, beşinci modülde bulunan markaya ait iskonto oranı ile indirgenmektedir.

2.9.3.6. Damodaran'ın Değerleme Modeli

Damodaran, temelde fiyat-satış oranlarındaki değişimini baz alarak bir değerlendirme modeli geliştirmiştir. Damodaran'a göre güçlü markaların yararlarından biri, daha yüksek kar marjı ve daha yüksek fiyat satış oranı meydana getiren, aynı ürüne daha fazla fiyat uygulayabilmesidir. Firmanın fiyat primi arttıkça, markanın değeride artacaktır. Bu bağlamda Damodaran'ın modeli marka değerini aşağıdaki gibi açıklamaktadır:¹³²

$$\text{Marka Değeri} = \left[\left(\frac{P}{S} \right)_b - \left(\frac{P}{S} \right)_u \right] \times \text{Satışlar}$$

$(P/S)_b$ = Markalı firmanın fiyat satış oranı

$(P/S)_u$ = Markasız firmanın fiyat satış oranı

¹³¹ Ülkü Yüksel, Aslı Yüksel, **a.g.e.** s.177

¹³² Aswath Damodaran, "Dealing with Intangibles: Valuing Brand Names, Flexibility and Patents", **Stern School of Business**, January 2006, s.20.

$$\frac{P_0}{S_0} = Kar\ Marjı \times \left\{ \frac{Kar\ Dağıtım\ Oranı \times (1 + g)1 - \frac{[1 + g]^n}{[1 + r]^n}}{r - g} + \frac{KarDağıtım\ Oranı_n(1 + g)^n(1 + g_n)}{(r_n - g_n)(1 + r)^n} \right\}$$

Formülün girdileriyle birlikte, Damodaran markalı firmaya ait fiyat satış oranını hesaplamaktadır. Özel üreticilerin ürettikleri jenerik ürünlere bakarak da markasız firmaya ait fiyat satış oranının hesaplanması için gereken parametreleri tahmin etmektedir (vergi sonrası faaliyet marjı ya da varlıkların karlılığı gibi).

2.9.3.7. GfK-PwC-Sattler: İleri Marka Değerleme Modeli (ABV)

İleri değerleme modeli (ABV) beş modülden oluşmaktadır. İlk modülde, marka potansiyeli indeksi, bir diğer deyişle marka gücü bulunmaktadır. GfK'nın geliştirdiği marka potansiyeli indeksi 10 tüketici psikolojisi bakışını içermektedir. Bunlar;¹³³

- Satın alma niyeti
- Marka bağlılığı/sadakati
- Prim fiyatlamasının kabul etme
- Kalite
- Marka farkındalığı
- Benzersizlik
- Marka ile empati kurma
- Markaya olan güven
- Marka tanımlaması

¹³³ Henrik Sattler, Siegfried Högl, Oliver Hupp, "Evaluations of the Financial Value of Brands", **Research Papers on Marketing and Retailing**, University of Hamburg, No:7, August 2002, s.4-20

- Markayı önerme isteği

İkinci modül, markaya özel kazançların ayrıştırılması yer almaktadır çünkü ABV modelinde marka değeri markanın gelecek kazançlarının net bugünkü değeri olarak hesap edilmektedir. Bu işlem sırasında, sırasıyla üç aşama uygulanmaktadır;

- Markanın satışlar üzerindeki etkisinin ölçülmesi
- Marka maliyetlerinin belirlenmesi
- Marka kazançlarının belirlenmesi

Üçüncü modülde uzun dönemdeki marka getirilerinin öngörülmesi yapılmaktadır ve bu işlem üç aşamadan oluşmaktadır. Bu üç aşama sırasıyla;

- İşletme planı analizi
- Markanın ekonomik kullanım ömrünün belirlenmesi
- Uzun vadeli büyüme oranının belirlenmesi

Dördüncü modülde marka riski belirlenmek istenmektedir. ABV modeli markanın risk priminin firmanın risk priminden farklı olduğunu ve bunun ayrı olarak belirlenebileceğini varsaymaktadır. Marka riskinin hesaplanması iki süreci içermektedir;

- Kategori riskinin (risk primi aralığının) belirlenmesi
- Belirlenen aralıkta markaya ait riskin belirlenmesi

2.9.3.8. Hirose Modeli

Hirose modeli, tanımladığı üç marka fonksiyonu üzerine kurulmaktadır.¹³⁴

- Fiyat avantajı fonksiyonu olarak Prestij Faktörü (PD – Prestige Driver)
- Müşteri sadakati fonksiyonu olarak Sadakat Faktörü (LD – Loyalty Driver)

¹³⁴ Gabriela Salinas, **a.g.e.**, p.194

- Markanın genişleme gücü fonksiyonu olarak Genişleme Faktörü (ED – Expansion Driver)

Bu marka fonksiyonlarının tanımı ve marka değerini belirleyen değişkenler göz önünde bulundurularak, marka değeri şu metodoloji ile hesaplanmak istenmektedir.

$$MD = f(PD, LD, ED, r)$$

r = iskonto oranı, bu modelde risksiz orana eşit olarak alınmaktadır.

2.9.3.8.1. Prestij Faktörü (PD)

Fiyat primi, bir ürünü rakiplerinin koyduğundan daha fazla fiyata satma kabiliyetini açıklamaktadır. Toplam marka değerinin bu bileşeninin değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$PD = \text{Fazla Kar Oranı} \times \text{Marka Niteliklendirme Oranı} \\ \times \text{Satışların Maliyeti}$$

Bu hesaplamanın matematiksel ifadesi ise şöyledir;

$$PD = \frac{1}{5} \sum_{i=-4}^0 \left\{ \left(\frac{S_i}{C_i} - \frac{S_i^*}{C_i^*} \right) \times \frac{A_i}{OE_i} \right\} \times C_o$$

$S_i/C_i - S_i^*/C_i^*$ = Fazla kar oranı, değerlemesi yapılan markalı firma ile kıyaslama yapılan firmanın satış/satılan malların maliyeti oranlarının farkları alınarak hesaplanmaktadır.

A_i/OE_i = Marka niteliklendirme oranı, tutundurma ve reklam harcamalarının toplam faaliyet harcamalarına oranı olarak hesaplanmaktadır.

$i = (-0,4)$, yılları temsil eden indeks, geçmiş beş yılın değerlerini temsil eder.

S = Değerlemeye tabi tutulan firmaya ait olan satışlar

C = Değerlemeye tabi tutulan firmaya ait olan satışların maliyeti

S^* = Kıyaslama yapılan firmaya ait olan satışlar

C^* = Kıyaslama yapılan firmaya ait olan satışların maliyeti

A = Değerlemeye tabi tutulan firmaya ait olan tutundurma ve reklam harcamaları

OE = Değerlemeye tabi tutulan firmaya ait olan toplam faaliyet harcamaları

PD hesaplaması yapılırken ilk önce aynı endüstride yer alan kıyaslama yapılabilir bir firma seçilmektedir. Teoride fiyat avantajının ortaya konması için markalı ürünle aynı kalite ve özellikteki bir jenerik ürünün sahibi bir firma ile kıyaslama yapılmaktadır. Ancak uygulamada fiyat avantajı olmayan bir firma seçilmektedir.

İkinci olarak fazla karlılığın hesaplanması yapılmaktadır. Fazla karlılık, son beş yıldaki ortalama birim fiyat indeksi farkı olarak hesaplanmaktadır.

Son aşamada marka niteliklendirme oranı bulunmaktadır. Hirose modeli, fazla karlılığa sadece ürünün fiyat farklarının değil, aynı zamanda know-how ve teknoloji gibi marka ile alakası olmayan faktörlerin de dahil olduğunu belirtmektedir. Bu bağlamda fazla karlılığın sadece markaya ait olan bölümünün belirlenmesi oldukça önemli bir hale gelmektedir. Bunun için de model, firmanın toplam faaliyet maliyetlerine oranla marka yaratma, geliştirme ve yönetim harcamalarına ait olan kısmı temsil eden marka niteliklendirme oranını kullanmaktadır. Marka yönetimi harcamalarının ne olduğu üzerinde bir konsensus olmadığı için, model, marka farkındalığının oluşmasında önemli role sahip olan reklam ve tutundurma maliyetlerini kullanmaktadır. Sonuçta, reklam maliyetlerinin toplam faaliyet maliyetlerine oranı marka niteliklendirme oranını vermektedir.

2.9.3.8.2. Sadakat Faktörü (LD)

Sadakat faktörünün hesaplanmasının arkasındaki temel mantık, çok sadık müşterilerin varlığının zaman içinde stabil satış durumu sağlaması olmaktadır. LD'nin matematiksel ifadesi aşağıdaki gibidir;

$$LD = \frac{\mu_c - \sigma_c}{\mu_c} = 1 - \frac{\sigma_c}{\mu_c}$$

μ_c = Beş yıllık ortalama satış maliyeti

σ_c = Beş yıllık satışların maliyetinin standart sapması

σ_c / μ_c = Satışların maliyetinin volatilité katsayısı

Eğer satışların maliyetinin miktarı stabil ise, standart sapma küçük olmalıdır (volatilité katsayısı 0'a yaklaşmaktadır) ve LD değeri 1'e yaklaşmaktadır.

2.9.3.8.3. Genişleme Faktörü (ED)

Genişleme faktörü, güçlü bir markanın benzer ya da farklı endüstri, pazar ve jeografik bölgelere genişleme yeteneğinin olduğunu kabullenmesi ile bulunmaktadır. ED iki ana belirleyiciden meydana gelmektedir:

- *Jeografik genişleme kapasitesi ölçümü*: Yurtdışı satışların büyüme oranı
- *İlişiksiz endüstrilerde genişleme kapasitesi ölçümü*: Çekirdek olmayan segmentlerdeki satışların büyüme oranı (çekirdek segment firmanın en geniş işletme segmenti olmaktadır).

Sonuç olarak, ED, yurt dışı ve çekirdek olmayan segmentlerdeki satışların ortalama büyüme oranı olarak tanımlanabilmektedir.

$$ED = \frac{1}{2} \left\{ \frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left(\frac{SO_i - SO_{i-1}}{SO_{i-1}} + 1 \right) + \frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left(\frac{SX_i - SX_{i-1}}{SX_{i-1}} + 1 \right) \right\}$$

SO = Yurtdışı satışlar

SX = Çekirdek olmayan işletme segmentine ait satışlar

$\frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left(\frac{SO_i - SO_{i-1}}{SO_{i-1}} + 1 \right)$ = Son iki yıl için yurtdışı satışlarının ortalama büyüme oranı

$\frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left(\frac{SX_i - SX_{i-1}}{SX_{i-1}} + 1 \right)$ = Son iki yıl için çekirdek olmayan segmentteki satışların ortalama büyüme oranı

$\bar{I} = (-1,0)$ mevcut ve bir önceki yılları temsil etmektedir.

Büyümenin olmadığı ya da her iki belirleyicinin 1'in altında olduğu durumlarda ED'nin marka değeri üzerinde bir katkısı yoktur ve 1 olarak alınmaktadır.

Hirose raporunda verilen örnek aşağıdaki gibidir:

Tablo 4. Hirose Metodu Örnek Değerleme Verileri

PD	Veriler		Firma	Benchmark
	Satışlar		100m	9m
	Satışların maliyeti		80m	8m
	Faaliyet maliyetleri		90m	
	Reklam ve tutundurma harcamaları		9m	
LD	5 yıllık satışların ortalama maliyeti		70m	
	Satışların maliyetinin standart sapması		5m	
ED	Yurtdışı satışlar	Şimdiki Periyod	45m	
		Geçmiş Periyod	40m	
	Çekirdek olmayan işletme satışları	Şimdiki Periyod	30m	
		Geçmiş Periyod	25m	
r	2%			

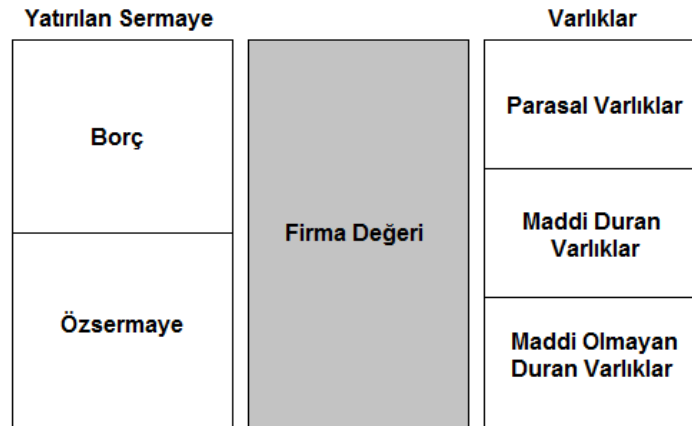
Tablo 5. Hirose Metodu Örnek Değerleme

PD	Satışlar	100
	Satışların Maliyeti	80
	Satışlar/Satışların Maliyeti	125,00%
	Satışlar/Satışların Maliyeti	125,00%
	(-) Benchmark Satışlar/Satışların Maliyeti	112,50%
	Fazla Kar Oranı	12,50%
	Fazla Kar oranı	12,5
	(*) Marka Niteliklendirme Oranı 9/90	10,00%
	Markaya Ait Fazla Kar Oranı	1,25%
	PD = Markaya Ait Fazla Kar Oranı * Satışların Maliyeti	1
LD	Satışların maliyetinin standart sapması	5
	5 yıllık satışların ortalama maliyeti	70
	Volatilite Katsayısı	7,14
	LD = 1 - Volatilite Katsayısı	92,86%
ED	Yurtdışı Satışların Büyüme Oranı	112,50%
	Çekirdek Olmayan İşletme Satışlarının Büyüme Oranı	120,00%
	ED	116,25%
MD	PD	1
	(*) LD	92,86%
	(*) ED	116,25%
	(/) r	2%
	Marka Değeri (m)	53,97

2.9.3.9. Houlihan Danışmanları Modeli

Houlihan Değerleme Danışmanları (HVA) için, firma değeri, onu oluşturan çeşitli varlık tiplerinin altında incelenmektedir (Şekil 22).

Şekil 22. HVA Varlık Taksonomisi



Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.207

Bu bağlamda, marka değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$V_{tr} = V_e - V_{ma} - V_{ta} - V_{oia}$$

V_{tr} = Marka değeri

V_e = Firma değeri

V_{ma} = Parasal varlıkların değeri

V_{ta} = Maddi duran varlıkların değeri

V_{oia} = Maddi olmayan duran varlıkların değeri

Bu modelde marka değeri, firmanın serbest nakit akımlarından diğer marka ile ilgisi olmayan varlıkların getirilerinin düşülmesiyle oluşan değer bugünkü değeri olarak hesaplanmaktadır. Tablo 6'da bu metodoloji ile yapılmış bir değerlemenin örneği verilmektedir.

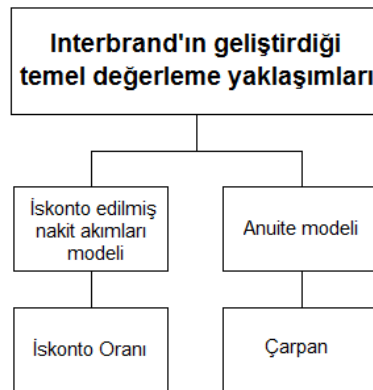
Tablo 6. HVA Marka Değeri Hesaplaması

Varlıklar	Gerekli Getiri	2000	2001	2002	2003	2004	2005
İşletme Sermayesi Gereksinimleri	6,00%	90	91,8	93,6	95,5	97,4	99,4
Net Sabit Varlıklar	9,00%	225	229,5	234,1	238,8	243,5	248,4
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	14,00%	75	76,5	78	79,6	81,2	82,8
Patentler	14,50%	10	10,2	10,4	10,6	10,8	11
Tescilli Teknoloji	20,30%	15	15,3	15,6	15,9	16,2	16,6
Serbest Nakit Akımları		44080	44887	46956	49112	51361	53705
(-) Varlıklar*Gerekli Getiri		40645	41458	42291	43133	43995	44875
Markaya Ait Serbest Nakit Akımları		84725	86345	89247	92245	95356	98580
Marka Değeri	50,34	BD (Markanın serbest nakit akımları, 16%)					
		2005 sonrası büyüme oranı = 4%					

Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.208

2.9.3.10. Interbrand

Interbrand, akademik literatürde sayısız kere alıntılanan orijinal çarpan modeli ile, talep faktörü analizine dayanan daha yeni bir model olmak üzere iki değerlendirme modeli geliştirmiştir (Şekil 23).

Şekil 23. Interbrand Alternatif Değerleme Modelleri

Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.215

İlk model 1988 yılında geliştirilmiş, 1993 yılında gözden geçirilmesiyle birlikte ikinci model oluşturulmuştur. Bu yıldan sonra ikinci modelin yani indirgenmiş nakit akımları metodunun kullanımı marka değeri hesaplamalarında artmıştır. Interbrand 2009 yılında yaptığı bir açıklamada anuite modelinin artık kullanılmadığını doğrulamıştır. Bu sebeple Interbrand'ın marka değerlendirme metodu açıklanırken sadece indirgenmiş nakit akımları modeline değinilecektir.

Marka değerini hesap edebilmek için, Interbrand beş aşamadan oluşan bir süreç izlemektedir.¹³⁵

İlk aşama, bölümlendirme (segmentation) aşamasıdır. Bu aşamda finansal ve talep analizlerinde kullanılacak olan ana homojen müşteri grupları belirlenmektedir.

İkinci aşama finansal analizin yapıldığı aşama olmaktadır. Sadece markaya ait kazançların ayrıştırılabilmesi için, Interbrand EVA'yı belirlemektedir.

Üçüncü aşamada talep analizi yapılmaktadır. Bu aşamda Interbrand Marka Rolü İndeksi'ni (Role of Brand Index – RBI) ya da markaya ait maddi olmayan duran varlık kazançlarını (marka kazançları) tespit etmektedir. Marka Rolü'nün belirlenmesi de 3 adımdan oluşan bir süreçtir. İlkinde talep faktörleri ya da tüketicileri belirli bir markayı satın almaya motive eden faktörler belirlenmektedir. İkinci adımda, ilk adımda belirlenen özelliklerin bağlı önemlilikleri karşılaştırılmaktadır. Son adımda ise her bir faktör için markanın oynadığı rol belirlenmeye çalışılmaktadır.

Dördüncü aşama olan marka gücü analizi, marka riskinin ve iskonto oranının belirlendiri aşama olmaktadır. Marka gücü Interbrand'ın geliştirdiği bir modele dayalı olarak yedi marka dücü faktörünün rakiplerle kıyaslanması yoluyla bulunmaktadır. Marka gücünü oluşturan faktörler ve bütün içindeki oranları tablo 7'de verilmektedir:

¹³⁵ Ülkü Yüksel, Aslı Yüksel, **a.g.e.**, s.158.

Tablo 7. Marka Gücünü Oluşturan Özellikler

Faktör	Değerlendirme Kriterleri	En Yüksek Değer
Liderlik	Pazar payı, pazar segmenti, farkındalık	25
İstikrar	Geçmiş, şimdiki durum, müşteri sadakati	15
Pazar	Rekabet yapısı, pazar hacmi, satışlar, büyüme	10
Uluslararası İmaj	Yabancı pazarlarda bulunma, ihracat geçmişi	25
Trend	Dikkate alma, cazibe	10
Destek	Kalite, kimlik, reklam payı, tutarlılık	10
Yasal Koruma	Yasal kapsam ve izleme, ruhsat tarihi	5

Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.219

Model marka gücü ile iskonto oranı arasında şöyle bir ilişki olduğunu varsaymaktadı: diğer her şey sabit iken, marka gücü yükseldikçe, iskonto oranı düşmektedir. Marka gücü indeksi S-eğrisi kullanılarak iskonto oranına dönüştürülmektedir. Dolayısıyla, ortalama güçteki bir marka endüstri WACC'ı ile iskonto edilirken, 100 puana sahip lider bir marka risksiz oran ile iskonto edilmektedir.

Son aşama marka değeri hesaplanmaktadır. Her bir segment için gelecekteki marka kazançları bugünkü değerine indirgenmekte ve bu terminal değer olarak bulunmaktadır. Her bir segmentin değerlerinin toplamı ise toplam marka değerini vermektedir.

2.9.3.11. Kern Modeli

Kern modeli marka değerini, markaya ait gelecekteki kazançların kapitalizasyonu ile hesaplamaktadır. Ancak, markaya ait kazançlar, bazı tartışmalı kabullenmeler yoluyla belirlenmektedir. Kern modelinin temel varsayımları şöyle sıralanmaktadır:¹³⁶

- Marka değeri hasılatın artan bir fonksiyonu olmaktadır (Azalan pozitif eğimli bir eğri olarak gösterilmektedir – karekök fonksiyonu)

¹³⁶ Reiner Zimmermann ve diğerleri, **a.g.e.**, s.35

- Elde edilebilecek satışların getirisi/karlılığı endüstri ortalaması ile aynı eksendedir (4-6%).
- Royalti oranı, markanın pazardaki pozisyonunu ve entelektüel mülkiyet yasası tarafından sağlanan marka koruma seviyesini belirleyen marka gücünü yansıtmak zorundadır.
- Markaların sınırlı kullanım ömürleri vardır.

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

BV = Markanın değeri

R = Ortalama beklenen yıllık hasılat

L = Endüstrideki normal royalti oranı

n = Markanın ekonomik kullanım ömrü

$q = 1 + p/100$ (bugünkü değer annuite faktörü) p = Ülkedeki normal referans faiz oranı

$$c = \frac{q^n - 1}{q^n \times (q - 1)} = \text{kapitalizasyon faktörü}$$

2.9.3.12. Simon & Sullivan Modeli

Simon ve Sullivan tarafından geliştirilen bu modelde marka ederi, marka değeri ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır ve markasız ürün satışlarından elde edilen nakit akımlarının üstüne markalı üründe biriken artan nakit akımları olarak tanımlanmaktadır.

Bu model pazar etkinliğini, hisse fiyatlarının tüm bilgilerin erişilebilir olduğu her zaman tepki verdiği yer olarak tanımlamaktadır. Borsa fiyatı, marka değeri hesaplamalarının temeli olarak alınmaktadır. Böyle yaparak marka değeri, diğer firma varlıklarının değerinden ayrıştırılmış olmaktadır. İlk başta, firma değeri maddi varlıklar ve maddi olmayan varlıklar olarak

bölünmektedir. Daha sonra marka değeri toplam maddi olmayan duran varlıklar içerisinde çıkarılmaktadır. Model makro ve mikro analiz olmak üzere iki aşamadan meydana gelmektedir.

Makro analizde, firmanın markasının objektif değeri bulunmakta ve bu değer ile marka ederi ilişkilendirilmektedir. Bu modele göre, finansal pazar bakış açısının itibarıyla, marka değeri firmanın pazar kapitalizasyonunun ya da pazar değeri temelinde hesaplanabilmektedir.¹³⁷

$$MV = V_{TA(cost)} + V_I$$

MV = Firma varlıklarının piyasa değeri

$V_{TA(cost)}$ = Yerine koyma maliyeti ile hesaplanmış maddi varlıkların toplam değeri

V_I = Maddi olmayan varlıkların toplam değeri

Maddi olmayan duran varlıkların değeri hesaplandıktan sonra, üç bileşene ayrılmaktadır

$$V_I = f(VB, V_{NoM}, V_{ind})$$

VB = Marka değeri

V_{ind} = Tekel karı sağlayan endüstri ile ilgili faktörlerin değeri

V_{NoM} = Rakiplerine kıyasla firma maliyetlerini düşüren marka ile ilgili olmayan faktörlerin değeri

$$VB = MV - (V_{TA(cost)} + V_{ind} + V_{NoM})$$

Yine de bu eşitlik sadece kavramsal bir yapıdır. Marka değerinin hesap edilebilmesi için, Simon ve Sullivan, marka belirleyicileri ile marka

¹³⁷ Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.271.

değerini bağlayan yapısal bir formül kullanmaktadırlar. Marka değerinin bağlı olduğu bu belirleyiciler şunlardır:¹³⁸

- Reklam harcamaları (şimdiki ve geçmiş)
- Marka yaşı
- Pazara giriş düzeni
- Şimdiki ve geçmiş reklam payı

Marko analiz, marka ederinin önemli pazarlama kararlarına verdiği tepki ile her bir markada meydana gelen değişiklikleri belirlemektedir. Simon ve Sullivan, finansal piyasanın pazarlama kararlarını görmezden gelmediği bulmuş ve borsa fiyatlarının kesinlikle pazarlama kararlarını yansıttığını belirtmiştir.

2.9.3.13. The Nielsen Company: Brand Balance Sheet ve Brand Performance Modelleri

Nielsen Company'nin Brand Balance Sheet modeli dört modülden oluşmaktadır.¹³⁹

- Marka değeri kriterlerinin belirlenmesi
- Marke gelirinin belirlenmesi
- İskonto oranı
- Marka değerinin hesaplanması

İlk modül, altı grupta kategorilenmiş ondokuz kritere dayanan bir marka değeri belirleyicileri sisteminden meydana gelir (tablo 8).

¹³⁸ Ülkü Yüksel, Aslı Yüksel, **a.g.e.**, s.192.

¹³⁹ Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.274

Tablo 8. Brand Balance Sheet Marka Değeri Kriterleri

1.	Pazar Çekiciliği: Pazarın durumu nedir?
	1. Pazar değeri
	2. Pazar gelişimi
	3. Pazar değeri yaratımı
2.	Pazar Payı: Marka payının pazardaki büyüklüğü nedir?
	4. Değer cinsinden pazar payı
	5. Bağlı pazar payı
	6. Pazar payının gelişimi
	7. Pazarda elde edilen karın payı
3.	Dağıtım Gücü: Toptancı ve perakendeciler markaya nasıl ulaşmaktadır?
	8. Ağırlıklı dağıtım
	9. Markanın ticari çekiciliği
4.	Marka Yönetimi: Firma marka için ne yapmaktadır?
	10. Ürün kalitesi
	11. Marka fiyatı
	12. Diğer markalara kıyasla yapılan medya harcamaları
5.	Marka Sadakati: Markaya olan tüketici sadakati ne kadar güçlüdür?
	13. Marka sadakati
	14. Marka güveni
	15. Markaya olan olumlu bakış açısı (yardımsız marka farkındalığı)
	16. Reklamların hatırlanması
	17. Marka ile tanımlama
6.	Marka Kapsamı: Etki alanı ne kadar genişliktedir?
	18. Markanın uluslararası erişilebilirliği
	19. Uluslararası marka koruması

Kaynak: Zimmermann ve diğerleri, **a.g.e.**, s.56

Nielsen'in Brand Performance modeli de bir önceki modelde olduğu gibi 4 modülden oluşmaktadır:

- Marka gözlemlemesi
- Marka değeri payı ya da marka kazançları
- Uygun iskonto oranının belirlenmesi
- Marka değerinin hesaplanması

İlk modül amacı, dört gruptan oluşan yedi marka değeri belirleyicisine bağlı puanlama sistemi ile oluşturulan marka gücü indeksinin belirlenmesidir. Bu marka değeri belirleyicileri tablo 9'da verilmiştir.

Tablo 9. Brand Performance Marka Değeri Kriterleri

1.	Pazar Çekiciliği (%15)
	1. Pazar hacmi
	2. Pazar büyümesi
2.	Pazar Kabulü (%35)
	3. Pazar payı (hacim ve değer)
	4. Pazar payı büyümesi (hacim ve değer)
3.	Müşteri Kabulü (%40)
	5. Marka farkındalığı
	6. Marka varlığı
4.	Ağırlıklı Dağıtım (%10)
	7. Dağıtım

Kaynak: Zimmermann ve diğerleri, **a.g.e.**, s.57

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'DE İŞLEM GÖREN GIDA SEKTÖRÜ FİRMALARI ÜZERİNDE MARKA DEĞERİ UYGULAMASI

3.1. TÜRKİYE GIDA SEKTÖRÜ

Zengin tarımsal kaynakları ile gıda sektörü, bir diğer deyişle gıda işleme sanayii Türkiye ekonomisinde ilk kurulmuş sektörlerden biridir. Cumhuriyetin kurulmasından sonra Türkiye'nin sanayileşme süreci bu sektör ile birlikte başlamıştır. İlk modern gıda işleme fabrikaları şeker, un ve bira üretimi için kurulmuştur. 1950'lerdeki çok partili demokrasiye geçişin politik ve ekonomik liberalleşme ortamında, katma değeri yüksek gıda işleme sanayiine özel sektör yatırımları göze çarpmaktadır. Fakat sektörün temel gelişimi 1960'lardaki planlama dönemine denk gelmektedir. Dolayısıyla gerçek gelişme 1963'ten beri uygulanan planlı politika sayesinde olmuştur. 1960-1970 yılları arasındaki ithal ikameci politikaların hüküm sürmesiyle yatırımların önemli bir kısmı devlet tarafından yapılmıştır. Bu yatırımların özellikle, süt ya da et ve balık işleme sanayi üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir. 1980'ler ise, Türk ekonomisinin bütün iktisadi sektörleriyle hissettiği liberalleşme politikalarının öne çıktığı bir dönemdir. Bu dönemde ihracata dayalı endüstrileşme programının özel sektörü alabildiğince desteklemesi söz konusu olmuştur. Gıda işleme endüstrisi özel yatırımlar için en cazip endüstrilerden bir tanesi haline gelmiştir.¹⁴⁰

TOBB Sanayi Veri Tabanının verilerine göre gıda ve içecek sanayinde faaliyet gösteren işletmelerin sayısı 2008 yılında 2007 yılına göre 1184 adet (%5,1) azalarak 22092 adet olurken, 2009 yılında 2008 yılına göre 4701 adet (%21,3) azalarak 17391 adete gerilemiştir.

¹⁴⁰Selme Tozanlı, Murat Donduran, "Uluslararası Rekabet Stratejileri: Türkiye Gıda Sanayii", **Tüsiad Rekabet Stratejileri Dizisi-10**, Eylül, 2007, s.107.

2009 yılında en fazla işletme %23,7'lik payla sebze ve meyve işleme sanayinde faaliyet gösterirken, işlenmiş unlu ürünler sanayi işletme sayıları bakımından %19,5'lik payla ikinci sırada yer almaktadır (Tablo 10).

Tablo 10. Sektörler Bazında İşyeri Adedi

Sektörler	İşyeri Adeti	%
Sebze ve Meyve İşleme	4118	23,68
İşlenmiş Unlu Mamüller	3394	19,52
Diğer Gıda Maddeleri	1777	10,22
Süt ve Süt Ürünleri	1772	10,19
Un ve Unlu Ürünler	1498	8,61
Şekerleme, Kakao ve Çikolata	1313	7,55
Bitkisel ve Hayvansal Yağlar	1176	6,76
Et ve Et Ürünleri	746	4,29
Yem Sanayi	735	4,23
Şeker Üretimi ve Aritımı	326	1,87
Su Ürünleri İşleme	152	0,87
Maden Suları	149	0,86
Alkollü İçecek Sanayi	140	0,81
Gazozlar	95	0,55
TOPLAM	17391	

Kaynak: Türk Gıda ve İçecek Envanteri 2009

2009 yılında gıda sanayinin toplam üretim kapasitesi 186,4 milyon ton seviyelerindedir. Yine TOBB verilerine göre en fazla üretim kapasitesine sahip olan alt sektör 42,5 milyon ton ile et ve et ürünleri sektörüdür ve gıda sanayi toplam üretim kapasitesinin %22,8'i kadardır. %22'lik pay ve 41 milyon tonluk üretim kapasitesi ile un ve unlu ürünler sektörü ikinci sırada yer almaktadır. 22,8 milyon tonluk üretim kapasitesiyle yem sanayi bu sektörü takip ederken bitkisel ve hayvansal yağlar ile işlenmiş unlu ürünler sektörleri 20,8'er milyon tonluk kapasiteleri ile dördüncü ve beşinci sırada yer almaktadırlar.

Gıda ve İçecek sanayinde 2009 yılı itibariyle istihdam edilen kişi sayısı yaklaşık olarak 977 bin kişidir. 2009 yılında en fazla istihdam sağlayan sektör 211bin kişiyle %21,6'lık payla sebze ve meyve işleme sektörü olmuştur.

İşlenmiş unlu ürünler ile süt ve süt ürünleri sektörleri ise %15,1 ve %13,3'lük paylarla en fazla istihdam yaratan sektörlerin başında gelmektedirler. En az istihdam olanağı ise gazozlar, maden suları, alkollü içecekler ve malt sanayi sektörleridir.

Hazine Müsteşarlığı verilerine göre gıda ve içecek sanayinde faaliyet gösteren yabancı sermayeli firmaların sayısı 1954-2003 yılları arasında kümülatif olarak 167 iken, 2009 yılında 2,5 kattan fazla artarak 420 adete yükselmiştir. 2003-2009 yılları arasında en fazla yabancı sermayeli firmanın faaliyete geçtiği yıl 51 adet ile 2004 yılı olurken, en az yabancı sermayeli firmanın faaliyete geçtiği yıllar 38'er adet ile 2007 ve 2008 yılları olmuştur. 2009 yılı sonu itibarıyla imalat sanayinde faaliyet gösteren yabancı sermayeli firmaların (4119 adet) %10,2'ye yakın bir kısmı gıda ve içecek sanayinde faaliyet göstermektedir ve bu yılda 44 yeni firma daha faaliyete başlamıştır.

1999-2009 GSYİH ve gıda ve içecek sanayi cari büyüme rakamları incelendiğinde; 2001, 2002, 2003 ve 2009 yılları hariç gıda ve içecek sanayi büyüme oranları, GSYİH büyüme oranlarından daha düşük değerler aldığı görülmektedir. Gıda ve içecek sanayi cari fiyatlarla bu dönemlerde sırasıyla %47,8, %49,1, %34,6 ve %4 oranında büyürken GSYİH büyümesi ise bu dönemlerde %44,1, %45,9, %29,8 ve %0,4 olmuştur. Gıda ve içecek sanayi cari olarak en yüksek oranlı büyüme hızını %53,1 ile 2000 yılında yakalarken, en düşük büyüme oranı ise %4 ile 2009 yılındadır. Gıda ve içecek sanayinin GSYİH içindeki payı 1998 yılında %21,4 iken, 2008 yılında söz konusu pay %18,9'a gerilemiştir. On yıllık dönemde bu payın en yüksek olduğu yıl %21,6 ile 2003 yılı olurken, 2009 yılında %19,6 olarak gerçekleşmiştir.

2000-2009 yılları arasında gıda ve içecek sanayi ihracatı 3,2 kat (%223,4) artarak 1,8 milyar dolar seviyelerinden 5,9 milyar dolara yükselirken; aynı dönemde Türkiye toplam ihracatı 3,7 kat (%267,8) sanayi ve imalat sanayi ihracatları da 3,7 kat artmışlardır. Gıda ve içecek sanayi ihracatı sadece 2002 ve 2009 yıllarında bir önceki yıldan daha düşük değerlerde gerçekleşmiş, diğer yıllarda daha yüksek değerler almıştır. Gıda

ve içecek sanayinin, Türkiye toplam ihracatı içerisindeki payı zaman içerisinde giderek azalmıştır. 2000 yılında %6,6 olan bu payın 2008 yılında %4,9 kadar gerilemiş, 2009 yılında bu pay bir önceki yıla göre 0,9 puan artarak %5,8'e yükselmiştir.

3.2. İMKB'DE İşLEM GÖREN GIDA SEKTÖRÜ FİRMALARI ÜZERİNDE MARKA DEĞERİ UYGULAMASI VE KULLANILAN TEKNİKLERİN KARşILAşTIRILMASI

Marka değerinin hesaplanmasında en fazla kullanılan üç tekniğin incelenmesi ve karşılaştırılması için, İMKB'de işlem gören on gıda firması üzerinde bir uygulama çalışması yapılmıştır. Bu başlık altında, uygulamanın metodolojisi ve temel amaçları ile çalışmanın kapsamı hakkındaki bilgiler sunulmuştur.

3.2.1. Araştırmanın Amaç ve Kapsamı

Firmaların markalarının değerlerinin ölçülmesi; uluslararası piyasada marka kavramının git gide öneminin ve faydasının artması itibariyle büyük bir zorunluluk halini almıştır. Daha nceki bölümlerde anlatılmaya çalışıldığı gibi, bu bağlamda bir çok marka değeri hesaplama tekniği geliştirilmiş ve kullanılmıştır. Bunun yanında, her tekniğin güçlü tarafları olduğu gibi, zayıf ve eleştirilen tarafları da bulunmaktadır.

Bu alışma kapsamında ele alınmak istenen finansal marka değeri hesaplama tekniklerine, en önemli eleştirisi olan müşteri bakış açısının olmayışından başka, bir çok eleştiri yapılmaktadır. Bu çalışmanın amacı, uluslararası literatür ve piyasada en fazla kullanılan finansal değerleme teknikleri olan royalti metodu, fiyat primi metodu ve Hirose metodunun uygulamalarının incelenmesi, tekniklerin karşılaştırılması ile güçlü ve eleştiriye açık kısımlarının ortaya çıkarılmasıdır.

Araştırmanın kapsamını on firmaya ait veriler ile ülke ekonomisine ait genel veriler sınırlandırmıştır. Dolayısı ile çalışma; yukarıda belirtilen üç tekniğin, İMKB’de işlem gören on gıda sektörü firması üzerinde uygulanması ve karşılaştırılması çerçevesinde şekillenecektir. Kapsam dahilinde on firmanın 2004,2005,2006,2007,2008 ve 2009 yıllarına ait İMKB verileri, DPT, TÜİK, TCMB, LIBOR ve incelenen firmaların ürünlerinin satış fiyatı oran ve verileri kullanılmıştır.

3.2.2. Araştırmanın Kısıt ve Varsayımları

Araştırma kapsamında karşılaşılan kısıt ve varsayımların büyük bölümü ulaşılabilir verilerin yetersizliğinden kaynaklanmaktadır. Royalti metodunda kullanılan royalti bedeli oranının belirlenmesi, daha önce bu metotla yapılan benzer değerlemelere ulaşılamaması nedeniyle, kaynak kitap ve makalelerde bahsedilen oran aralıklardan yola çıkarak yapılmıştır. Hirose modeli ise, İMKB’de işlem gören kıyaslama yapılabilecek uygun firma sayısının azlığı ve birebir görüşmelerle İMKB’de işlem görmeyen diğer firmaların bilanço ve gelir tablolarına ulaşılamaması nedeniyle tüm firmalara uygulanamamıştır. Yine de değerlendirme sırasında her hangi bir varsayım gerektirmeyen ve sadece eldeki İMKB verileriyle uygulamaya olanak veren bu metot, diğer iki metodun incelenmesi ve kıyaslanması, ve sahip olduğu avantaj ve dezavantajların belirlenebilmesi için bu çalışmada yer almıştır.

Royalti ve fiyat primi metodlarının uygulanabilirliği firmaya ait gelecek dönemlerdeki net satış rakamlarının tahminini gerektirmektedir. Bu tahminlerin yapılabilmesi için de yıllık büyüme oranlarının belirlenmesi gerekmektedir. Bu büyüme oranları, geçmiş büyüme oranlarının ışığında yapılan varsayımlara dayanmaktadır.

3.2.3. Verilerin Analizi

Araştırma kapsamında ele alınan ve incelenmek istenen marka değeri hesaplama modelleri olan royalti ve fiyat primi metotlarının uygunabilmesi için; iskonto oranının hesap edilmesi, geleceğe yönelik satış tahminlerinin yapılması, royalti bedelinin ve fiyat priminin belirlenmesi gerekmektedir. Hirose metodunun uygulanması için ise; modelin kendi içinde bulunan prestij faktörü, sadakat faktörü ve genişleme faktörü bileşenlerinin hesaplanması gerekmektedir. Bu bölümde, uygulama yapılacak olan on firmanın ayrı ayrı marka değerlemeri, yukarda bahsedilen değişkenler ışığında üç ayrı değerlendirme metodu ile gerçekleştirilecek ve bu metotların incelenmesi ile kıyaslaması yapılacaktır.

İskonto oranı, hem firmanın hem de piyasanın riskliliğini en doğru şekilde yansıtabilmesi için, her firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) olarak alınmıştır. WACC'ın hesaplanması aşağıdaki gibidir;

$$WACC = (k_1 \times w_1) + (k_2 \times w_2) + (k_3 \times w_3)$$

k_1 : TL borç maliyeti

w_1 : TL borcun toplam kaynak içerisindeki ağırlığı

k_2 : Dolar/Euro borç maliyeti

w_2 : Dolar/Euro borun toplam kaynak içerisindeki ağırlığı

k_3 : Özsermaye maliyeti

w_3 : Özsermayenin toplam kaynak içerisindeki ağırlığı

w_1 , w_2 , ve w_3 firmaların 2009 yılı sonu bilançolarında yer alan veriler itibariyle hesaplanmıştır. k_1 ve k_2 değerleri, firmaların 2009 yılı sonu itibariyle hazırladıkları faaliyet raporlarında yer alan TL ve Dolar ya da Euro borçlanma faizleri olarak kabul edilmiştir ve bu oranlardan %20 vergi oranı da düşülmüştür. k_3 ise, sermaye varlıklarını fiyatlama modeli ile bulunmaktadır;

$$k_3 = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

r_f : Risksiz faiz oranı

β : Firma betası

r_m : Pazar riski

r_f , İMKB’de yayınlanan devlet tahvil ve bono faiz oranlarına bakılarak belirlenmiş ve her firma değerlemesi için 0,09 (%9) olarak kabul edilmiştir. Firma betaları ise www.finnet.com.tr’de yer alan 31 Aralık 2009 tarihine kadar 100 günlük İMKB 100 endeksi verilerine göre her firma için ayrı ayrı hesaplanan β değerleri olarak alınmıştır. r_m ise, son beş yılın İMKB 100 endeksi yıllık getirilerinin aritmetik ortalaması 0,29 (%29) olarak kabul edilmiştir.

Tablo 11. Son 5 Yılın İMKB 100 Endeks Yıllık Getirileri

Pazar Riski	
Yıl	Yıllık Getiri (%)
2009	96,64
2008	-51,63
2007	41,98
2006	-1,66
2005	59,29
Ortalama	28,924

Firmaların geleceğe dönük satış tahminlerinde; gelecek beş yıl için (2010, 2011, 2012, 2013, 2014) büyüme oranı, son beş yıla ait net satışların aritmetik ortalaması alınarak ve son dönemdeki büyüme performansları göz önünde bulundurularak iyimser tahminlerle bulunulmuştur. 2014 sonrası yıllar için ise DPT’nin beş yıllık kalkınma planında GSYİH artışının her yıl %7 olarak verilmesi itibarıyla, anüite hesapları ile tahmini yapılmıştır.

Varsayım ve kısıtlar bölümünde bahsedildiği gibi, araştırma sırasında karşılaşılan en büyük sorun royalti oranının belirlenmesi olmuştur. Bu tip marka değerlemelerinde royalti oranı genellikle, benzer değerlemelerde kullanılan oranlar baz alınarak tespit edilmektedir. Özel değerlendirme firmalarının ya da firmaların kendilerinin bu bilgileri paylaşmak istememesi ya

da bu verilere erişmek için yüklü paralar talep etmesi nedeniyle doğrudan verilere ulaşmak mümkün olmamıştır. Yapılan literatür taraması sırasında marka değerlemelerinde kullanılan royalti oranlarının %3 ile %5 arasında değiştiğine rastlanmıştır¹⁴¹ ve araştırma kapsamında %4 olarak kabul edilmiştir.

Fiyat primi oranları, değerlendirilmek istenen firmaya ait ürünlerin satış fiyatı ile bu ürünlerle aynı özellikteki jenerik (markasız) ürünlerin ya da daha az bilinen markalı ürünlerin satış fiyatları karşılaştırılarak bulunmuştur. Fiyat priminin doğru olarak hesap edilebilmesi için;

- Ürünlerin satış fiyatları üzerinde bir indirim olup olmadığı
- Satış yapan birimlerin ya da süpermarketlerin ürünleri vadeli olarak alıp almadıkları
- Fiyatları karşılaştırılacak ürünlerin aynı ya da benzer özelliklerde olması (Örneğin ürünlerin cam ya da teneke ambalajlarda olması, aynı gramajlarda olması, benzer kaliteye sahip olması gibi.)
- Jenerik ürün bulunamaması halinde, mümkün olduğu kadar fiyat primi sağlanan daha az bilinen markaların kıyaslanması
- Mümkün olduğu kadar tüm benzer ürünlerin kıyaslanması gerekmektedir.

3.2.3.1. Firmaların Marka Değerlemeleri

3.2.3.1.1. Banvit Marka Değerlemesi

İlk önce, Banvit firmasına ait WACC oranı şu şekilde hesaplanmıştır;

Banvit firması 2009 yılı sonuna ait faaliyet raporundaki verilere ve 2009 ortalama dolar libor oranına (1,5) göre borç ve özsermaye oranları ve maliyetleri aşağıdaki tablolarda verilmiştir. Özsermaye belirlenirken, defter değeri değil, piyasa değeri göz önüne alınmalıdır. Banvit firmasının 2009 yılı sonu itibarıyla hisse senedi sayısı 100023579 (İMKB’de nominal değer 1

¹⁴¹ Emrah Cengiz, ve diğerleri, **Uluslararası Pazarlara Giriş Stratejileri**, İstanbul, Der Yayınları, 2003, s.61.

olduğu için ödenmiş sermaye, hisse hisse senedi sayısına eşit olmaktadır), hisse senedi piyasa fiyatı 3,6 TL olduğuna göre, özsermaye;

$$100023579 \times 3,6 = 360084884,4 \text{ TL olmaktadır.}$$

Tablo 12. Banvit Borç ve Özsermaye Oranları

	TL Borç (TL)	Dolar Borç (TL)	Özsermaye (TL)	Kaynak (TL)
	0	96210852	360084884,4	456295736,4
Oran	0	0,210851964	0,789148036	

Tablo 13. Banvit Borç ve Özsermaye Maliyetleri

TL Borç Maliyeti		Dolar Borç Maliyeti		Özsermaye Maliyeti	
r	0	r=Lib+0,03	0,045	Risksiz Faiz Oranı Rf	0,09
v	0,2	v	0,2	Beta B	0,8441
r*(1-v)	0	r*(1-v)	0,036	Piyasa Portföyünün Getiri Oranı Rm	0,29
				Rf+B*(Rm-Rf)	0,25882

Tablo 14. Banvit Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İskonto Katsayısı (WACC)		
TL Borç Maliyeti	Dolar Borç Maliyeti	Özsermaye Maliyeti
0	0,036	0,25882
TL Borç Ağırlığı	Dolar Borç Ağırlığı	Özsermaye Ağırlığı
0	0,210851964	0,789148036
WACC		0,211837965

Banvit firmasına ait 2005 – 2009 yılları arasındaki net satışları ve büyüme oranları göz önüne alındığında 2010 – 2014 yılları arasında %20'lik ve 2014 sonrasında ise %7'lik bir büyüme olacağı varsayılmıştır. 2014 yılından sonraki gelirler için iskonto oranı %21,2 ve büyüme oranı %7 değerleriyle anüite hesabı yapılmıştır

Tablo 15. Banvit Satışlarının Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri

Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009	
Net Satışlar	327358930	364776003	543557157	649919274	791600038	
Büyüme Oranı	-0,01	0,114299839	0,490112158	0,19567789	0,21799748	0,201617473
Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	949920046	1139904055	1367884866	1641461839	1969754207	14842514092
Büyüme Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	7%

Royalti metodunun uygulanabilmesi için gerekli olan bu varsayımlar ve daha önce de verildiği üzere %4 royalti oranıyla birlikte, Banvit firmasının royalti metoduna göre hesaplanan marka değeri şöyledir;

Tablo 16. Royalti Metoduna Göre Banvit Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	949920046	1139904055	1367884866	1641461839	1969754207	14842514092
Büyüme Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	0,07
Royalti Bedeli %4	37996802	45596162,19	54715394,63	65658473,6	78790168,3	593700563,7
İskonto Oranı	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%
İskonto Katsayısı	0,8250825	0,680761145	0,561684113	0,46343574	0,38237272	0,38237272
Bugünkü Royalti D.	31350497	31040095,6	30732767,92	30428483,1	30127211	227014899,6
Marka Değeri						380693953,8TL

Yapılan araştırmalar doğrultusunda, Banvit'e uygun jenerik ya da fiyat primi sağlanan az bilinen markalı ürün olmadığı görüldüğü için fiyat primi metodu uygulanmamıştır.

Banvit firmasının Hirose metoduna göre marka değerlemesi, bilanço ve gelir tablosuna İMKB'den ulaşılabilen Şeker Piliç ile kıyaslanarak oluşturulmuştur. Daha önce de bahsedildiği gibi Hirose metodu ana bileşenden ve risksiz faiz oranından oluşmaktadır; Prestij faktörü, Sadakat faktörü, Genişleme faktörü ve r (0,09).

$$MD = f(PD, LD, ED, r)$$

$$\text{Prestij faktörü; } PD = \frac{1}{5} \sum_{i=-4}^0 \left\{ \left(\frac{S_i}{C_i} - \frac{S_1^*}{C_1^*} \right) \times \frac{A_i}{OE_i} \right\} \times C_o$$

$$PD = \text{Fazla Kar Oranı} \times \text{Marka Niteliklendirme Oranı} \\ \times \text{Satışların Maliyeti}$$

Tablo 17. Banvit Prestij Faktörünün Hesaplanması

Prestij Faktörü PD					
Fazla Kar Oranı (FKO)					
Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009
Net Satışlar S (Banvit)	327358930	364776003	543557157	649919274	791600038
Satışların Maliyeti C (Banvit)	276837693	292709905	401219280	556433511	621022514
S / C (Banvit)	1,18249407	1,24620314	1,3547633	1,1680089	1,274672
Net Satışlar S (Şeker)	130550980	133247369	186708156	202349972	261421552
Satışların Maliyeti C (Şeker)	113797964	122104379	144237080	195334619	207209836
S / C (Şeker)	1,14721719	1,09125791	1,29445324	1,0359145	1,2616271
S/C (Banvit) - S/C (Şeker)	0,03527688	0,15494523	0,06031006	0,1320943	0,0130449
Marka Niteliklendirme Oranı (MNO)					
Paz. Satış Dağıtım Giderleri A	38490025	42536474	55452995	68478017	75220363
Faaliyet Giderleri OE	54099624	58305149	73036909	91495188	104067728
A/OE	0,71146567	0,72954919	0,75924619	0,748433	0,722802
Satışların Maliyeti (SM)					
SM(Banvit)	621022514				
[S/C(Banvit)-S/C(şeker)]*[A/OE]	0,02509829	0,11304017	0,04579018	0,0988638	0,0094289
Ortalama	0,058444256				
PD	36295198,95				

PD formülünde verilen bileşenlerin bulunabilmesi için gereken veri ve hesaplamalar tablo 17’de verilmiştir. Formülde yer alan beş yıllık fazla kar oranı ile niteliklendirme oranının çarpınlarının ortalaması 0,058444256 olarak bulunmuştur.

$$\frac{1}{5} \sum_{i=-4}^0 \left\{ \left(\frac{S_i}{C_i} - \frac{S_i^*}{C_i^*} \right) \times \frac{A_i}{OE_i} \right\} = 0,05844425$$

C₀ ise, son yıla ait olan satışların maliyeti olduğuna göre;

PD = 0,05844425 x 621022514 = 36295198,95 olarak hesaplanmıştır.

$$\text{Sadakat Faktörü LD} = \frac{\mu_c - \sigma_c}{\mu_c} = 1 - \frac{\sigma_c}{\mu_c}$$

Tablo 18. Banvit Sadakat Faktörünün Hesaplanması

Ortalama Satışların Maliyeti (μ)	429644581
Standart Sapma (σ)	154604329
LD	0,64015762

Sadakat faktörünün bulunmasında son beş yıla ait satışların maliyetinin ortalaması ve standart sapması belirlenmektedir. Son beş yıla ait ortalamanın 429644581 ve standart sapmanın 154604329 hesap edilmesiyle birlikte sadakat faktörü;

$$\text{LD} = 1 - (154604329 / 429644581) = 0,64015762 \text{ olarak bulunmuştur.}$$

Genişleme faktörü hesaplanırken, firmanın son iki yılına ait yurtdışı satışlarına ve çekirdek olmayan gelirlerine (faaliyet dışı karlarına) bakılmaktadır. Faaliyet raporlarına göre, Banvit firmasının son iki yıl zarfında herhangi bir yurt dışı satışı olduğu görülmemiştir. Bu yüzden genişleme faktörü sadece çekirdek olmayan gelirlere bakılarak hesaplanmıştır (Tablo 19).

Tablo 19. Banvit Genişleme Faktörünün hesaplanması

Yıllar	2008	2009
Yurtdışı Satışlar (SO)	-	-
Çekirdek olmayan Gelirler (SX)	1967068	10893501
SO Büyüme Oranı	-	
SX Büyüme Oranı	5,53793819	
ED	5,53793819	

Bu faktörlerin bulunmasıyla birlikte Banvit firmasının Hirose metoduyla hesaplanan marka değeri 1429689391 TL olarak hesap edilmiştir (Tablo 20).

Tablo 20. Hirose Metoduna Göre Banvit Marka Değeri

Marka Değeri	
PD	36295198,95
LD	0,640157619
ED	5,53793819
r	0,09
MD = PDxLDxED/r	1429689391

3.2.3.1.2. Coca Cola Marka Değerlemesi

Coca Cola, tüm dünya çapında üretim ve satış yapan, İMKB'den başka borsalara da kote olmuş bir firma olmasına rağmen, bu uygulamada, firmanın Türkiye verileri ışığında değerlemesi yapılmıştır. Unutulmamalıdır ki, Coca Cola'nın gerçek marka değeri, dünya genelindeki satışlarına bakıldığında çok daha yüksek olmaktadır.

İlk önce, Coca Cola firmasına ait WACC oranı şu şekilde hesaplanmıştır;

Coca Cola firması 2009 yılı sonuna ait faaliyet raporundaki verilere ve 2009 ortalama dolar libor oranına (1,5) göre borç ve özsermaye oranları ve maliyetleri aşağıdaki tablolarda verilmiştir. Coca Cola firmasının 2009 yılı sonu itibariyle hisse senedi sayısı 254371000, hisse senedi piyasa fiyatı 15 TL olduğuna göre, özsermaye;

$$254371000 \times 15 = 3815565000 \text{ TL}$$

Tablo 21. Coca Cola Borç ve Özsermaye Oranları

	TL Borç (TL)	Dolar Borç (TL)	Özsermaye (TL)	Kaynak (TL)
	0	456058000	3815565000	4271623000
Oran	0	0,106764572	0,893235428	

Tablo 22. Coca Cola Borç ve Özsermaye Maliyetleri

TL Maliyeti		Dolar Maliyeti		Özsermaye Maliyeti	
r	0	r (Lib+0,0325)	0,0475	Risksiz Faiz Oranı Rf	0,09
v	0,2	v	0,2	Beta B	0,9549
r*(1-v)	0	r*(1-v)	0,038	Piyasa Portföyünün Getiri Oranı Rm	0,29
				Rf+B*(Rm-Rf)	0,28098

Tablo 23. Coca Cola Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İskonto Katsayısı (WACC)		
TL Maliyeti	Dolar Maliyeti	Özsermaye Maliyeti
0	0,038	0,28098
KVYK Ağırlığı	UVYK Ağırlığı	Özsermaye Ağırlığı
0	0,106764572	0,893235428
WACC		0,255038344

Coca Cola firmasına ait 2005 – 2009 yılları arasındaki net satışları ve büyüme oranları göz önüne alındığında 2010 – 2014 yılları arasında %20'lik ve 2014 sonrasında ise %7'lik bir büyüme olacağı varsayılmıştır. 2014 yılından sonraki gelirler için iskonto oranı %25,5 ve büyüme oranı %7 değerleriyle anüite hesabı yapılmıştır.

Tablo 24. Coca Cola Satışların Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri

Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009	
Net Satışlar	1183878000	1667171000	1925906000	2258096000	2407527000	
Büyüme Oranı	0,203548	0,40822872	0,155194038	0,17248505	0,066175663	0,201126295
Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	2889032400	3466838880	4160206656	4992247987	5990697585	34648899544
Büyüme Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	7%

Coca Cola firmasının royalti metoduna göre hesaplanmış marka değeri tablo 25'te verilmiştir;

Tablo 25. Royalti Metoduna Göre Coca Cola Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	2889032400	3466838880	4160206656	4992247987	5990697585	34648899544
Büyüme Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	7%
Royalti Bedeli %4	115561296	138673555,2	166408266,2	199689919	239627903,4	1385955982
İskonto Oranı	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%
İskonto Katsayısı	0,79681275	0,634910557	0,505904826	0,40311142	0,321204315	0,321204315
Bugünkü Royalti Değeri	92080713,9	88045304,17	84186745,02	80497286,1	76969516,57	445175041,8
Marka Değeri						866954607,6TL

Coca Cola firmasının fiyat primi metoduna göre marka değerlemesinin yapılabilmesi için; Coca Cola'nın 330 ml kutu, 1,5lt pet şişe ve 2,5lt pet şişe kola ürünleri, LeCola ve Kristal Kola markalarının aynı özelliklerdeki ürünleriyle fiyat bazında karşılaştırılmıştır. Aslında bu markalar jenerik ürün tanımına uysalar da, kalite seviyesinin çok farklı olmasında ötürü fiyat farkları çok fazladır. Dolayısı ile yapılan değerlendirme çok doğru bir sonuç vermeyebilecektir.

Tablo 26. Coca Cola, Le Cola, Kristal Kola Ürün ve Fiyatları

	Coca Cola	Le Cola	Kristal
Ürün 1: 300 ml kutu (TL)	1,1	0,65	0,7
Ürün 2: 1,5 lt pet şişe (TL)	1,8	1,1	1,15
Ürün 3: 2,5 lt pet şişe (TL)	2,3	1,5	1,55

Verilen fiyatlar, firmalardan birebir alınan ve süpermarketlerden edinilen kampanya dahilinde olmayan indirimsiz satış fiyatlarının ortalaması alınarak verilmiştir. Bu fiyatlara göre hesaplanan fiyat primi ise tablo 27'de verilmiştir.

Tablo 27. Coca Cola Fiyat Primi

	Ürün 1	Ürün 2	Ürün 3	Ortalama
Fiyat Farkı (Kristal)	0,4	0,65	0,75	
Oran (Kristal)	0,363636	0,361111	0,326087	0,350278
Fiyat Farkı (Le Cola)	0,45	0,7	0,8	
Oran (Le Cola)	0,409091	0,388889	0,347826	0,381935
Fiyat Primi				0,366107

Fiyat primi metoduna göre hesaplanan Coca Cola'nın marka değeri tablo 28'de özetlenmiştir;

Tablo 28. Fiyat Primi Metoduna Göre Coca Cola'nın Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	2889032400	3466838880	4160206656	4992247987	5990697585	34648899544
Büyüme Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	7%
Fiyat Primi Tutarı (%36)	1057694174	1269233009	1523079611	1827695533	2193234639	12685194942
İskonto Oranı	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%
İskonto Katsayısı	0,79681275	0,63491056	0,50590483	0,40311142	0,32120432	0,321204315
F.P. Tutarı Bugünkü Değeri	842784202	805849437	770533326	736764933	704476430	4074539352
Marka Değeri						7934947680TL

Coca Cola firmasının Hirose metoduna göre marka değerlemesi, bilanço ve gelir tablosuna İMKB'den ulaşılabilen Kristal Kola ile kıyaslanarak oluşturulmuştur. Daha önce de bahsedildiği gibi Hirose metodu ana bileşenden ve risksiz faiz oranından oluşmaktadır; Prestij faktörü, Sadakat faktörü, Genişleme faktörü ve r (0,09).

Tablo 29. Coca Cola Prestij Faktörünün Hesaplanması

Fazla Kar Oranı (FKO)					
Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009
Net Satışlar S (CCola)	1183878000	1667171000	1925906000	2258096000	2407527000
Satışların Maliyeti C (CCola)	822899000	1142170000	1142007000	1346708000	1538851000
S / C (CCola)	1,43866744	1,45965224	1,68642224	1,6767525	1,5644965
Net Satışlar S (Kristal)	28130249	22399535	28489011	29116696	27705953
Satışların Maliyeti C (Kristal)	24367297	20374937	24994223	28446598	23814126
S / C (Kristal)	1,15442632	1,09936708	1,13982383	1,02355635	1,16342515
S/C (CCola) - S/C (Kristal)	0,28424112	0,36028516	0,54659841	0,65319615	0,40107135
Marka Niteliklendirme Oranı (MNO)					
Paz. Satış Dağıtım Giderleri A	207178000	282116000	464538000	563157000	556631000
Faaliyet Giderleri OE	247411000	348494000	541515000	657535000	661037000
A/OE	0,83738395	0,809529	0,85784881	0,85646696	0,84205725
Satışların Maliyeti (SM)					
SM(CCola)	1538851000				
[S/C(CCola)-S/C(Kristal)]*[A/OE]	0,23801895	0,29166129	0,46889879	0,55944092	0,33772504
Ortalama	0,379148998				
PD	583453815,1				

Tablo 30. Coca Cola'nın Sadakat Faktörünün Hesaplanması

Ortalama Satışların Maliyeti (μ)	1198527000
Standart Sapma (σ)	267041687
LD	0,77719176

Banvit firmasının aksine, Coca Cola'nın yurtdışı satışlarının olması itibariyle genişleme faktörü hesaplamasında hem yurtdışı satışlar hem de çekirdek olmayan gelirler göz önüne alınmıştır (Tablo 31).

$$ED = \frac{1}{2} \left\{ \frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left(\frac{SO_i - SO_{i-1}}{SO_{i-1}} + 1 \right) + \frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left(\frac{SX_i - SX_{i-1}}{SX_{i-1}} + 1 \right) \right\}$$

SO = Yurtdışı satışlar

SX = Çekirdek olmayan işletme segmentine ait satışlar

$\frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left(\frac{SO_i - SO_{i-1}}{SO_{i-1}} + 1 \right) =$ Son iki yıl için yurtdışı satışlarının ortalama büyüme oranı

$\frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left(\frac{SX_i - SX_{i-1}}{SX_{i-1}} + 1 \right) =$ Son iki yıl için çekirdek olmayan segmentteki satışların ortalama büyüme oranı

Tablo 31. Coca Cola'nın Genişleme Faktörünün Hesaplanması

Yıllar	2008	2009
Yurtdışı Satışlar (SO)	403763000	540838000
Çekirdek olmayan Gelirler (SX)	15632000	41568000
SO Büyüme Oranı	1,738469945	
SX Büyüme Oranı	2,659160696	
ED	1,999327204	

Bu verilenler ışığında Hirose metodu ile hesaplanan Coca Cola marka değeri tablo 32'de verilmiştir.

Tablo 32. Hirose Metoduna Göre Coca Cola Marka Değeri

Marka Değeri	
PD	583453815,1
LD	0,777191764
ED	1,999327204
r	0,09
MD = PDxLDxED/r	10073399073TL

3.2.3.1.3. Efes Pilsen Marka Değerlemesi

İlk önce, Efes Pilsen firmasına ait WACC oranı şu şekilde hesaplanmıştır;

Efes Pilsen firması 2009 yılı sonuna ait faaliyet raporundaki verilere ve 2009 ortalama dolar libor oranına (1,5) göre borç ve özsermaye oranları ve

maliyetleri aşağıdaki tablolarda verilmiştir. Efes Pilsen firmasının 2009 yılı sonu itibariyle hisse senedi sayısı 450000000, hisse senedi piyasa fiyatı 16,8 TL olduğuna göre, özsermaye;

$$450000000 \times 16,8 = 7560000000 \text{ TL}$$

Tablo 33. Efes Pilsen Borç ve Özsermaye Oranları

	TL Borç (TL)	Dolar Borç (TL)	Özsermaye (TL)	Kaynak (TL)
	0	1207220000	7560000000	8767220000
Oran	0	0,137697012	0,862302988	

Tablo 34. Efes Pilsen Borç ve Özsermaye Maliyetleri

TL Borç Maliyeti		Dolar Borç Maliyeti		Özsermaye Maliyeti	
r	0	r=Lib+0,05	0,065	Risksiz Faiz Oranı Rf	0,09
v	0,2	v	0,2	Beta B	1,059
r*(1-v)	0	r*(1-v)	0,052	Piyasa Portföyünün Getiri Oranı Rm	0,29
				Rf+B*(Rm-Rf)	0,3018

Tablo 35. Efes Pilsen Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İskonto Katsayısı (WACC)		
TL Borç Maliyeti	Dolar Borç Maliyeti	Özsermaye Maliyeti
0	0,052	0,3018
TL Borç Ağırlığı	Dolar Borç Ağırlığı	Özsermaye Ağırlığı
0	0,137697012	0,862302988
WACC	0,267403286	

Efes Pilsen firmasına ait 2005 – 2009 yılları arasındaki net satışları ve büyüme oranları göz önüne alındığında 2010 – 2014 yılları arasında %20'lik ve 2014 sonrasında ise %7'lik bir büyüme olacağı varsayılmıştır. 2014 yılından sonraki gelirler için iskonto oranı %26,7 ve büyüme oranı %7 değerleriyle anüite hesabı yapılmıştır.

Tablo 36. Efes Pilsen Satışların Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri

Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009	
Net Satışlar	1619419872	2594045000	3030359000	3668917000	3811067000	
Büyüme Oranı	0,148591913	0,60183597	0,16819832	0,21072025	0,0387444	0,23361817
Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Net Satışlar	4573280400	5487936480	6585523776	7902628531	9483154237	51507487438
Büyüme Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	0,07

Efes Pilsen firmasının royalti metoduna göre hesaplanmış marka değeri tablo 37’de verilmiştir;

Tablo 37. Royalti Metoduna Göre Efes Pilsen Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Net Satışlar	4573280400	5487936480	6585523776	7902628531	9483154237	51507487483
Büyüme Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	0,07
Royalti Bedeli %4	182931216	219517459	263420951	316105141	379326169	2060299499
İskonto Oranı	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%
İskonto Katsayısı	0,789265983	0,62294079	0,49166598	0,38805523	0,30627879	0,306278792
Bugünkü Royalti Değeri	144381386	136746380	129515119	122666253	116179561	631026041,9
Marka Değeri						1280514741TL

Yapılan araştırmalar doğrultusunda, Efes Pilsen’e uygun jenerik ya da fiyat primi sağlanan az bilinen markalı ürün olmadığı görüldüğü için fiyat primi metodu uygulanmamıştır.

Efes Pilsen firmasının Hirose metoduna göre marka değerlemesi, bilanço ve gelir tablosuna İMKB’den ulaşılabilen Tuborg ile kıyaslanarak oluşturulmuştur. Daha önce de bahsedildiği gibi Hirose metodu ana bileşenden ve risksiz faiz oranından oluşmaktadır; Prestij faktörü, Sadakat faktörü, Genişleme faktörü ve r (0,09).

Tablo 38. Efes Pilsen Prestij Faktörünün Hesaplanması

Fazla Kar Oranı (FKO)					
Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009
Net Satışlar S (Efes)	1619419872	2594045000	3030359000	3668917000	3811067000
Satışların Maliyeti C (Efes)	758597250	1344440000	1495629000	1860707000	1907934000
S / C (Efes)	2,13475579	1,92946134	2,02614352	1,97178653	1,99748367
Net Satışlar S (Tuborg)	156166644	152503918	158574170	167699139	184893187
Satışların Maliyeti C (Tuborg)	84580895	79265419	85301704	100613321	110898037
S / C (Tuborg)	1,84635838	1,92396533	1,8589801	1,66676875	1,66723589
S/C (Efes) - S/C (Tuborg)	0,28839741	0,00549601	0,16716342	0,30501778	0,33024778
Marka Niteliklendirme Oranı (MNO)					
Paz. Satış Dağıtım Giderleri A	397823919	626787000	757954000	913028000	928050000
Faaliyet Giderleri OE	557846353	854219000	1018974000	1219918000	1250144000
A/OE	0,71314246	0,73375446	0,74384037	0,74843391	0,74235448
Satışların Maliyeti (SM)					
SM(Efes)	1907934000				
[S/C(Efes)-S/C(Tuborg)]*[A/OE]	0,20566844	0,00403272	0,1243429	0,22828565	0,24516092
Ortalama	0,161498126				
PD	308127765,8				

Tablo 39. Efes Pilsen'in Sadakat Faktörünün Hesaplanması

Ortalama Satışların Maliyeti (μ)	1473461450
Standart Sapma (σ)	465535786
LD	0,68405296

Tablo 40. Efes Pilsen'in Genişleme Faktörünün Hesaplanması

Yıllar	2008	2009
Yurtdışı Satışlar (SO)	1567965000	1617883000
Çekirdek olmayan Gelirler (SX)	82397000	41740000
SO Büyüme Oranı	1,03183617	
SX Büyüme Oranı	0,506571841	
ED	0,769204006	

Tablo 41. Hirose Metoduna Göre Efes Pilsen Marka Değeri

Marka Değeri	
PD	308127765,8
LD	0,684052958
ED	0,769204006
r	0,09
MD=PDxLDxED/r	1801439114

3.2.3.1.4. Kent Gıda Marka Değerlemesi

İlk önce, Kent Gıda firmasına ait WACC oranı şu şekilde hesaplanmıştır. Kent Gıda firmasının 2009 yılı sonu itibariyle hisse senedi sayısı 28977804 hisse senedi piyasa fiyatı 42,25 TL olduğuna göre, özsermaye;

$$28977804 \times 42,25 = 1224312219 \text{ TL}$$

Tablo 42. Kent Gıda Borç ve Özsermaye Oranları

	TL Borç (TL)	Dolar Borç (TL)	Özsermaye (TL)	Kaynak (TL)
	13558704	0	1224312219	1237870923
Oran	0,010953245	0	0,989046755	

Tablo 43. Kent Gıda Borç ve Özsermaye Maliyetleri

TL Borç Maliyeti		Dolar Borç Maliyeti		Özsermaye Maliyeti	
r	0,069	r	0	Risksiz Faiz Oranı Rf	0,09
v	0,2	v	0,2	Beta B	1,2393
r*(1-v)	0,0552	r*(1-v)	0	Piyasa Portföyünün Getiri Oranı Rm	0,29
				Rf+B*(Rm-Rf)	0,33786

Tablo 44. Kent Gıda Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İskonto Katsayısı (WACC)		
TL Borç Maliyeti	Dolar Borç Maliyeti	Özsermaye Maliyeti
0,0552	0	0,33786
TL Borç Ağırlığı	Dolar Borç Ağırlığı	Özsermaye Ağırlığı
0,010953245	0	0,989046755
WACC	0,334763956	

Kent Gıda firmasına ait 2005 – 2009 yılları arasındaki net satışları ve büyüme oranları göz önüne alındığında 2010 – 2014 yılları arasında %17'lik ve 2014 sonrasında ise %7'lik bir büyüme olacağı varsayılmıştır. 2014 yılından sonraki gelirler için iskonto oranı %33,5 ve büyüme oranı %7 değerleriyle anüite hesabı yapılmıştır.

Tablo 45. Kent Gıda Satışların Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri

Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009	
Net Satışlar	268630008	353633898	408586310	503528316	505769120	
Büyüme Oranı	0,132089	0,3164348	0,1553935	0,232367076	0,004450205	0,16814692
Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	591749870	692347348	810046398	947754285,2	1108872514	4477334300
Büyüme Oranı	17%	17%	17%	17%	17%	7%

Kent Gıda firmasının royalti metoduna göre hesaplanmış marka değeri tablo 46'da verilmiştir;

Tablo 46. Royalti Metoduna Göre Efes Pilsen Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	591749870	692347348	810046398	947754285,2	1108872514	4477334300
Büyüme Oranı	17%	17%	17%	17%	17%	7%
Royalti Bedeli %4	23669995	27693894	32401856	37910171,41	44354900,55	179093372
İskonto Oranı	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%
İskonto Katsayısı	0,7490637	0,5610964	0,4202969	0,31482915	0,235827079	0,23582708
Bugünkü Royalti Değeri	17730333	15538944	13618400	11935227,05	10460086,63	42235066,8
Marka Değeri						111518057TL

Kent Gıda firmasının fiyat primi metoduna göre marka değerlemesinin yapılabilmesi için; Kent Gıda'nın 700 gr'lık karışık meyve aromalı toffe şeker , 375 gr karışık meyve aromalı bonbon şeker ve 375 gr dolgulu sert şeker ürünleri, Melise Çikolata ve Şekerleme markasının aynı özelliklerdeki ürünleriyle fiyat bazında karşılaştırılmıştır. Bu marka, jenerik ürün tanımına fiyat bazında kaliteden kaynaklı tam uyum göstermese de, piyasada Kent Gıda ürünleriyle kıyaslanabilecek başka marka olmadığı için tek jenerik ürün olarak kullanılmıştır.

Tablo 47. Kent Gıda ve Melisa Çikolata ve Şekerleme Ürün ve Fiyatları

	Kent	Melisa
Ürün1: 700gr karışık meyve aromalı toffe şeker (TL)	15	12,5
Ürün2: 375gr karışık meyve aromalı bonbon şeker (TL)	7,25	5,75
Ürün3: 375gr çikolata dolgulu sert şeker (TL)	7,25	5,9

Tablo 48. Kent Gıda Fiyat Primi

	Ürün 1	Ürün 2	Ürün 3	Ortalama
Fiyat Farkı	2,5	1,5	1,35	
Oran	0,166667	0,206897	0,186207	0,18659
Fiyat Primi				0,18659

Tablo 49. Fiyat Primi Metoduna Göre Kent Gıda Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	591749870	692347348	810046398	947754285	1108872514	4477334300
Büyüme Oranı	17%	17%	17%	17%	17%	7%
Fiyat Primi (%18,7)	110414631	129185118,3	151146588,4	176841508,4	206904565	835425979
İskonto Oranı	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%
İskonto Katsayısı	0,74906367	0,561096382	0,420296916	0,31482915	0,23582708	0,23582708
Fiyat Primi Bugünkü Değeri	82707588,76	72485302,51	63526444,89	55674861,82	48793699,1	197016068
Marka Değeri						520203965TL

Kent Gıda ile kıyaslama yapmak için İMKB'de işlem gören ya da bilanço ve gelir tablosuna ulaşılabilen başka bir firma olmadığı için, Hirose modeli marka değerlemesi yapılmamıştır.

3.2.3.1.5. Kerevitaş Marka Değerlemesi

İlk önce, Kerevitaş firmasına ait WACC oranı şu şekilde hesaplanmıştır. Kerevitaş firmasının 2009 yılı sonu itibariyle hisse senedi sayısı 3744000 hisse senedi piyasa fiyatı 31 TL olduğuna göre, özsermaye;

$$3744000 \times 31 = 116064000 \text{ TL}$$

Tablo 50. Kerevitaş Borç ve Özsermaye Oranları

	TL Borç (TL)	Dolar Borç (TL)	Özsermaye (TL)	Kaynak (TL)
	0	78525183	116064000	194589183
Oran	0	0,403543413	0,596456587	

Tablo 51. Kerevitaş Borç ve Özsermaye Maliyetleri

TL Borç Maliyeti		Dolar Borç Maliyeti		Özsermaye Maliyeti	
r	0	r (Lib+2,5)	0,04	Risksiz Faiz Oranı Rf	0,09
v	0,2	v	0,2	Beta B	1,2184
r*(1-v)	0	r*(1-v)	0,032	Piyasa Portföyünün Getiri Oranı Rm	0,29
				Rf+B*(Rm-Rf)	0,33368

Tablo 52. Kerevitaş Ağırlı Ortalama Sermaye Maliyeti

İskonto Katsayısı (WACC)		
TL Borç Maliyeti	Dolar Borç Maliyeti	Özsermaye Maliyeti
0	0,032	0,33368
TL Borç Ağırlığı	Dolar Borç Ağırlığı	Özsermaye Ağırlığı
0	0,403543413	0,596456587
WACC	0,211939023	

Kerevitaş firmasına ait 2005 – 2009 yılları arasındaki net satışları ve büyüme oranları göz önüne alındığında 2010 – 2014 yılları arasında %20'lik ve 2014 sonrasında ise %7'lik bir büyüme olacağı varsayılmıştır. 2014 yılından sonraki gelirler için iskonto oranı %21,2 ve büyüme oranı %7 değerleriyle anüite hesabı yapılmıştır.

Tablo 53. Kerevitaş Satışların Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri

Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009	
Net Satışlar	67977837	91775824	112472001	127286965	158865846	
Büyüme Oranı	0,1029	0,3500845	0,2255079	0,1317214	0,248092	0,211661163
Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	190639015	228766818	274520182	329424218	395309062	2978737298
Büyüme Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	7%

Kerevitaş firmasının royalti metoduna göre hesaplanmış marka değeri tablo 54'te verilmiştir;

Tablo 54. Royalti Metoduna Göre Kerevitaş Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	190639015	228766818	274520182	329424218	395309062	2978737298
Büyüme Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	7%
Royalti Bedeli %4	7625560,6	9150672,7	10980807	13176969	15812362	119149491,9
İskonto Oranı	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%
İskonto Katsayısı	0,8250825	0,6807611	0,5616841	0,4634357	0,3823727	0,38237272
Bugünkü Royalti Değeri	6291716,7	6229422,4	6167745	6106678,2	6046216,1	45559515,35
Marka Değeri						76401293,75TL

Kerevitaş firmasının fiyat primi metoduna göre marka değerlemesinin yapılabilmesi için; Superfresh 1000 gr parmak patates, 960 gr dondurulmuş pizza ve 1000 gr milföy hamuru ürünleriyle, Feast ve Yuva markalarının aynı özelliklerdeki ürünleriyle fiyat bazında karşılaştırılmıştır. Yuva markası, jenerik ürün tanımına fiyat bazında kaliteden kaynaklı tam uyum göstermese de, piyasada Kent Gıda ürünleriyle kıyaslanabilecek az miktarda marka olduğu, Feast markası ise Superfresh'den daha az bilinen bir marka olduğu için tek jenerik ürün olarak kullanılmıştır.

Tablo 55. Kerevitaş, Feast ve Yuva Ürün ve Fiyatları

	Kerevitaş	Feast	Yuva
Ürün1: 1000gr dondurulmuş parmak patates (TL)	5,45	5,2	3,1
Ürün2: 960gr dondurulmuş pizza (TL)	9,2	8,4	6,9
Ürün3: 1000ge milföy hamuru	4,6	4,1	2,8

Tablo 56. Kerevitaş Fiyat Primi

	Ürün 1	Ürün 2	Ürün 3	Ortalama
Fiyat Farkı (Feast)	0,25	0,8	0,5	
Oran (Feast)	0,045872	0,086957	0,108696	0,080508
Fiyat Farkı (Yuva)	1,35	1,9	1,2	
Oran (Yuva)	0,247706	0,206522	0,26087	0,238366
Fiyat Primi				0,159437

Tablo 57. Fiyat Primi Metoduna Göre Kerevitaş Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	190639015,2	228766818,2	274520181,9	329424218,3	395309061,9	2978737298
Büyüme Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	7%
Fiyat Primi %16	30394895,51	36473874,61	43768649,53	52522379,43	63026855,32	474920670,4
İskonto Oranı	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%
İskonto Katsayısı	0,825082508	0,680761145	0,561684113	0,463435737	0,38237272	0,38237272
Fiyat Primi Bugünkü Değeri	25078296,62	24829996,66	24584155,1	24340747,63	24099750,13	181596708,7
Marka Değeri						304529654,8TL

Kıyaslama yapmak için bilanço ve gelir tablosuna ulaşılabilen başka bir firma olmadığı için, Hirose modeli marka değerlemesi yapılmamıştır.

3.2.3.1.6. Penguen Marka Değerlemesi

İlk önce, Penguen firmasına ait WACC oranı şu şekilde hesaplanmıştır. Penguen firmasının 2009 yılı sonu itibarıyla hisse senedi sayısı 50600000 hisse senedi piyasa fiyatı 0,95 TL olduğuna göre, özsermaye;

$$50600000 \times 0,95 = 48070000 \text{ TL}$$

Tablo 58. Penguen Borç ve Özsermaye Oranları

	TL Borç (TL)	EURO Borç (TL)	Özsermaye (TL)	Kaynak (TL)
	0	17229222	48070000	65299222
Oran	0	0,263850341	0,736149659	

Tablo 59. Penguen Borç ve Özsermaye Maliyetleri

TL Borç Maliyeti		EURO Borç Maliyeti		Özsermaye Maliyeti	
r	0	r	0,072	Risksiz Faiz Oranı Rf	0,09
v	0,2	v	0,2	Beta B	0,7122
r*(1-v)	0	r*(1-v)	0,0576	Piyasa Portföyünün Getiri Oranı Rm	0,29
				Rf+B*(Rm-Rf)	0,23244

Tablo 60. Penguen Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İskonto Katsayısı (WACC)		
TL Borç Maliyeti	EURO Borç Maliyeti	Özsermaye Maliyeti
0	0,0576	0,23244
TL Borç Ağırlığı	EURO Borç Ağırlığı	Özsermaye Ağırlığı
0	0,263850341	0,736149659
WACC	0,186308406	

Penguen firmasına ait 2005 – 2009 yılları arasındaki net satışları ve büyüme oranları göz önüne alındığında 2010 – 2014 yılları arasında %6'lık ve 2014 sonrasında ise %7'lik bir büyüme olacağı varsayılmıştır. 2014 yılından sonraki gelirler için iskonto oranı %18,6 ve büyüme oranı %7 değerleriyle anüite hesabı yapılmıştır.

Tablo 61. Penguen Satışların Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri

Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009	
Net Satışlar	58798953	66984452	66343828	67058042	84985416	
Büyüme Oranı	-0,1248	0,139212	-0,009563772	0,010765342	0,267341149	0,056590873
Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	90084541	95489613	101218990,2	107292129,6	113729657,4	1039253766
Büyüme Oranı	6%	6%	6%	6%	6%	7%

Tablo 62. Royalti Metoduna Göre Penguen Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	90084541	95489613	101218990,2	107292129,6	113729657,4	1039253766
Büyüme Oranı	6%	6%	6%	6%	6%	7%
Royalti Bedeli %4	3603382	3819585	4048759,609	4291685,185	4549186,297	41570150,64
İskonto Oranı	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%
İskonto Katsayısı	0,84317	0,710936	0,599440294	0,505430265	0,426163799	0,426163799
Bugünkü Royalti Değeri	3038264	2715481	2426989,652	2169147,581	1938698,513	17715693,31
Marka Değeri						30004274,38TL

Firmanın fiyat primi metoduna göre marka değerlemesinin yapılabilmesi için; 680 gr cam kavanoz bezelye, 670 gr cam kavanoz bamya, 670 gr cam kavanoz fasulye ve 680 gr cam kavanoz közlenmiş biber ürünleri, Tukaş ve Sera markalarının aynı özelliklerdeki ürünleriyle fiyat bazında karşılaştırılmıştır. Her iki firma da markası Penguen'den daha az bilinen ve benzer kalitelerde üretim yapan markalar olduğu için jenerik marka olarak kullanılmıştır.

Tablo 63. Penguen, Tukaş ve Sera Konserve Satış Fiyatları

	Penguen	Tukaş	Sera
Ürün1: 680 gr cam kavanoz bezelye (TL)	2,95	2,8	2,95
Ürün2: 670 gr cam kavanoz bamya (TL)	4,95	4,8	3,85
Ürün3: 670 gr cam kavanoz fasulye (TL)	3,7	3,8	2,8
Ürün4: 680 gr cam kavanoz közlenmiş biber (TL)	4,85	3,95	3,7

Tablo 64. Penguen Fiyat Primi

	Ürün 1	Ürün 2	Ürün 3	Ürün 4	Ortalama
Fiyat Farkı (Tukaş)	0,15	0,15	-0,1	0,9	
Oran (Tukaş)	0,050847	0,030303	-0,02703	0,185567	0,059923
Fiyat Farkı (Sera)	0	1,1	0,9	1,15	
Oran (Sera)	0	0,222222	0,243243	0,237113	0,175645
Fiyat Primi					0,117784

Tablo 65. Fiyat Primi Metoduna Göre Penguen Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	90084541	95489613,42	101218990,2	107292129,6	113729657,4	1049058047
Büyüme Oranı	6%	6%	6%	6%	6%	7%
Fiyat Primi %11,8	10610488	11247116,86	11921943,87	12637260,51	13395496,14	123561904
İskonto Oranı	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%
İskonto Katsayısı	0,84317	0,710936189	0,599440294	0,505430265	0,426163799	0,426163799
Fiyat Primi Bugünkü Değeri	8946448	7995982,401	7146493,546	6387253,928	5708675,517	52657610,37
Marka Değeri						88842464

Penguen firmasının Hirose metoduna göre marka değerlemesi, bilanço ve gelir tablosuna İMKB'den ulaşılabilen Tukaş ile kıyaslanarak oluşturulmuştur. Daha önce de bahsedildiği gibi Hirose metodu ana bileşenden ve risksiz faiz oranından oluşmaktadır; Prestij faktörü, Sadakat faktörü, Genişleme faktörü ve r (0,09).

Tablo 66. Penguen Prestij Faktörünün Hesaplanması

Fazla Kar Oranı (FKO)					
Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009
Net Satışlar S (Penguen)	58798953	66984452	66343828	67058042	84985416
Satışların Maliyeti C (Penguen)	43976702	55644326	51569920	53636549	64368135
S / C (Penguen)	1,33704781	1,20379663	1,28648305	1,25023036	1,3203026
Net Satışlar S (Tukaş)	153090165	167955282	165495838	138611656	139433319
Satışların Maliyeti C (Tukaş)	107670196	114427905	126323088	136546641	120138424
S / C (Tukaş)	1,42184347	1,46778255	1,31009969	1,01512315	1,16060553
S/C (Penguen) - S/C (Tukaş)	-0,0847957	-0,2639859	-0,0236166	0,23510721	0,15969707
Marka Niteliklendirme Oranı (MNO)					
Paz. Satış Dağıtım Giderleri A	8142032	11065199	9436714	7764664	9958027
Faaliyet Giderleri OE	14332366	18326354	14112742	13246359	15450702
A/OE	0,56808708	0,60378616	0,66866623	0,58617345	0,64450321
Satışların Maliyeti (SM)					
SM(Penguen)	64368135				
[S/C(Penguen)-S/C(Tukaş)]*[A/OE]	-0,0481713	-0,159391	-0,0157916	0,13781361	0,10292528
Ortalama	0,003476974				
PD	223806,3169				

Tablo 67. Penguen Sadakat Faktörünün Hesaplanması

Ortalama Satışların Maliyeti (μ)	53839126,4
Standart Sapma (σ)	7358269,46
LD	0,86332859

Tablo 68. Penguen Genişleme Faktörünün Hesaplanması

Yıllar	2008	2009
Yurtdışı Satışlar (SO)	31280080	45394911
Çekirdek olmayan Gelirler (SX)	1203678	532623
SO Büyüme Oranı	1,451240246	
SX Büyüme Oranı	0,442496249	
ED	0,946868248	

Tablo 69. Hirose Metoduna Göre Penguen Marka Değeri

Marka Değeri	
PD	223806,3169
LD	0,863328587
ED	0,946868248
r	0,09
MD=PDxLDxED/r	2032803,996TL

3.2.3.1.7. Pınar Entegre Et ve Un Marka Değerlemesi

İlk önce, Pınar Entegre Et Un firmasına ait WACC oranı şu şekilde hesaplanmıştır. Pınar Entegre Et ve Un firmasının 2009 yılı sonu itibariyle hisse senedi sayısı 43335000 hisse senedi piyasa fiyatı 4,42 TL olduğuna göre, özsermaye;

$$43335000 \times 4,42 = 191540700 \text{ TL}$$

Tablo 70. Pınar Entegre Et ve Un Borç ve Özsermaye Oranları

	TL Borç (TL)	EURO Borç (TL)	Özsermaye (TL)	Kaynak (TL)
	0	26131756	191540700	217672456
Oran	0	0,120050816	0,879949184	

Tablo 71. Pınar Entegre Et ve Un Borç ve Özsermaye Maliyetleri

TL Borç Maliyeti		EURO Borç Maliyeti		Özsermaye Maliyeti	
r	0	r	0,0662	Risksiz Faiz Oranı Rf	0,09
v	0,2	v	0,2	Beta B	0,917
r*(1-v)	0	r*(1-v)	0,05296	Piyasa Portföyünün Getiri Oranı Rm	0,29
				Rf+B*(Rm-Rf)	0,2734

Tablo 72. Pınar Entegre Et ve Un Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İskonto Katsayısı (WACC)		
TL Borç Maliyeti	EURO Borç Maliyeti	Özsermaye Maliyeti
0	0,05296	0,2734
TL Borç Ağırlığı	EURO Borç Ağırlığı	Özsermaye Ağırlığı
0	0,120050816	0,879949184
WACC	0,246935998	

Pınar Entegre Et ve Un firmasına ait 2005 – 2009 yılları arasındaki net satışları ve büyüme oranları göz önüne alındığında 2010 – 2014 yılları arasında %8'lik ve 2014 sonrasında ise %7'lük bir büyüme olacağı varsayılmıştır. 2014 yılından sonraki gelirler için iskonto oranı %24,7 ve büyüme oranı %7 değerleriyle anüite hesabı yapılmıştır.

Tablo 73. Pınar Entegre Et ve Un Satışların Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri

Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009	
Net Satışlar	218921981	247226676	280950742	306122267	307871231	
Büyüme Oranı	0,0284	0,1292912	0,1364095	0,0895941	0,0057133	0,077881622
Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	332500929	359101004	387829084	418855411	452363844	2734628886
Büyüme Oranı	8%	8%	8%	8%	8%	7%

Firmanın royalti metoduna göre hesaplanmış marka değeri tablo 74'te verilmiştir;

Tablo 74. Royalti Metoduna Göre Pınar Entegre Et ve Un Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	332500929	359101004	387829084	418855411	452363844	2734628886
Büyüme Oranı	8%	8%	8%	8%	8%	7%
Royalti Bedeli %4	13300037	14364040	15513163	16754216	18094554	109385155,4
İskonto Oranı	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%
İskonto Katsayısı	0,8019246	0,6430831	0,5157042	0,4135559	0,3316406	0,331640631
Bugünkü Royalti Değeri	10665627	9237271,4	8000203	6928804,5	6000889,2	36276561,96
Marka Değeri						77109357,29TL

Firmanın fiyat primi metoduna göre marka değerlemesinin yapılabilmesi için; 250 gr %70 dana etinden oluşan macar salam, 250 gr kangal sucuk ve 250 gr acılı kangal sucuk ürünleri, Aytaç markasının aynı özelliklerdeki ürünleriyle fiyat bazında karşılaştırılmıştır. Aytaç markası

Pınar'dan daha az bilinen ve benzer kalitelerde üretim yapan bir marka olduğu için tek jenerik ürün olarak kullanılmıştır.

Tablo 75. Pınar Entegre Et ve Un, Aytaç Ürün ve Fiyatları

	Pınar	Aytaç
Ürün1: 250 gr %70 dana eti macar salam (TL)	3,5	3,15
Ürün2: 250gr kangal sucuk (TL)	9,8	8,65
Ürün3: 250gr acılı kangal sucuk (TL)	10,9	9,2

Tablo 76. Pınar Entegre Et ve Un Fiyat Primi

	Ürün 1	Ürün 2	Ürün 3	Ortalama
Fiyat Farkı	0,35	1,15	1,7	
Oran	0,1	0,117347	0,155963	0,124437
Fiyat Primi				0,124437

Tablo 77. Fiyat Primi Metoduna Göre Pınar Entegre Et ve Un Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	332500929,5	359101003,8	387829084,1	418855410,9	452363843,7	2734628886
Büyüme Oranı	8%	8%	8%	8%	8%	7%
Fiyat Primi %12,4	41375334,1	44685360,83	48260189,69	52121004,87	56290685,26	340288323,3
İskonto Oranı	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%
İskonto Katsayısı	0,801924619	0,643083095	0,515704166	0,413555867	0,331640631	0,331640631
Fiyat Primi Bugünkü Değeri	33179899,04	28736400,13	24887980,86	21554947,34	18668278,37	112853434,2
Marka Değeri						239880939,9TL

Kıyaslama yapmak için bilanço ve gelir tablosuna ulaşılabilen başka bir firma olmadığı için, Hirose modeli marka değerlemesi yapılmamıştır.

3.2.3.1.8. Pınar Su Marka Değerlemesi

Pınar Su firmasına ait WACC oranı şu şekilde hesaplanmıştır. Pınar Su firmasının 2009 yılı sonu itibariyle hisse senedi sayısı 12732754 hisse senedi piyasa fiyatı 5,05 TL olduğuna göre, özsermaye;

$$12732754 \times 5,05 = 64300407,7 \text{ TL}$$

Tablo 78. Pınar Su Borç ve Özsermaye Oranları

	TL Borç (TL)	EURO Borç (TL)	Özsermaye (TL)	Kaynak (TL)
	0	8830790	64300407,7	73131197,7
Oran	0	0,120752706	0,879247294	

Tablo 79. Pınar Su Borç ve Özsermaye Maliyetleri

TL Borç Maliyeti		EURO Borç Maliyeti		Özsermaye Maliyeti	
r	0	r	0,029	Risksiz Faiz Oranı Rf	0,09
v	0,2	v	0,2	Beta B	0,707
r*(1-v)	0	r*(1-v)	0,0232	Piyasa Portföyünün Getiri Oranı Rm	0,29
				Rf+B*(Rm-Rf)	0,2314

Tablo 80. Pınar Su Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İskonto Katsayısı (WACC)		
TL Borç Maliyeti	EURO Borç Maliyeti	Özsermaye Maliyeti
0	0,0232	0,2314
TL Borç Ağırlığı	EURO Borç Ağırlığı	Özsermaye Ağırlığı
0	0,120752706	0,879247294
WACC	0,206259287	

Pınar Su firmasına ait 2005 – 2009 yılları arasındaki net satışları ve büyüme oranları göz önüne alındığında 2010 – 2014 yılları arasında %20'lik ve 2014 sonrasında ise %7'lik bir büyüme olacağı varsayılmıştır. 2014 yılından sonraki gelirler için iskonto oranı %20,6 ve büyüme oranı %7 değerleriyle anüite hesabı yapılmıştır.

Tablo 81. Pınar Su Satışlarının Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri

Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009	
Net Satışlar	43823680	48581001	60571593	61167192	54701397	
Büyüme Oranı	0,6966	0,108556	0,2468165	0,009833	-0,105707	0,1912197
Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	65641676	78770012	94524014	113428817	136114580	1070901476
Büyüme Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	7%

Tablo 82. Royalti Metoduna Göre Pınar Su Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	65641676	78770012	94524014	113428817	136114580	1070901476
Büyüme Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	7%
Royalti Bedeli %4	2625667	3150800	3780960,6	4537152,7	5444583,2	42836059,1
İskonto Oranı	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%
İskonto Katsayısı	0,829187	0,687552	0,5701092	0,4727274	0,3919796	0,3919796
Bugünkü Royalti Değeri	2177170	2166338	2155560,5	2144836,4	2134165,5	16790861,1
Marka Değeri						27568931,9TL

Firmanın fiyat primi metoduna göre marka değerlemesinin yapılabilmesi için; 0,5lt, 1,5lt ve 5lt pet şişe su ürünleri ile , Hisar Su ve Aytaç Su markalarının aynı özelliklerdeki ürünleriyle fiyat bazında karşılaştırılmıştır. Her iki firma da markası Pınar'dan daha az bilinen ve benzer kalitelerde üretim yapan bir marka olduğu için tek jenerik ürün olarak kullanılmıştır.

Tablo 83. Pınar Su, Hisar Su ve Aytaç Su Ürün ve Fiyatları

	Pınar	Hisar	Aytaç
Ürün1: 0,5lt pet şişe su (TL)	0,48	0,4	0,38
Ürün2: 1,5lt pet şişe su (TL)	0,85	0,78	0,7
Ürün3: 5lt pet şişe su (TL)	2,1	1,8	1,75

Tablo 84. Pınar Su Fiyat Primi

	Ürün 1	Ürün 2	Ürün 3	Ortalama
Fiyat Farkı (Hisar)	0,08	0,07	0,3	
Oran (Hisar)	0,166667	0,082353	0,142857	0,130626
Fiyat Farkı (Aytaç)	0,1	0,15	0,35	
Oran (Aytaç)	0,208333	0,176471	0,166667	0,183824
Fiyat Primi				0,157225

Tablo 85. Fiyat Primi Metoduna Göre Pınar Su Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	65641676,4	78770011,68	94524014,02	113428816,8	136114580,2	1070901476
Büyüme Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	7%
Fiyat Primi (%15,7)	10320483,46	12384580,15	14861496,18	17833795,42	21400554,5	168372009,7
İskonto Oranı	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%
İskonto Katsayısı	0,829187396	0,687551738	0,570109236	0,472727393	0,391979596	0,391979596
Fiyat Primi Bugünkü Değeri	8557614,809	8515039,611	8472676,229	8430523,611	8388580,708	65998392,33
Marka Değeri						108362827,3TL

Pınar Su ile kıyaslama yapmak için İMKB’de işlem gören ya da bilanço ve gelir tablosuna ulaşılabilen başka bir firma olmadığı için, Hirose modeli marka değerlemesi yapılmamıştır.

3.2.3.1.9. Tat Konserve Marka Değerlemesi

Tat Konserve firmasına ait WACC oranı şu şekilde hesaplanmıştır. Tat Konserve firmasının 2009 yılı sonu itibariyle hisse senedi sayısı 136000000 hisse senedi piyasa fiyatı 3,06 TL olduğuna göre, özsermaye;

$$136000000 \times 3,06 = 416160000$$

Tablo 86. Tat Konserve Borç ve Özsermaye Oranları

	TL Borç (TL)	Dolar Borç (TL)	Özsermaye (TL)	Kaynak (TL)
	54090795	46296162	416160000	516546957
Oran	0,104716124	0,089626241	0,805657635	

Tablo 87. Tat Konserve Borç ve Özsermaye Maliyetleri

TL Borç Maliyeti		Dolar Borç Maliyeti		Özsermaye Maliyeti	
r	0,1014	r	0,0549	Risksiz Faiz Oranı Rf	0,09
v	0,2	v	0,2	Beta B	0,7954
r*(1-v)	0,08112	r*(1-v)	0,04392	Piyasa Portföyünün Getiri Oranı Rm	0,29
				Rf+B*(Rm-Rf)	0,24908

Tablo 88. Tat Konserve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İskonto Katsayısı (WACC)		
TL Borç Maliyeti	Dolar Borç Maliyeti	Özsermaye Maliyeti
0,08112	0,04392	0,24908
TL Borç Ağırlığı	Dolar Borç Ağırlığı	Özsermaye Ağırlığı
0,104716124	0,089626241	0,805657635
WACC	0,21310416	

Tat Konserve firmasına ait 2005 – 2009 yılları arasındaki net satışları ve büyüme oranları göz önüne alındığında 2010 – 2014 yılları arasında %14'lük ve 2014 sonrasında ise %7'lik bir büyüme olacağı varsayılmıştır. 2014 yılından sonraki gelirler için iskonto oranı %21,3 ve büyüme oranı %7 değerleriyle anüite hesabı yapılmıştır.

Tablo 89. Tat Konserve Satışların Büyüme Oranı ve Satış Tahminleri

Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009	
Net Satışlar	350012359	448398975	546836505	629053514	693686750	
Büyüme Oranı	-0,08009	0,281094691	0,219531122	0,150350257	0,102746801	0,134726574
Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	790802895	901515300,3	1027727442	1171609284	1335634584	9993909126
Büyüme Oranı	14%	14%	14%	14%	14%	0,07

Tablo 90. Royalti Metoduna Göre Tat Konserve Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	790802895	901515300,3	1027727442	1171609284	1335634584	9993909126
Büyüme Oranı	14%	14%	14%	14%	14%	0,07
Royalti Bedeli %4	31632116	36060612,01	41109097,69	46864371,37	53425383,36	399756365
İskonto Oranı	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%
İskonto Katsayısı	0,8244023	0,679639166	0,560296097	0,461909396	0,380799172	0,380799172
Bugünkü Royalti Değeri	26077589	24508204,27	23033267	21647093,47	20344341,76	152226892,9
Marka Değeri						267837388,7TL

Firmanın fiyat primi metoduna göre marka değerlemesinin yapılabilmesi için; 680 gr cam kavanoz bezelye, 670 gr cam kavanoz bamya, 670 gr cam kavanoz fasulye ve 680 gr cam kavanoz közlenmiş biber ürünleri ile, Penguen, Tukaş ve Sera markalarının aynı özelliklerdeki ürünleriyle fiyat bazında karşılaştırılmıştır. Her üç firma da markası Tat'dan daha az bilinen ve benzer kalitelerde üretim yapan markalar olduğu için jenerik marka olarak kullanılmıştır.

Tablo 91. Tat, Penguen, Tukaş ve Sera Konserve Ürün ve Fiyatları

	Tat	Penguen	Tukaş	Sera
Ürün1: 680 gr cam kavanoz bezelye (TL)	3,15	2,95	2,8	2,95
Ürün2: 670 gr cam kavanoz bamya (TL)	5,25	4,95	4,8	3,85
Ürün3: 670 gr cam kavanoz fasulye (TL)	3,85	3,7	3,8	2,8
Ürün4: 680 gr cam kavanoz közlenmiş biber (TL)	5,2	4,85	3,95	3,7

Tablo 92. Tar Konserve Fiyat Primi

	Ürün 1	Ürün 2	Ürün 3	Ürün 4	Ortalama
Fiyat Farkı (Penguen)	0,2	0,3	0,15	0,35	
Oran (Penguen)	0,063492	0,057143	0,038961	0,067308	0,056726
Fiyat Farkı (Tukaş)	0,35	0,45	0,05	1,25	
Oran (Tukaş)	0,111111	0,085714	0,012987	0,240385	0,112549
Fiyat Farkı (Sera)	0,2	1,4	1,05	1,5	
Oran (Sera)	0,063492	0,266667	0,272727	0,288462	0,222837
Fiyat Primi					0,130704

Tablo 93. Fiyat Primi Metoduna göre Tat Konserve Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	790802895	901515300,3	1027727442	1171609284	1335634584	9993909126
Büyüme Oranı	14%	14%	14%	14%	14%	0,07
Fiyat Primi %13,1	103361116	117831672,2	134328106,3	153134041,2	174572807	1306244080
İskonto Oranı	21,30%	21,30%	21,30%	21,30%	21,30%	21,30%
İskonto Katsayısı	0,8244023	0,679639166	0,560296097	0,461909396	0,380799172	0,380799172
Fiyat Primi Bugünkü Değeri	85211143	80083019,43	75263513,73	70734052,48	66477180,4	497416664,5
Marka Değeri						875185573,2TL

Tat Konserve ile kıyaslama yapmak için İMKB’de işlem gören ya da bilanço ve gelir tablosuna ulaşılabilen başka bir firma olmadığı için, Hirose modeli marka değerlemesi yapılmamıştır.

3.2.3.1.10. Ülker Marka Değerlemesi

Ülker firmasına ait WACC oranı şu şekilde hesaplanmıştır. Ülker firmasının 2009 yılı sonu itibariyle hisse senedi sayısı 268600000 hisse senedi piyasa fiyatı 3,54 TL olduğuna göre, özsermaye;

$$268600000 \times 3,54 = 950844000$$

Tablo 94. Ülker Borç ve Özsermaye Oranı

	TL Borç (TL)	Dolar Borç (TL)	Özsermaye (TL)	Kaynak (TL)
	0	288605970	950844000	1239449970
Oran	0	0,232850036	0,767149964	

Tablo 95. Ülker Borç ve Özsermaye Maliyetleri

TL Borç Maliyeti		Dolar Borç Maliyeti		Özsermaye Maliyeti	
r	0	r	0,065	Risksiz Faiz Oranı Rf	0,09
v	0,2	v	0,2	Beta B	0,7175
r*(1-v)	0	r*(1-v)	0,052	Piyasa Portföyünün Getiri Oranı Rm	0,29
				Rf+B*(Rm-Rf)	0,2335

Tablo 96. Ülker Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İskonto Katsayısı (WACC)		
TL Borç Maliyeti	Dolar Borç Maliyeti	Özsermaye Maliyeti
0	0,052	0,2335
TL Borç Ağırlığı	Dolar Borç Ağırlığı	Özsermaye Ağırlığı
0	0,232850036	0,767149964
WACC	0,191237718	

Ülker firmasına ait 2005 – 2009 yılları arasındaki net satışları ve büyüme oranları göz önüne alındığında 2010 – 2014 yılları arasında %2'lik ve 2014 sonrasında ise %7'lik bir büyüme olacağı varsayılmıştır. Diğer firmaların marka değerlemesine nazaran, ilk beş yıl büyüme tahmini düşük olmasına rağmen Ülkerin 2014 yılından sonraki büyümesini firmanın geleceğe yönelik yatırım ve çalışmaları göz önüne alınarak %7 alınmıştır. 2014 yılından sonraki gelirler için iskonto oranı %19,1 ve büyüme oranı %7 değerleriyle anüite hesabı yapılmıştır.

Tablo 97. Ülker Satışların Büyüme Oranı ve Satışların Tahmini

Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009	
Net Satışlar	1294733151	1927347252	1408886707	1412160407	1551549924	
Büyüme Oranı	-0,2224	0,48860578	-0,26900215	0,002323608	0,098706575	0,019646763
Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	1582580922	1614232541	1646517192	1679447536	1713036486	30549150672
Büyüme Oranı	2%	2%	2%	2%	2%	7%

Tablo 98. Royalti Metoduna Göre Ülker Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	1582580922	1614232541	1646517192	1679447536	1713036486	30549150672
Büyüme Oranı	2%	2%	2%	2%	2%	7%
Royalti Bedeli %4	63303236,9	64569301,64	65860687,67	67177901,42	68521459,45	1221966027
İskonto Oranı	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%
İskonto Katsayısı	0,88495575	0,783146683	0,693050162	0,613318728	0,542759936	0,542759936
Bugünkü Royalti Değeri	56020563,6	50567234,42	45644760,28	41201465,03	37190702,95	663234202,5
Marka Değeri						893858928,9TL

Firmanın fiyat primi metoduna göre marka değerlemesinin yapılabilmesi için; 1 kg 5'li paket petit-beure bisküvi, 900 gr 5'li paket finger bisküvi, 90 gr kremalı bisküvi ürünleri, Halk ve Bifa markalarının aynı özelliklerdeki ürünleriyle fiyat bazında karşılaştırılmıştır. Her iki marka da Ülker'den az bilinen ama jenerik ürün olarak olması gerekenden daha az kalitede üretim yapan firmalardır. Yapılan araştırmada en uygun ve benzer ürünler üreten markalar Halk ve Bifa olması itibarıyla jenerik marka olarak seçilmişlerdir.

Tablo 99. Ülker, Halk ve Bifa Ürün ve Fiyatları

	Ülker	Halk	Bifa
Ürün1: 1kg 5'li paket petit-beure (TL)	5,25	4,75	4,7
Ürün2: 900 gr 5'li paket finger bisküvi (TL)	5,8	4,95	4,85
Ürün3: 90 gr kremalı bisküvi (TL)	0,7	0,5	0,56

Tablo 100. Ülker Fiyat Primi

	Ürün 1	Ürün 2	Ürün 3	Ortalama
Fiyat Farkı (Halk)	0,5	0,85	0,2	
Oran (Halk)	0,095238	0,146552	0,285714	0,175835
Fiyat Farkı (Bifa)	0,55	0,95	0,14	
Oran (Bifa)	0,104762	0,163793	0,2	0,156185
Fiyat Primi				0,16601

Tablo 101. Fiyat Primi Metoduna Göre Ülker Marka Değeri

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	Sonrası
Satış Tahminleri	1582580922	1614232541	1646517192	1679447536	1713036486	30549150672
Büyüme Oranı	2%	2%	2%	2%	2%	7%
Fiyat Primi (%16,6)	262724025	267978505,6	273338075,7	278804837,2	284380933,9	5071459988
İskonto Oranı	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%
İskonto Katsayısı	0,88495575	0,783146683	0,693050162	0,613318728	0,542759936	0,542759936
Fiyat Primi Bugünkü Değeri	232499137	209866477,8	189436997,7	170996228	154350577,5	2752585299
Marka Değeri						3709734717TL

Ülker ile kıyaslama yapmak için İMKB’de işlem gören ya da bilanço ve gelir tablosuna ulaşılabilen başka bir firma olmadığı için, Hirose modeli marka değerlemesi yapılmamıştır.

3.2.3.2. Royalti, Fiyat Primi ve Hirose Metodları Üzerine Eleştiriler

Bu bölümde bir önceki bölümde yapılan değerlemeler ve incelemeler ışığında, araştırma için kullanılan üç modelin eleştirisi yapılacaktır. Her tekniğin artı ve eksi yönleri, benzerlikleri ve farklılıkları, nasıl daha iyi uygulanabileceklerine dair öneriler verilmeye çalışılacaktır.

Her üç metot için de ortak eleştiri, tüm finans temelli marka değerlendirme teknikleri için geçerli olan, tüketici bakış açısını göz ardı etmeleridir. Bunun dışında, teknikler için getirilebilecek eleştiri ve öneriler sırasıyla verilecektir.

Tablo 102. Firmaların Üç Teknik İle Hesaplanmış Marka Değerleri

Firmalar	WACC	Royalti MD (TL)	Fiyat Primi MD (TL)	Hirose MD (TL)	Piyasa Değeri (TL)
Banvit	21,2%	380693953		714844685	742821072
CocaCola	25,5%	866954607	7934947680	10073399073	5238104104
Efes Pilsen	26,7%	1280514741		1801439114	10752878000
Kent	33,5%	111518057	520203965		2804317145
Kerevitaş	21,2%	76401293	304529654		297060352
Penguen	18,6%	30004274	88842464	2032803	122889381
Pınar Et Un	24,7%	77109357	239880939		310628875
Pınar Su	20,6%	27568931	108362827		80615934
Tat Kons.	21,3%	267837388	875185573		732888957
Ülker	19,1%	452588350	1877938106		2368729617

3.2.3.2.1. Royalti Metodu Eleştirisi

Royalti metodu uygulamaları ve incelemesi sırasında görülmüştür ki; metoda getirilebilecek en önemli eleştiri subjektif bir teknik olmasıdır. Satış tahminleri, royalti oranının belirlenmesi ve iskonto oranının belirlenmesi,

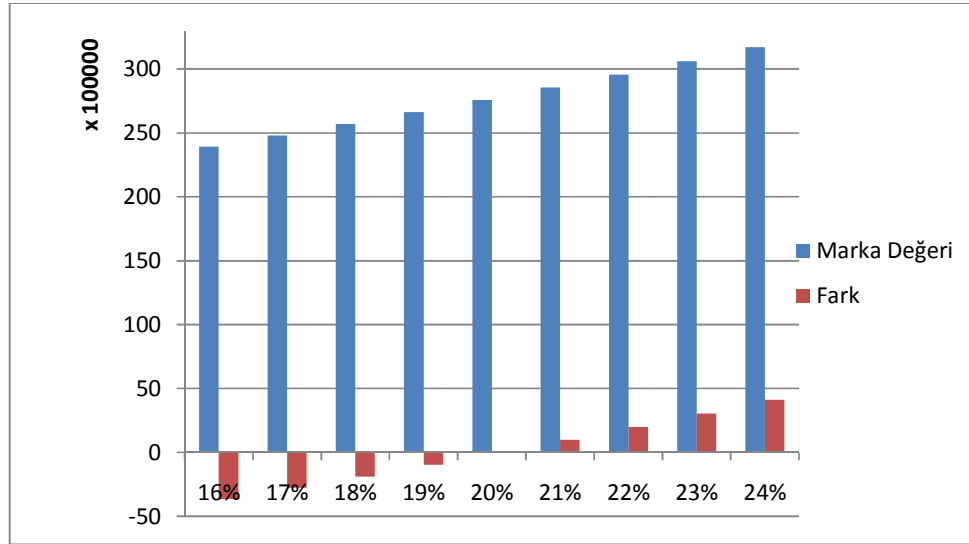
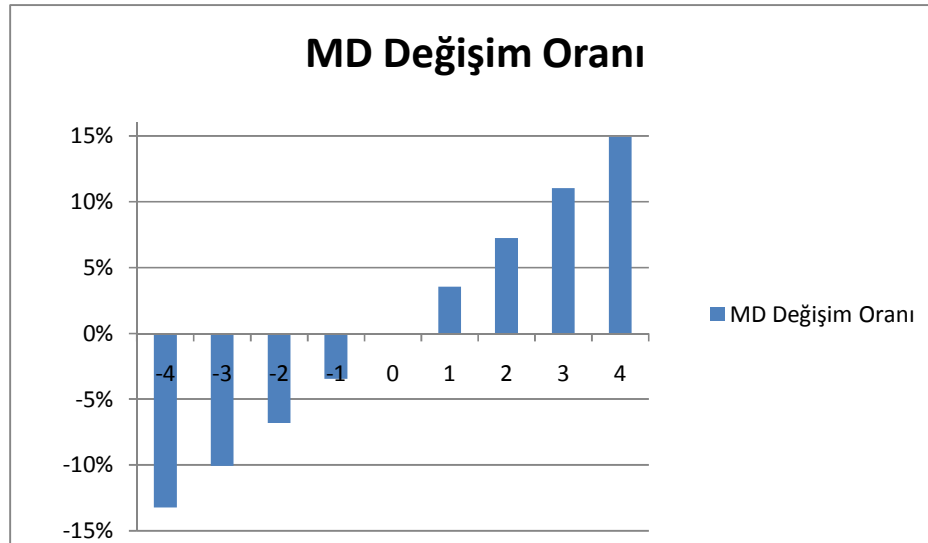
metodun en can alıcı noktaları olması itibariyle; bu verilerin belirlenmesinin kendi başına subjektif olması tekniğin subjektif olmasına neden olmaktadır.

Satış tahminlerindeki yüzdelik değişikliklerin, hesaplanan marka değeri üzerindeki etkilerinin, ilk hesaplanan marka değerindeki büyüme oranı BO0, 0,02 fazla büyüme oranı BO1, 0,02 eksik büyüme oranı BO-1 olarak gösterilerek, ne oranda olduğu gösterilmiştir.

Tablo 103. Büyüme Oranındaki Değişikliğin Marka Değerine Etkisi

Firmalar	MD (BO0) (TL)	MD (BO1)(TL)	Fark (TL)	Oran	MD (BO-1) (TL)	Fark (TL)	Oran	B. Oranı
Banvit	380693953	408056788	27362835	0,072	354929783	-25764170	-0,068	20%
Coca Cola	866954607	926217437	59262830	0,068	811050545	-55904062	-0,064	20%
Efes	1280514741	1366863641	86348900	0,067	1199018294	-81496447	-0,064	20%
Kent	111518057	118565053	7046996	0,063	104853873	-6664184	-0,06	17%
Kerevitaş	76401293	81892728	5491435	0,072	71230694	-5170599	-0,068	20%
Penguen	30004274	32765918	2761644	0,092	27462090	-2542184	-0,085	6%
Pınar Et Un	77109357	82694846	5585489	0,072	71865198	-5244159	-0,068	8%
Pınar Su	27568931	29564757	1995826	0,072	25690205	-1878726	-0,068	20%
Tat Kons.	267837388	287633960	19796572	0,074	249240863	-18596525	-0,069	14%
Ülker	452588350	489064403	36476053	0,081	414178887	-38409463	-0,085	4%
Ortalama				0,073			-0,07	

Tablo 103'te görüldüğü gibi, büyüme oranlarındaki sadece 0,02'lik değişim, marka değerine ortalama %7'lik bir artış ya da azalış olarak yansımaktadır. Hesaplanan marka değerlerinin milyon TL'ler ile ölçüldüğü yerde, bu küçük değişiklikler bile, parasal açıdan büyük farklar yaratmaktadır. Örneğin, Pınar Su firmasının büyüme oranındaki 0,02'lik değişim, marka değerinde ortalama 2 milyon TL'lik bir fark meydana getirmektedir. Büyüme oranı %20 olarak hesaplanan Pınar Su marka değerinin farklı büyüme oranlarındaki marka değerleri ve bu değerlerin farkları grafik 1'de, büyüme oranlarındaki değişimin marka değerindeki değişim oranlarına etkisi grafik 2'de verilmiştir.

Grafik 1. Büyüme Oranı Marka Değeri İlişkisi**Grafik 2. Büyüme Oranındaki Değişimin Marka Değerindeki Değişim Oranına Etkisi**

2014 yılı sonrası için kabul edilen sabit büyüme tahmininin de marka değerine etkisi olmaktadır. Aşağıdaki tabloda firmaların marka değeremesi yapılırken kabul edilen %7 büyüme ile %9 ve %5'lik sabit büyümeler karşılaştırılmıştır.

Tablo 104. 2014 Yılı Sonrası Sabit Büyümenin Marka Değerine Etkisi

Firmalar	MD (SB=7)(TL)	MD (SB=9)(TL)	Fark (TL)	Oran	MD (SB=5)(TL)	Fark (TL)	Oran	WACC
Banvit	380693953	422848398	42154445	0,111	348948014	-31745939	-0,083	21,2%
Coca Cola	866954607	930244857	63290250	0,073	816013675	-50940932	-0,059	25,5%
Efes	1280514741	1364944752	84430011	0,066	1211647865	-68866876	-0,054	26,7%
Kent	111518057	115819703	4301646	0,039	107820152	-3697905	-0,033	33,5%
Kerevitaş	76401293	84861249	8459956	0,111	70030215	-6371078	-0,083	21,2%
Penguen	30004274	33695043	3690769	0,123	27399025	-2605249	-0,087	18,6%
Pınar Et Un	77109357	82495019	5385662	0,07	72817230	-4292127	-0,056	24,7%
Pınar Su	27568931	30831867	3262936	0,118	25142646	-2426285	-0,088	20,6%
Tat Kons.	267837388	295897752	28060364	0,105	246663004	-21174384	-0,079	21,3%
Ülker	452588350	508220117	55631767	0,123	412567014	-40021336	-0,088	19,1%
Ortalama				0,094			-0,071	

Tablo 104'te görüldüğü üzere 2014 yılı sonrası satış tahminlerinde 0,02 artış ve azalış durumunda ortalama %9,4 ile %7,1 artış ya da azalış olmaktadır. Burada önemli bir nokta da bu artış ve azalışların iskonto oranı yüksek olan değerlerde daha az, iskonto oranı düşük olan değerlerde ise daha fazla olmasıdır. %33,5 iskonto oranına sahip Kent firmasındaki değişimler %3,9 ile %3,3 iken; %18,6 iskonto oranına sahip Penguen firmasındaki değişimler %12,3 ile %8,7 arasında olmaktadır. Bunun nedeni ise, 2014 yılı sonrası satış tahminlerinde kullanılan anüite hesabındaki iskonto oranı ile büyüme oranı arasındaki farkın daha büyük ya da daha küçük olmasıdır.

Bu bağlamda, geleceğe dönük satış tahminlerinin doğru bir şekilde yapılması, royalti tekniğinin doğruluğunda çok önemli bir yer teşkil etmektedir. Büyüme oranlarının hatalı bulunması markanın fazla ya da eksik değerlendirilmesine sebep olacaktır. Aynı zamanda yapılacak doğru tahminler, tekniğin subjektifliğinin minimize edilmesini sağlayacaktır.

Marka değerini etkileyen bir diğer unsur da iskonto oranının doğru belirlenmesidir. Bu araştırma kapsamında iskonto oranı, firmanın apırlıklı ortalama sermaye maliyet olarak seçilmiştir ve uygulamaya koyulmuştur. Bu

oranın yanlış hesaplanması ya da, değerlendirme firmalarının farklı oranlar kullanmaları marka değerini doğrudan etkileyecektir.

Royalti tekniğinin içeriğinden ötürü, geleceğe dönük satış tahminlerinin bugünkü değerlerine indirilmesi gerekmektedir. Dolayısı ile iskonto oranı marka değerini doğrudan etkilemektedir. İskonto oranının 0,02'lik değişimlerinin marka değerine etkisi, büyüme oranında yapılabenzer bir şekilde şöyle gösterilebilmektedir;

Tablo 105. İskonto Oranındaki Değişikliğin Marka Değerine Etkisi

Firmalar	MD (İO0) (TL)	MD (İO1)(TL)	Fark (TL)	Oran	MD (İO-1) (TL)	Fark (TL)	Oran	WACC
Banvit	380693953	329755064	-50938889	-0,134	448690213	67996260	0,179	21,2%
Coca Cola	866954607	774118315	-92836292	-0,107	982963970	116009363	0,134	25,5%
Efes	1280514741	1150600582	-129914159	-0,101	1440725096	160210355	0,125	26,7%
Kent	111518057	102990328	-8527729	-0,076	121486726	9968669	0,089	33,5%
Kerevitaş	76401293	66178391	-10222902	-0,134	90047431	13646138	0,179	21,2%
Penguen	30004274	25632639	-4371635	-0,146	36192885	6188611	0,206	18,6%
Pınar Et Un	77109357	69217146	-7892211	-0,102	87017426	9908069	0,128	24,7%
Pınar Su	27568931	23746145	-3822786	-0,139	32736483	5167552	0,187	20,6%
Tat Kons.	267837388	233391351	-34446037	-0,129	313626059	45788671	0,171	21,3%
Ülker	452588350	390582304	-62006046	-0,137	538699992	86111642	0,19	19,1%
Ortalama				-0,12			0,159	

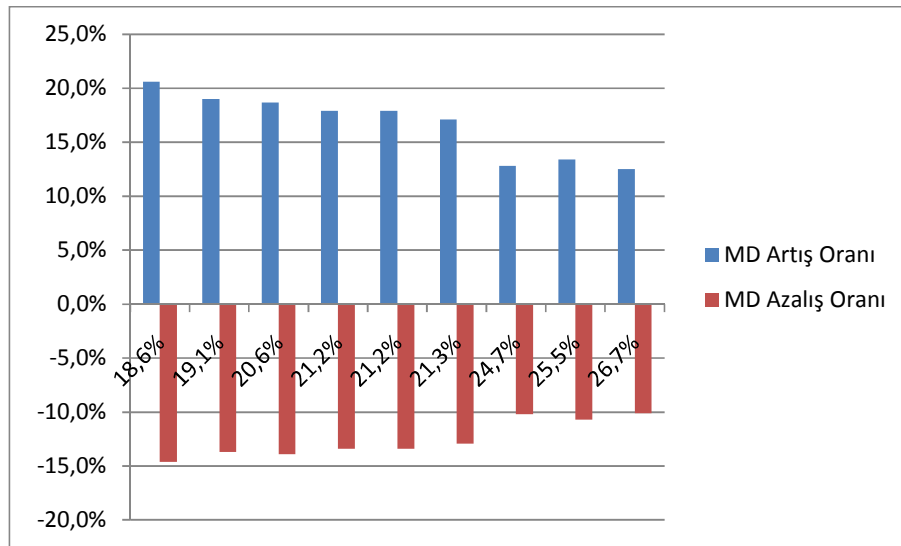
Tablo 105'te görüldüğü gibi, iskonto oranındaki 0,02'lik bir farklılık marka değerinde %9'dan %21'e kadar farklılıklar meydana getirmektedir. Büyüme oranıyla kıyaslandığında, iskonto oranının marka değeri üzerindeki etkisi daha fazla olmaktadır. Dolayısıyla iskonto oranının belirlenmesinde doğruluk başarısı, marka değerinin hesaplanmasındaki başarıyı direkt olarak etkilemektedir.

Ayrıca, küçük iskonto oranlarındaki değişikliğin etkisinin, yüksek iskonto oranlarındaki değişikliklerden daha fazla olduğu da gözlenmektedir. %18,6 iskonto oranıyla değerlemesi yapılan Penguen firmasının %20,6 iskonto oranıyla hesaplanan marka değeri %14,6 daha az, %16,6 iskonto oranı ile hesaplanan marka değeri ise %20,6 daha fazla çıkmıştır. Bununla

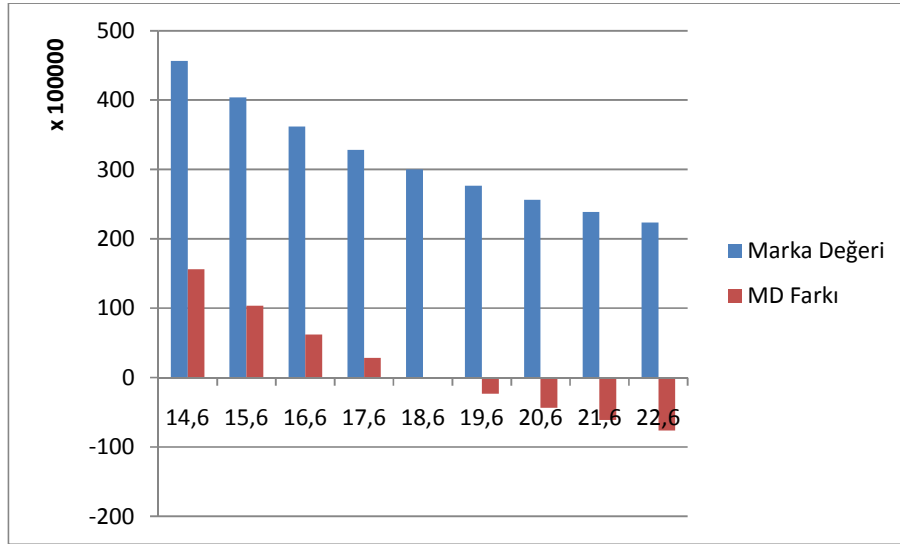
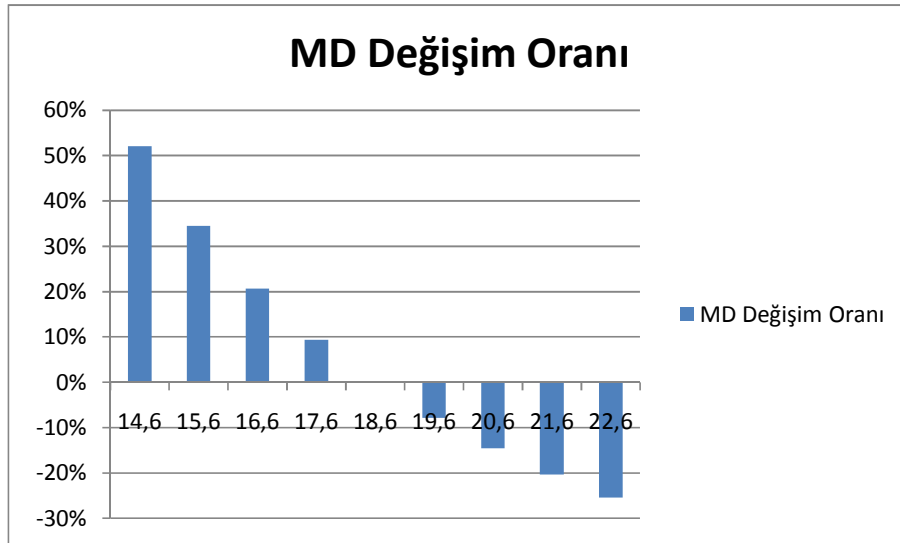
beraber %33,5 iskonto oranıyla değerlemesi yapılan Kent firmasının %31,5 iskonto oranıyla hesaplanan marka değeri %7,6 daha az, %37,5 iskonto oranı ile hesaplanan değeri ise %8,9 fazla olmuştur. Bunun sebebi 2014 sonrası satış tahmininin yapılmasındaki anüite hesabından kaynaklanmaktadır. İskonto oranı ile büyüme oranı arasındaki fark ne kadar küçülürse, bugünkü değer o kadar artacak ve marka değeri daha büyük bulunacaktır.

Firmaların iskonto oranlarına göre, bu oranlardaki 0,02'lik artış ve azalışın, marka değeri üzerinde ne kadar oranda değişiklik yaptığı grafik 3'te verilmiştir.

Grafik 3. İskonto Oranının Büyüklüğünün İskonto Oranı Değişikliğine Etkisi



İskonto değerinin marka değerine olan etkisinin daha iyi anlaşılabilmesi için Penguen firmasının %18,6 olan iskonto oranının +4,-4 aralığındaki değişimlerinin marka değerini nasıl etkilediği grafik 4'te verilmiştir.

Grafik 4. Penguen İskonto Oranı Marka Değeri İlişkisi**Grafik 5. Penguen İskonto Oranındaki Değişimin Marka Değerindeki Değişim Oranı Üzerindeki Etkisi**

Grafik 5'te görüldüğü üzere; iskonto oranındaki artışların, azalışlara göre marka değeri üzerindeki etkisi daha fazla olmaktadır. 0,04 daha fazla iskonto oranı ile hesaplanan marka değeri, ilk hesaplanana değere göre %25'lik bir değişime sebep olurken, 0,04 daha az iskonto oranı ile hesaplanan marka değerinde %52'lik bir değişim gözlenmektedir.

Royalti metodunun doğru sonuç vermesi için, uygun royalti oranının belirlenmesi de çok önemlidir. Bu araştırmada, daha önce de değinildiği gibi, literatürde geçen bir aralık dahilindeki oranlarına bakılarak royalti oranı seçilmiştir. Tıpkı büyüme ve iskonto oranlarında olduğu gibi, royalti oranlarındaki değişiklikler de marka değeri üstünde önemli değişiklikler yapmaktadır. Gizlilik anlaşmaları ve istenilen yüksek ücretler, benzer ticari işlemlerde kullanılan royalti oranlarına ulaşılmasını engellemekte ve royalti oranlarını belirlemeyi güçleştirmektedir. Bu veri yetersizliği ve beraberinde gelen varsayımlar, metodu daha da subjektif hale getirmektedir.

Royalti oranının farklı seçilmesi durumunda marka değerinin nasıl değiştiği tablo 106'da gösterilmiştir. Benzer işlemlerde kullanılan %3-%5 royalti oranı aralığına göre marka değeri değişimi;

Tablo 106. Royalti Oranının Değişiminin Marka Değerine Etkisi

Firmalar	MD (RO=4) (TL)	MD (RO=5)(TL)	Fark (TL)	Oran	MD (RO=3) (TL)	Fark (TL)	Oran
Banvit	380693953	475867442	95173489	0,25	285520465	-95173488	-0,25
Coca Cola	866954607	1083693259	216738652	0,25	650215955	-216738652	-0,25
Efes	1280514741	1600643426	320128685	0,25	960386055	-320128686	-0,25
Kent	111518057	139397572	27879515	0,25	83638543	-27879514	-0,25
Kereviş	76401293	95501617	19100324	0,25	57300970	-19100323	-0,25
Penguen	30004274	37505342	7501068	0,25	22503205	-7501069	-0,25
Pınar Et Un	77109357	96386696	19277339	0,25	57832017	-19277340	-0,25
Pınar Su	27568931	34461164	6892233	0,25	20576698	-6892233	-0,25
Tat Kons.	267837388	334796735	66959347	0,25	200878041	-66959347	-0,25
Ülker	452588350	565610438	113022088	0,25	339366263	-113222087	-0,25
Ortalama				0,25			-0,25

Tablodan da görülebileceği gibi, royalti oranındaki değişiklik, marka değerinde de aynı oranda değişikliğe sebep olmaktadır. Ancak bunlar yüksek miktarlar olduğu için, yanlış royalti oranının seçilmesi markanın aşırı ya da eksik değerlendirilmesine sebep olacaktır.

3.2.3.2.2. Fiyat Primi Metodu Eleştirisi

Fiyat primi metodu da, içeriği itibariyle royalti oranına çok benzemektedir. Geleceğe yönelik satış tahminlerinin hesaplanması için gereken büyüme oranları, fiyat primi bedellerinin bugünkü değerlerine indirgenmesi için gereken iskonto oranı, royalti metoduna olan etkinin aynısını bu metotda da göstermektedir. Farklı olarak royalti oranı yerine fiyat primi oranının belirlenmesi, bu metot için önemli olmaktadır. Bu iki metot ile hesaplanan marka değerlerindeki farklılıklar da royalti oranı ile fiyat primi oranı arasındaki farktan kaynaklanmaktadır.

Fiyat primi oranı, royalti oranına nazaran daha az subjektif, ulaşılabilecek hesaplanabilir bir oran olmaktadır. Ancak buradaki asıl sorun, değerlendirilmek istenen markaya ait ürünlerle kıyaslanabilecek jenerik markalı ürünleri bulabilmektir. Piyasada kıyaslanabilecek jenerik ürün bulunmasının zorluğunun yanında, ürünlerin piyasa veya perakende satış fiyatlarının vadeli, kampanya dahilinde ya da fiyat primi sağlayıp sağlamadığı önem taşımaktadır.

Fiyat primlerindeki 0,02'lik değişimlerin, incelenen marka değerleri üzerinde meydana getirdiği değişiklikler tablo 107'de verilmiştir. FP0 asıl değerlemede elde edilen marka değerini, FP1 0,02 fazla fiyat primini ve FP-1 0,02 eksik fiyat primini temsil etmektedir.

Tablo 107. Fiyat Primindeki Değişikliğin Marka Değerine Etkisi

Firmalar	MD (FP0) (TL)	MD (FP1)(TL)	Fark (TL)	Oran	MD (FP-1) (TL)	Fark (TL)	Oran	F. Primi
Coca Cola	7934947680	8368431066	433483386	0,055	7501476459	-433471221	-0,055	0,366107
Kent	520203965	575962887	55758922	0,107	464444830	-55759135	-0,107	0,18659
Kerevitaş	304529654	342730473	38200819	0,125	266329179	-38200475	-0,125	0,159437
Penguen	88842464	103828416	14985952	0,169	73757013	-15085451	-0,17	0,117784
Pınar Et Un	239880939	278436106	38555167	0,161	201326748	-38554191	-0,161	0,124437
Pınar Su	108362827	122147598	13784771	0,127	94578667	-13784160	-0,127	0,157225
Tat Kons.	875185573	1009104146	133918573	0,153	739278064	-135907509	-0,155	0,130407
Ülker	1877938106	2104183953	226245847	0,12	1651695602	-226242504	-0,12	0,16601
Ortalama				0,127			-0,128	

Tıpkı diğer oranlarda olduğu gibi, fiyat primi oranındaki değişiklikler de marka değerini önemli ölçüde etkilemektedir. Fiyat primindeki küçük değişiklikler, markanın aşırı ya da eksik değerlendirilmesine sebep olmaktadır.

3.2.3.2.3. Hirose Metodu Eleştirisi

Hirose metodu, royalti ve fiyat primi metodlarına göre, kendi yapısal formu ve modeli dışında herhangi risksiz faiz oranı dışında bir kabullenme, varsayım ya da tahmin içermemektedir. Bu da diğer iki modelin en büyük problemi olan subjektiflik unsurunu nispi olarak azaltmaktadır. Model kapsamında kullanılması gereken tüm verilerin firmaların bilanço ve gelir tablolarından elde edilmesi, metodun kullanılmasını ve uygulanmasını kolaylaştırmaktadır.

Uygulama sırasında gözlenen en önemli eksiklerin başında ise markanın potansiyel büyümesini göz önüne almayıp, 0 kabul etmesidir. Tamamiyle geçmiş veriler ışığında hesaplanan marka değeri, büyüme beklentilerinin yoksun bırakılmaktadır.

Prestij faktörü ile ilgili sorunların başında, daha düşük değerli ya da değersiz markaların fiyat avantajı sağlamayabileceği olmaktadır. Çalışma sırasında, Tat Konserve marka değerinin hesaplanmasında, kendinden daha düşük marka değerine sahip Penguen ve Tukaş firmalarıyla kıyaslamada; Tat Konservenin her iki markaya da fiyat avantajı sağlayamadığı ve negatif prestij faktörüne sahip olduğu belirlenmiştir (Tablo 108, Tablo 109).

Tablo 108. Tat Konservenin Penguen ile Hesaplanan Fazla Kar Oranı

Fazla Kar Oranı (FKO)					
Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009
Net Satışlar S (Tat)	350012359	448398975	546836505	629053514	693686750
Satışların Maliyeti C (Tat)	311318046	377477278	449782899	515231777	553608423
S / C (Tat)	1,12429191	1,18788335	1,21577878	1,22091366	1,25302781
Net Satışlar S (Penguen)	58798953	66984452	66343828	67058042	84985416
Satışların Maliyeti C (Penguen)	43976702	55644326	51569920	53636549	64368135
S / C (Penguen)	1,33704781	1,20379663	1,28648305	1,25023036	1,3203026
S/C (Tat) - S/C (Penguen)	-0,2127559	-0,0159133	-0,0707043	-0,0293167	-0,0672748

Tablo 109. Tat Konservenin Tukaş ile Hesaplanan Fazla Kar Oranı

Fazla Kar Oranı (FKO)					
Yıllar	2005	2006	2007	2008	2009
Net Satışlar S (Tat)	350012359	448398975	546836505	629053514	693686750
Satışların Maliyeti C (Tat)	311318046	377477278	449782899	515231777	553608423
S / C (Tat)	1,12429191	1,18788335	1,21577878	1,22091366	1,25302781
Net Satışlar S (Tukaş)	153090165	167955282	165495838	138611656	139433319
Satışların Maliyeti C (Tukaş)	107670196	114427905	126323088	136546641	120138424
S / C (Tukaş)	1,42184347	1,46778255	1,31009969	1,01512315	1,16060553
S/C (Tat) - S/C (Tukaş)	-0,2975516	-0,2798992	-0,0943209	0,20579051	0,09242228

Tablo 108 ve tablo 109'da görülebileceği gibi, daha yüksek marka değerine sahip Tat Konserve, Penguen ve Tukaş markalarına karşı fiyat avantajı sağlayamamış durumdadır. Bu problem, Hirose modelinin kabul ettiği fiyat avantajı değişkeninin net satışların satışların maliyetine oranının farkına dayalı olmasından kaynaklanmaktadır. Tat Konservenin diğer markalara nazaran çok daha büyük net satış rakamlarına sahip olmasına rağmen, satış maliyetlerinin yüksekliği sebebiyle fiyat avantajı yakalayamamaktadır. Bu hesaplamalara göre Tat Konserve; Penguen'e göre ortalama -0,08, Tukaş'a göre ortalama -0,075 fiyat avantajı, daha doğrusu bu markala göre fiyat handikapına sahip olmaktadır.

Sonuç olarak, Hirose modelinin bileşenlerinden biri olan prestij faktöründe yer alan fazla kar oranı hesaplanırken göz önüne alınan fiyat avantajı, her zaman doğru sonuç vermemektedir. Bu da modelin kullanımını kısıtlamakta ve problemli bir hale getirebilmektedir.

Prestij faktörünün hesaplanmasında göz önüne alınan marka niteliklendirme oranı ise, metodun güvenilirliğini sarsan bir diğer unsur olarak görülmektedir. Bu oran hesaplanırken kullanılan satış, pazarlama ve dağıtım giderlerinin toplam faaliyet giderlerine oranı, sektörden sektöre farklılık arz edebilir. Hatta gıda sektörü içinde dahi, alkollü içecek firmaları ile alkolsüz içecek firmaları arasındaki satış ve pazarlama harcamalarının toplam faaliyet giderleri içindeki kısmı farklılık göstermektedir. Efes Pilsen firmasının satış ve pazarlama giderlerinin toplam faaliyet giderlerindeki oranı %70'lerde iken, Coca Cola firmasının %85'lerde olduğu görülmektedir. Keza Banvit firmasında bu oran %75 seviyelerinde iken, Penguen Gıda'da %60 sınırlarında olduğu belirlenmektedir.

Gıda sektörü dışındaki sektörlerde bu farklılıkların daha da artacağı öngörülebilmektedir. Hele ki elektronik ve internete dayalı ticaret platformları gibi bu oranın epey düşük çıkabileceği sektörlerde, bu metodla ile yapılan değerlendirme işlemi sonunda düşük ya da aşırı marka değeri ile karşılaşılabilir.

Hirose modelinin bir diğer bileşeni olan sadakat faktörü, bu değerlendirme tekniğinin zayıf noktalarından biri olarak yorumlanabilmektedir. Müşteri sadakatının sadece satışların maliyetinin istikrarı ve dengesi ile kıyaslanması, çok zayıf bir argüman olarak görülmektedir. Daha önce de bahsedildiği gibi, sadık müşteri kitlesinin yıllar geçtikçe dengeli bir satış durumu sağlayacağını düşünülmesiyle oluşturulmuş bu faktörü temellendirmek güç olmaktadır. Değişen ekonomik konjoktör, firma yapısı, pazar durumu gibi faktörlerin etkisiyle satışların maliyetinin de değişebileceği göz önüne alındığında, bu faktörün güvenilirliği de farklılık gösterecektir ve marka değeri olması gerekenden farklı bir sonuç meydana gelebilecektir.

Genişleme faktörü ise, modelin büyüme ile ilgili kısmını ifade etmek istese de, sadece tarihsel verilere dayanmaktadır.

SONUÇ

Marka kavramı, kendi gelişim süreci içerisinde, firmalar için çok önemli bir noktaya gelmiştir. İster üretici firmalar olsun, ister aracı firmalar olsun; marka kavramı tüm firmalara ekstra katkılar sağlamıştır.

Özellikle üretici firmalar açısından, varlıklarını devam ettirebilmeleri için, sürdürülebilir rekabet üstünlüğü sağlamaları gerekmektedir. Bu sayede, firma varlığını devam ettirmekle kalmayıp, aynı zamanda sürdürülebilir bir büyüme hızı da yakalayacaktır. Tüm bunların gerçekleştirilebilmesi için; firmanın rakiplerinden farklılaşması ve bu farklılaşma sonucunda değer sağlayan ayrıcalık ve üstünlükler elde etmesi gerekmektedir.

Marka kavramı bu bağlamda, firmaların istedikleri ayrıcalık ve üstünlükleri elde etmesinde kullandıkları en önemli unsur haline gelmiştir. Beraberinde getirdiği prestij, ekstra değer, güçlü piyasa hakimiyeti ve rekabet üstünlüğü, firmaların marka üzerine olan yatırımlarının artmasına neden olmuştur.

Entelektüel sermaye yatırımları paralelinde gerçekleştirilen marka yatırımları da bilgiye dayalı, gerek teknolojik gerekse insan kaynakları alt yapısında yapılmaktadır. Markalaşma olarak da adlandırılan bu süreç, önemli maliyetleri de beraberinde getirmektedir. Marka oluşturma ve kalite sürecindeki Ar-Ge harcamaları, markanın tüketiciye ulaştırılması sürecindeki tutundurma harcamaları gibi maliyetler firmaları finansal yönden etkilemektedir. Ancak doğru yönlendirilen markalaşma süreci, tüm bu maliyetlere rağmen, firmalara uzun vadede en çok faydayı sağlayacak yatırımların başında gelmektedir.

Markanın sağladığı bu faydaların tümü, markanın firmaya kattığı değer, bir diğer deyişle marka değeri olarak adlandırılmaktadır. Öyle ki, firmaların dünya ya da ülke çapındaki büyüklük ve güçleri, sahip oldukları marka değerleri ile ölçülmeye ve belirtilmeye başlanmıştır. 2009 yılı itibariyle

dünyadaki ve ülkemizdeki en değerli 10 marka aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

Tablo 110. Dünyanın En Değerli Markaları 2009

Marka	Ülke	Sektör	Marka Değeri (\$m)
Coca Cola	ABD	İçecek	68734
IBM	ABD	Bilgisayar Hizmetleri	60211
Microsoft	ABD	Yazılım	56647
GE	ABD	Çeşitli	47770
Nokia	Finlandia	Tüketici Elektroniği	34684
Mc Donald's	ABD	Restaurant	32275
Google	ABD	İnternet Hizmetleri	31980
Toyota	Japonya	Otomobil	31330
Intel	ABD	Donanım	30636
Disney	ABD	Medya	28447

Kaynak: www.interbrand.com/best_global_brands.aspx, 20 Nisan 2010

Tablo 111. Türkiye'nin En Değerli Markaları 2009

Marka	Sektör	Marka Değeri (\$m)
Türk Telekom	Telekomünikasyon	1593,49
Turkcell	Telekomünikasyon	1533,63
Arçelik	Beyaz Eşya	1269,6
Anadolu Efes	Alkollü İçecek	1257,38
Migros	Gıda Perakendeciliği	1212,56
İş Bankası	Bankacılık	1208,07
Ford Otomotiv	Otomotiv	998,46
Oyak Renault	Otomotiv	983,85
Akbank	Bankacılık	909,52
Türk Hava Yolları	Havayolu	873,64

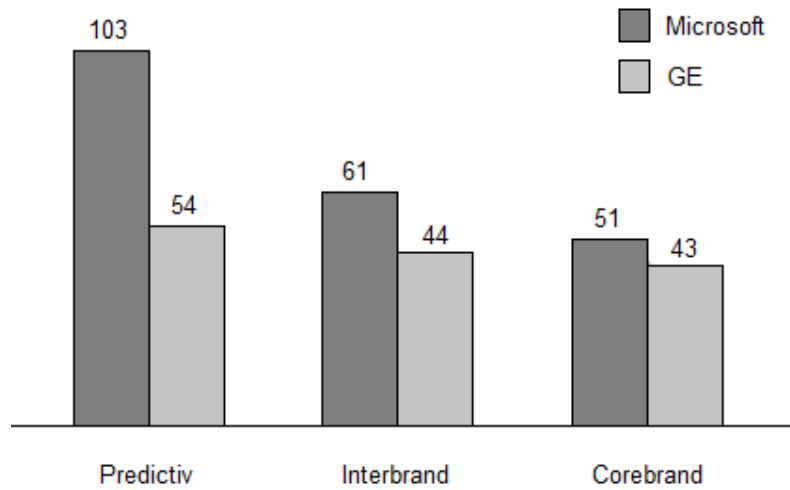
Kaynak: www.capital.com.tr/haber.aspx?HBR_KOD=5437, 20 Nisan 2010

Marka değerinin önemi bu denli yükseldikçe, marka değerlemesi üzerine yapılan çalışmalar da artmıştır. Zaman içerisinde akademik ve sektörel birçok teknik, model ve yaklaşım geliştirilmiştir. Bu çalışmalar üç ayrı bakış açısına göre yapılmıştır; müşteri temelli pazarlama bakış açısı, finans

bakış açısı ve bu ikisini de içeren karma bakış açısı. Pazarlama bakış açısına göre modellenen teknik ve yaklaşımlar daha çok talep faktörleri ve marka gücü üzerine inşa edilmişlerdir. Finansal teknikler ise royalti ve fiyat primi yaklaşımlarına göre geliştirilmiştir. Her iki bakış açısını da içeren modeller geliştirilmesine karşın, üzerinde konsensüs sağlanmış bir model ya da teknik şu an için bulunmamaktadır.

Marka değerlemesindeki en büyük problemlerden biri de bu noktada ortaya çıkmaktadır. Akademisyenlerin ve değerlendirme firmalarının oluşturdukları bu teknik ve metotların hesapladıkları marka değerleri farklı farklı olmaktadır ve hangisinin daha doğru olduğu üzerinde bir genel geçerlik yoktur. 2004 ve 2005 yıllarında, GE, Microsoft, Toyota, Apple ve Samsung üzerinde farklı değerlendirme firmaları tarafından yapılan marka değerlemesine göre aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır (Sonuçlar milyar dolardır).¹⁴²

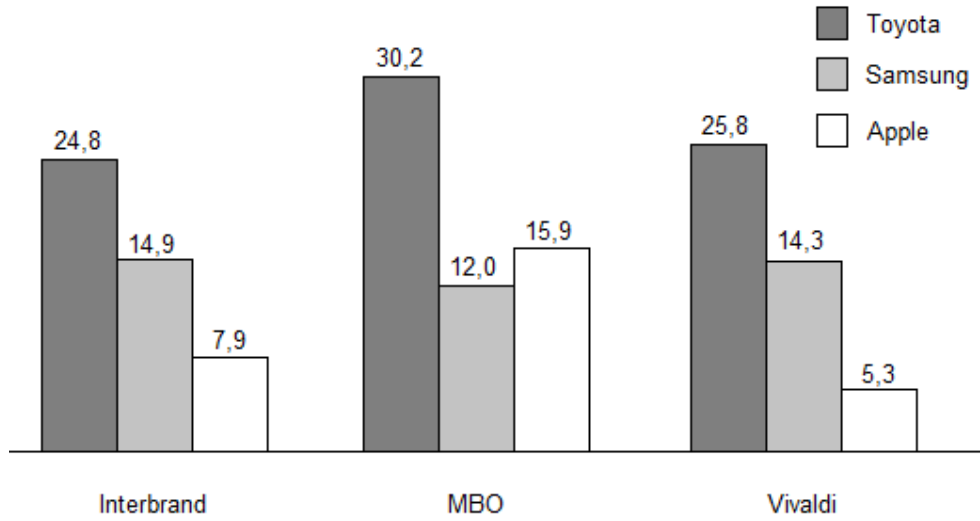
Şekil 24. Microsoft ve GE Marka Değerleri



Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.346

¹⁴² Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.346

Şekil 25. Toyota, Samsung ve Apple Marka Değerleri



Kaynak: Gabriela Salinas, **a.g.e.**, s.347

Şekillerde de görüldüğü gibi, bir firmaya ait marka değeri, farklı metodolojilerde farklı sonuçlar vermektedir. Microsoft'un Predictiv firmasının yaptığı değerlemeye göre değeri 103 milyar dolar iken, Corebrand bu değer yarısını marka değeri olarak belirlemiştir.

Bu çalışma, finans bakış açısına göre marka değerlemesinde kullanılan üç tekniği, hem bu farklılıklar çerçevesinde, hem de işleyişleri ile avantaj ve dezavantajlarını ortaya koymak adına yapılmıştır. Verilerin ulaşılabilirliği, firma sayısı ve bilinirlikleri göz önünde tutularak, İMKB'de işlem gören on gıda sektörü firması üzerinde yapılan marka değerlemeleri sonucunda; royalti, fiyat primi ve Hirose teknikleri incelenmiş ve birbirleri ile karşılaştırılmıştır.

Değerleme firmalarınca da en çok kullanılan finansal yöntem olmasına rağmen royalti tekniği, metodolojisinde barındırdığı subjektif unsurlarla eleştiriye oldukça açıktır. Royalti oranının belirlenmesi, geleceğe yönelik satış tahminlerinin yapılması ve bu tahminleri yapılırken kullanılan büyüme oranlarının tespit edilmesi, iskonto oranının bulunması tekniğin subjektif

tarafları olarak sayılabilmektedir. Uygulama bölümünde de açıklandığı gibi, bu unsurlardaki küçük değişiklikler, marka değerinde parasal oranda büyük farklar oluşmasına sebep olmaktadır. Dolayısıyla değerlemenin mümkün olduğunca doğru olabilmesi için, bahsedilen oranların getirdiği subjektifliğin en aza indirgenmesi gerekmektedir.

Royalti tekniğiyle benzer bir metodolojiye sahip fiyat primi tekniğinde de aynı problemlerle karşılaşmaktadır. Bu tekniğin metodolojisinde, royalti oranı yerine fiyat primi yer almaktadır. Royalti oranından daha az subjektif bir oran olmasına karşın; doğru jenerik ürünlerin seçilmemesi ya da jenerik ürünlerin bulunamaması, tekniğin uygulanabilirliğini ve doğruluğunu kısıtlamaktadır.

Hirose tekniği ise, metodolojisinde barındırdığı eksiklikler sebebiyle eleştiriye açık hale gelmektedir. Uygulamada da görüldüğü üzere, prestij faktörünün işleyişindeki aksaklıklar, sadakat faktörünün satışların maliyeti üzerinden belirlenmesi, genişleme faktörünün sadece yurtdışı satışlarına ve faaliyet dışı gelirlerine bağlanması gibi problemler, bu tekniğin eksiklikleri olarak kabul edilmektedir.

Tüm bu eleştiriler göz önünde bulundurulduğunda her üç tekniğin güvenilirliği ve daha doğru sonuçlara ulaşılması için; pazarlama bakış açısı da tekniklere bir noktada dahil edilebilmeli, tüketici davranış, düşünce ve tercihleri de göz önünde bulundurulmalıdır.

Değerleme yapılırken, firmaların mali tablolarından elde edilen satışlar ve maliyetler gibi kalemlerin ne kadarının marka ait olup olmadığı, değerlemenin doğruluğu açısından oldukça önemlidir. Mali tablolarda doğrudan bu bilgilere ulaşamadığı için, bu sorun giderilmeye çalışılmalıdır. Aynı zamanda bu kalemlerin incelenmesi bir ya da iki dönemle sınırlı kalmamalı, mümkün olduğunca farklı dönemler itibariyle değerlemeler yapılmalıdır.

İncelemeler sonucunda da anlaşıldığı üzere, her tekniğin farklı marka değeri sonuçları vermesi itibariyle; birden çok değerlendirme yapıp, teknikler arasındaki farklılıklar iyi değerlendirilmeli ve subjektiflik ortadan kaldırılmaya çalışılmalıdır. Yine benzer şekilde; royalti oranı, fiyat primi, büyüme oranı ve iskonto oranındaki değişikliklerin marka değeri üzerindeki değişiklikler iyi analiz edilmeli, farklı oranlarda değerlemeler yapılmalı ve elde edilen sonuçlara göre en doğru değerlendirme belirlenmelidir.

KAYNAKÇA

AACKER , David A; **Marka Değeri Yönetimi**, çev. Ender Orfanlı, İstanbul, MediaCat Kitapları, 2009.

AACKER David A; **Building Strong Brands**, New York, The Free Press, 1996.

AACKER, David A; **Managing Brand Equity: Capitilizing on the value of a brand name**, New York, The Free Press, 1991

AKGÜL, Başak, AKAY, Hüseyin; **Uluslararası Muhasebe Standartlar ve Türkiye’de uygulama etkinliğine ilişkin bir araştırma**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2002

AKSOY, Ahmet, TANRIÖVEN, Cihan; **Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi**, 3. bsk, Ankara, Gazi Kitabevi, 2007

AKTUĞLU, Işıl Karpaz; **Marka Yönetimi: Güçlü ve Başarılı Markalar için Temel İlkeler**, İstanbul, İletişim Yayınları, 2004.

ALCOCK, Lucy, CHEN, Poul, CH’NG, Hin Min; “Building Strong Brands”, **Journal of Brand Management**, Vol.11, Issue 2, November, 2003.

AR, Aybeniz Akdeniz; **Marka ve Marka Stratejileri**, 2. bsm, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım, 2007

BİLEN, Gökhan; “Firmaların Gerçek Değerinin Tespiti ve Pazar Fiyatının Belirlenmesi”, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2002

BLACKET, Tom, BOAD, Bob; **Co-Branding: The Science of Alliance**, London, MacMillan Press, 1999.

BONDUELLE, Yann; **Valuing Intangible Assets – Impairment Tests**, London, Pricewaterhouse Coopers, 2003

BOSS, Monica; **International Transfer Pricing: The Valuation of Intangible Assets**, Kluwer Law International, London, 2003

BROOKING, Annie; **Intellectual Capital:Core Asset for the Third Millenium Enterprise**, Stamford, Thomson Learning, 1996

CENGİZ, Emrah; ve diğerleri, **Uluslararası Pazarlara Giriş Stratejileri**, İstanbul, Der Yayınları, 2003

CHAMBERS, Nurgül; **Firma Değerlemesi**, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2005

CHERNATONY, Leslie De, RILEY, Francesca Dall’Olmo; “The Chasm Between Managers’ and Consumers’ Views of Brands: the Experts’ Perspectives”, **Journal of Strategic Marketing**, Vol.5, Issue 2, June, 2001.

COHEN, Jeffrey A; **Intangible Assets: Valuation and Economic Benefit**, New Jersey, John Wiley & Sons, 2005

DAMODARAN, Aswath; “Dealing with Intangibles: Valuing Brand Names, Flexibility and Patents”, **Stern School of Business**, January 2006

DAMADORAN, Aswath; **Investment Valuation**, New York, John Wiley & Sons Inc., 1996

DAVIS, Scott M; **Brand Asset Management: Driving Profitable Growth Through Your Brands**, 2nd ed., New Jersey, Jossey-Bass, 2002.

DEMİRKOL, İsmet; “Firma Değeri Yaklaşımları”, (Çevrimiçi) http://www.finanskulup.org.tr/assets/makale/Ismet.Demirkol.Firma.Degeri.Ya_klasimleri.pdf, 22 Kasım 2009

ERCAN, Metin Kamil, BAN, Ünsal; **Finansal Yönetim**, 2. bsk, Ankara, Gazi Kitabevi, 2005

ERCAN, Metin Kamil, ÖZTÜRK, M Başaran, DEMİRGÜNEŞ, Kartal; **Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2003.

FARQUHAR, Peter; “Managing Brand Equity”, **Marketin Research**, Vol. 1, September 1989

HAİGH, David, KNOWLES, Jonathan; “Don’t Waste Time with Brand Valuation”, **Marketin NPV**, 1/ 6 October 2004, p.17-19. (Çevrimiçi) <http://www.howbigisbrand.com/articles/2004%2010%20Brand%20Valuation%20-%20MNPV.pdf>, 28 Ocak 2010

İVGİN, Hünkar; **Şirket Değerleme**, İstanbul, Finnet Yayınları Borsa Dizisi, 2003

KAPFERER, Jean-Noel; **Strategic Brand Management**, 4nd ed., London, Kogan Page, 2008.

KARAN, Mehmet; **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2004

KELLER, Kevin Lane; **Strategic Brand Management: Building, Measuring, and Managing Brand Equity**, 2nd ed., New Jersey, Prentice Hall, 2003.

KEYDER, Nur, TİLEYLİOĞLU, Alaeddin, ORAN, Adil; **Ekonomi – İşletme Sözlüğü**, 2. bsk., Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2008

KIRDAR , Yalçın; Marka Stratejilerinin Oluşturulması: Coca-Cola Örneği, **Review of Social, Economic & Business Studies**, 3/4, 236, (Çevrimiçi) <http://fbe.emu.edu.tr/journal/doc/34/34Article13.pdf>., 12 Kasım 2009

KİNG, Alfred M, HENRY, Jay M; “Valuing Intangible Assets Through Appraisals”, **Strategic Finance**, Vol.81/5, 1999.

KOÇ, Özlem; **Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama**, SPK Yayını, Ankara, 1998

KOTLER, Philip, KELLER, Kevin Lane; **Marketing Management**, 12th ed., New Jersey, Pearson Education, 2006.

KOTLER, Philip; **Pazarlama Yönetimi**, 10. Bsk, çev. Nejat Muallimoğlu, İstanbul, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 2000.

MUCUK, İsmet, **Pazarlama İlkeleri**, 15. bsk, İstanbul, Türkmen Yayınevi, 2006.

PARK, Chan Su, SRİNIVASAN, V, “A Survey-Based Method For Measuring and Understanding Brand Equity and Its Extendibility”, **Journal of Marketing Research**, Vol. XXXI, May 1994.

PRİDE, William M, FERREL, O.C., **Marketing Concepts and Strategies**, New York, Houghton Mifflin Company, 2000.

REİLLY, Robert, SCHWEİHS, Robert, **Valuing Intangible Assets**, New York, McGraw-Hill, 1998

SALINAS, Gabriela; **International Brand Valuation Manual**, West Sussex, Wiley & Sons, 2009

SARIKAMIŞ, Cevat; **Semaye Pazarları**, 4. bsk., İstanbul, Alfa Basım Yayım, 2000

SATTLER, Henrik, HÖGL, Siegfried, HUPP, Oliver; "Evaluations of the Financial Value of Brands", **Research Papers on Marketing and Retailing**, University of Hamburg, No:7, August 2002

SEYİDOĞLU, Halil; **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Ankara, Güzem Yayınları, 1992.

SİMON, Carol J, SULLİVAN, Mary W; "The Measurement and Determination of Brand Equity: A Financial Approach", **Marketing Science**, Vol.12, Issue 1, Winter 1993

SMİTH, Gordon V.; **Trademark Valuation**, New Jersey, John Wiley & Sons, 1997

SMİTH, Gordon V, PARR, Russell L; **Intellectual Property**, 4th Ed., New Jersey, John Wiley & Sons, 2005

STEWART, Thomas; **Entelektüel Sermaye – Kuruluşların Yeni Zenginliği**, çev.Nurettin Elhuseyni, 2. bsk, İstanbul, Kontent Yayınları, 1997

SUZANNE, Harrison, SULLİVAN, Patrick; "Profiting From Intellectual Capital, Learning From Leading Companies", **Journal of Intellectual Capital**, Vol:1/1, 2000

TEVFİK, Arman; **Hisse Senedi Değerlemesi**, İstanbul, Literatür Yayıncılık, 2005

TEVFİK, Arman; **Simülasyon Yaklaşımıyla Hisse Senedi Değerlemesi ve Etkin Portföylerin Oluşturulması**, Ankara, SPK Yayını, 1996

TOLLINGTON, Tony; “The Brand Accounting Side-Show”, **The Journey of Product and Brand Management**, 8(3), 1999

TOZANLI, Selme, DONDURAN, Murat; “Uluslararası Rekabet Stratejileri: Türkiye Gıda Sanayii”, **Tüsiad Rekabet Stratejileri Dizisi-10**, Eylül, 2007

UZTUĞ, Ferruh; **Markan Kadar Konuş: Marka İletişimi Stratejileri**, 3. Bsk., İstanbul, Kapital Medya Hizmetleri A.Ş., 2005.

ÜREten, Aykan, ERCAN, Metin Kamil; **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Ankara, Gazi Yayınevi, 2000

YÜKSEL, Ülkü, YÜKSEL, Aslı; **Marka Yönetimi ve Marka Değerinin Ölçülmesi**, İstanbul, Beta Basım A.Ş., 2005.

YÜRÜK, Ayşe; **Ticaret Hukuku**, 3. Bsk., Eskişehir, Anadolu Üniversitesi, 2003.

ZİMMERMANN, Reiner, KLİEN-BÖLTİNG, Udo, SANDER, Byörn, MURAD-AGA, Tharek, HANS Bauer; **Brand Equity Excellence – Brand Equity Review Vol. 1**, BDDO Group, Düsseldorf, 2001

ÖZET

NAM Kemal Emre. Marka Değeri Hesaplama Tekniklerinin İncelenmesi ve Uygulamalı Olarak Karşılaştırılması, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2010.

Firmalar, küreselleşen dünya şartlarında, rekabet üstünlüğü elde edebilmek ve sürdürülebilir büyüme yakalayabilmeleri için amaçlarını değer maksimizasyonu olarak belirlemişlerdir. Bu değer artışı ise daha çok maddi varlıklar değil, maddi olmayan varlıklar üzerinden gerçekleşmektedir. Bu yüzden firmalar son zamanlarda bilgi, teknoloji ve insan kaynağına dayalı yatırımlarını, yani entelektüel sermaye yatırımları artırmışlardır.

Bu varlıklar içerisinde yer alan marka da, önemini sadece sağladını prestij ve pazarlama avantajlarıyla değil, firmanın değerine kattığı ekstra değer ve gelecekteki konumunu belirlemesi itibarıyla son derece artırmıştır. Bu bağlamda, markaya ait olan değerın hesaplanabilmesi ve bilinmesi de, firmaların gelecek planlarının ve marka stratejilerinin oluşması açısından kritik bir noktadadır.

Bu çalışmada finans bakış açısına göre oluşturulmuş marka değerlendirme teknikleri incelenmiştir. Uygulama bölümünde, değerlendirme firmalarınca piyasada en fazla tercih edilen teknikler olan royalti, fiyat primi ve Hirose teknikleri kullanılmıştır. Bu teknikler İMKB’de işlem gören on gıda sektörü firması üzerinde uygulanarak, firmaların marka değerleri hesaplanmıştır.

Uygulama sonucunda, incelenen üç teknik hakkında eleştiriler yapılmış ve tekniklerin avantajları ile dezavantajları ortaya konulmaya çalışılmıştır. Tüm bunlar doğrultusunda bu üç teknik üzerinden finansal temelli marka değerlendirme teknikleri için öneriler geliştirilmiştir.

Anahtar Sözcükler

1. Marka Değeri
2. Royalti
3. Fiyat Primi
4. Hirose
5. Gıda sektörü

ABSTRACT

NAM, Kemal Emre. Examination and Applied Comparison of Brand Valuation Technics, MBA Thesis, Ankara, 2010.

Firms assign their goals as maximizing the value to gain competitive advantage and sustainable growth in globalized world conditions. This value increase is occurred by intangibles rather than tangibles. Accordingly, firms recently increase their investments based on knowledge, technology and human resources, namely investments based on intellectual capital.

Brand, which places in these properties, increases its importance by not only the prestige and marketing advantages but also value added attributable to the brand to firm value and determining the firm's future status. Concordantly, calculating and knowing the value attributable to the brand are in critical point for developing the firm's future plans and brand strategy.

In this study, brand valuation technics from financial point of view have been examined. In the empirical part of the study, royalty relief, price premium, and Hirose technics, which are preferred mostly by brand management companies, have been used. By applying these technics to the ten food industry firms quoted on the İstanbul Stock Exchange, firms brand values have been calculated.

By the results of the study, some critics have been made for the examined three technics and their advantages and disadvantages have been tried to exposed. In parallel with these purpose, suggestions have been developed for the technics from financial point of view by the foundation of these three technics.

Key Words

1. Brand Value
2. Royalty
3. Price Premium
4. Hirose
5. Food Industry