

Firma Değerinin Ekonomik Katma Değer (EVA™) Yöntemiyle Tespit Edilmesi: İMKB'ye Kote Bir Turizm İşletmesi Üzerine Uygulama

Yıldırım Beyazıt ÖNAL* - Erdinç KARADENİZ**

* Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

**Mersin Üniversitesi, Turizm İşl. ve Otelcilik Yüksek Okulu

ÖZ

Bu makalenin amacı; otel işletmelerinde firma değeri maksimizasyonunun önemini vurgulayarak, işletmelerde firma değerini belirleme ve arttırmaya yönelik olarak kullanılan Ekonomik Katma Değer (EVA™ -Economic Value Added) yönteminin otel işletmeleri açısından incelenmesi ve otel işletmelerinde firma değerinin hesaplanması sürecinde bu yöntemin uygulama aşamaları ile bu aşamalarda karşılaşılan sorunların belirlenmesi ve yöntemin uygulanabilirliğinin ortaya konulmasıdır. Araştırmanın amaçları doğrultusunda İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası)'de hisseleri işlem gören bir turizm işletmesinin, firma değeri EVA™ yöntemine göre hesaplanmaya çalışılmıştır. Makale ulaştığı sonuçlar itibariyle Türk turizm sektöründe firma değerinin tespit edilmesinde EVA™ yönteminin uygulanabilirliğini ortaya koymakta ve otel yöneticilerinin firma değerini etkileyen değişkenlere dikkat ederek finansal açıdan güçlü, çalışanlarının memnun olduğu ve sonuç olarak firma değeri yüksek işletme yapısını oluşturabilmeleri için yararlı olabilecek bilgileri içermektedir. Gerçekleştirilen uygulama sonuçlarına göre EVA™ yöntemiyle firma değerinin tespitinin Türk turizm sektöründe uygulanabilir olduğu görülmüştür.

Anahtar Sözcükler: Firma Değeri, Değer Yaratımı, EVA™ Yöntemi, Otel İşletmeleri, Devam Eden Değer, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

GİRİŐ

Sermaye piyasasında etkinliğin ve güvenin sağlanmasıdaki en önemli hususların başında, firma değerinin tespitinin doğru bir şekilde yapılması ve böylece bulunan değerin gerçeği yansıması gelmektedir. Özellikle halka arzlarda fiyat, aracı kuruluş ve şirket arasında imzalanan aracılık sözleşmesiyle belirlenmekte ve mevzuat gereği sorumlu yasal otoritenin (SPK-Sermaye Piyasası Kurumu gibi) halka arzlarda belirlenen fiyata müdahale etme imkanı çok sınırlı olmaktadır. Bu durum, gerek hisse senetlerini halka arz eden aracı kurumlara, gerekse bu hisse senetlerini satın almak isteyen yatırımcıları aydınlatan diğer kurumlara büyük bir sorumluluk yüklemektedir.

Firma değerinin tespiti, sadece halka arz sırasında değil, borsada işlem gören firmaların hisse senetlerini satın alma kararını verirken de gereklidir. Piyasada oluşan fiyatın firmanın gerçek değerini ne ölçüde yansıttığının bilinebilmesi için firma değerinin doç-

ru hesaplanması gerekmektedir. Aksi takdirde, alınan risk beklenenden çok daha büyük olacaktır. Firma değerinin belirlenmesi, hisse senetleri borsada işlem görmeyen firmalar için de çok önemlidir. Özellikle firmanın yatırım performansını değerlendirirken firma değerinin önemi artmaktadır.

Günümüzde turizm, hem insanların kişisel, sosyal, psikolojik ve kültürel ihtiyaçlarına, hem de ülkelerin ekonomik yapılarına çok önemli katkılar sağlayan bir olgu durumundadır. Bu nedenle, tüm dünya ülkeleri kendi vatandaşlarını, turizme üretici veya tüketici olarak katılmaları için teşvik etmektedirler. Böylelikle, turizm dünyanın en hızlı gelişen ve en kârlı sektörlerinden biri haline gelmiştir. Dünyadaki gelişmeye paralel olarak birçok turistik çekiciliklere sahip olan ülkemizde de turizm, çok hızlı bir şekilde gelişmiş ve yerli-yabancı birçok otel işletmesi açılmıştır.

Otel işletmeleri sermaye yoğun ve sabit varlık ağırlıklı işletmelerdir. Bu özellikleri itibariyle, ülkemiz

gibi yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde otel işletmeleri için yatırım aşaması sürecinde sermaye gereksinimi artmaktadır. Yüksek enflasyona paralel olarak faiz oranlarının da yüksek olması sonucu diğer sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler gibi, otel işletmelerinin yabancı sermaye gereksinimlerini karşılamak için kaynak bulmaları zorlaşmaktadır. Dolayısıyla, finansman ve yatırım açısından planlama yapılması ve yatırımın değerlendirilmesi güçleşmektedir. İşte bu nedenle, diğer sektörlerde faaliyet gösteren firmaların yöneticileri ve sahipleri gibi, otel yöneticilerinin ve sahiplerinin de firma değeri kavramına verdikleri önem artmıştır. Bu nedenle dünyada otel işletmelerinin firma değerini belirlemeye yönelik bir çok yöntem daha yaygın şekilde kullanılmaya başlanmıştır.

Turizm sektöründe faaliyet gösteren otel işletmelerinin niteliklerinin, turizmdeki gelişmelere paralel olarak değişmesi sonucu, oteller tek kişi veya aile işletmeleri olmaktan çıkıp, sermayenin ağırlık kazandığı sermaye şirketleri biçimine dönüşmüşlerdir. Buna bağlı olarak, işletme ile işletme sahipliği birbirinden ayrılmış, yönetici kavramı ortaya çıkmıştır. Tüm bunların sonucunda, sermayenin daha çok ortak tarafından temin edilmesi, otel yönetimi açısından finansal planlama ve finansal denetim yapmayı zorunlu hale getirmiştir. Bunun yanında yaşanan gelişmeler otel yöneticilerinin, firma değerini ve ortaklarının refahını maksimum kılacak faaliyetlerde bulunmalarını zorunlu kılmış ve otel yöneticileri, firma değerini maksimize etmek için değer yaratan unsurları açıkça ortaya koymaya, değer yaratmak için stratejiler geliştirmeye, uygulama planları hazırlamaya ve performansını sürekli olarak ölçmeye başlamışlardır.

Bu çalışma kapsamında; firma değeri kavramı incelenerek firma değerinin tespitinde son yıllarda kabul gören ve İndirgenmiş Nakit Akımlarını (İNA) esas alan değerlendirme yöntemlerinden Ekonomik Katma Değer (EVA™- Economic Value Added) yöntemi ile firma değerinin hesaplanmasının otel işletmelerinde uygulanabilirliği İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) hisseleri işlem gören bir turizm işletmesi üzerinde saptanmaya çalışılacaktır.

FİRMA DEĞERLEMESİ KAVRAMI VE ÖNEMİ

1950'li yıllara kadar finans yöneticisinin temel görevi, muhasebe kayıtlarını tutmak, belirli zaman aralıklarında finansal raporları hazırlamak ve firmanın ihtiyaç duyduğu fonları sağlamaktır. Ancak son yıllarda yaşanan ekonomik, hukuki, teknolojik, ticari, sosyal ve siyasi gelişmeler sonucunda, finans yöneticisi; finans politika ve stratejilerini saptamak, bun-

lara uygun programlar hazırlayarak bu programların gerçekleşmesini sağlamak ve uygulama sonuçlarını denetlemek gibi yeni görevler üstlenmiştir. Sonuç itibarıyla finans fonksiyonu bugünde geçerliliğini yitirmeyen üç temel politika; yatırım, finanslama ve temettü politikasından oluşmaktadır. Artık günümüzde finans yöneticisinin temel görevi sadece firmanın ihtiyaç duyduğu fonları temin etmek değil, bu fonların kullanımı ve çeşitli iktisadi varlıklara ayrılmasını içeren yatırım kararlarını almaktır (Akgüç 1998: 1; Türko 1999: 8).

Firmaların finans departmanları, yatırım, finanslama ve temettü politikalarını yerine getirirken firmanın temel amaçlarını göz önünde bulundurmalarıdır. Genel olarak üç çeşit amaçtan bahsetmek mümkündür (<http://bus.utk.edu/>);

- Firma çıkarlarına uygun amaçlar,
- Hissedarların çıkarlarına uygun amaçlar,
- İdeolojik amaçlar.

Firma; çıkarlarına uygun olarak kendisini büyütmek, sektöründe ilerlemek, rakiplerine karşı üstünlük sağlamak gibi amaçlar belirlemektedir. Tüm bu amaçlar firmanın kaynak ihtiyacını arttırmaktadır. Firma bu amaçları gerçekleştirmeye çalışırken, hissedarlar da daha fazla kar payı elde etmek, daha fazla kendilerine kazanç sağlamak istemektedirler. Dolayısıyla firma kendi yönünde kaynak isterken, hissedarlar da kendi yönlerinde firmadan gelir beklemektedirler. Bu iki amaç zıt yönde çakışırken bir üçüncü amaç olan ideolojik amaçta firmayı bir diğer yöne çekmektedir. Firmanın içinde bulunduğu çevre de firmadan sosyal içerikli katkılar beklemektedir. Bunların hepsi firmadan dışarıya kaynak transferine neden olur. Bu beklentilerin firma tarafından tamamen karşılanabilmesi mümkün olmadığı gibi, firmanın kayıtsız kalması da mümkün değildir.

Bu üç genel amaç bir ortak amaç altında toplanmış ve firmanın amacı "Firma Karının Maksimum Kılınması" olarak ifade edilmiştir. Fakat çok sayıda finans bilim adamı firma amacının kar maksimizasyonu olamayacağını çeşitli eleştirilerle ortaya koymuştur. Her şeyden önce kar kavramı tek başına bir anlam ifade etmemektedir. Kastedilen kar kısa vadeli kar mı, uzun vadeli kar mı, kar miktarı mı yoksa karlılık oranı mı açık değildir. Ayrıca değişik zaman aralıklarında kar sağlayan iki yatırım arasında verilecek seçim kararındaki belirsizlik ve kar maksimizasyonu ile yatırımlardan beklenen nakit akımlarının niteliğinin dikkate alınmaması konuları başlıca eleştirileri oluşturmaktadır. Bu paraleldeki eleştirilerden sonra finansmanda günümüzde geçerli olan

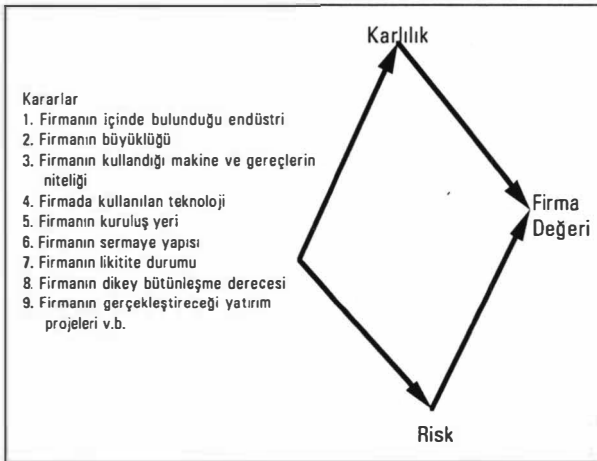
firma amacına ulaşılmıştır. Firmanın ve aynı zamanda finansal yönetimin amacı firmanın "Net Bugünkü Değeri"nin Hissedarları Açısından Maksimum Kılınmasıdır" şeklinde tanımlanmaktadır (<http://bus.utk.edu/>).

Bir firmanın değeri, söz konusu firmanın gelecekte sağlayacağı gelir akışı ile, bu gelir akışının elde edilmesindeki risk derecesine bağlıdır. Firma yöneticilerinin finansman politikasıyla ilişkin kararları, hem firmanın gelecekteki gelir akımının büyüklüğünü, hem de firmanın risk derecesini etkiler. Günümüzde finans yöneticisinin aldığı kararların odak noktasını, firmanın piyasa değerini etkileyen karar ve faaliyetler oluşturmaktadır. Firma ile ilgili kararların, saptanan politikaların firmanın değerini nasıl etkilediğini şematik olarak göstermek istersek;

Firma yöneticilerinin yukarıdaki konular üzerinde aldıkları kararlar firmanın karlılığını ve risk derecesini etkilemektedir. Karlılık ve risk düzeyi de firmanın piyasa değerini belirlemektedir. Burada finans yöneticisinden beklenen, firmanın piyasa değerini en yükseğe ulaştıracak biçimde risk ve karlılık arasında bir denge kurarak optimal bir değışim sağlamasıdır (Akgüç 1998: 3).

1950' lere kadar firmanın kredi verenler için değerlendirilmesi, günümüzde firmanın kendi ortakları için değerlendirilmesi durumuna dönüşmesiyle birlikte firmanın ve aynı zamanda finansal yönetimin amacının firmanın "Net Bugünkü Değeri"nin Hissedarları Açısından Maksimum Kılınması" olarak belirlenmesinden sonra finans uzmanları neden firma değerini maksimizasyonu sorusuna cevap aramışlardır. Ulaşılan ortak sonuçlar şunlardır (<http://www.capitaldeasonline.com/>);

Şekil 1. Firma değerini etkileyen kararlar



Kaynak: (Akgüç 1998: 2).

- a) Yatırımcılar genellikle harcaabilecekleri daha çok paraya sahip oldukça daha mutlu olmaktadır. Ne kadar ve nereye harcaacakları önemli değırdir.
- b) Hisse senedi fiyatları genellikle hisse senedini ihraç eden firmanın gelecekteki durumunu yansıtır. Dolayısıyla, firmanın gelecekteki durumunun daha iyi olacağı beklentisi firmanın hisse senedi fiyatlarını arttıracaktır.
- c) Yatırımcılar ellerinde tuttıkları hisse senedi ve diğerk menkul kıymetleri istedikleri an ellerinden çıkarıp nakde çevirmek isterler.
- d) Eğer yöneticiler firmanın hisse senetlerinin değerini maksimize edecek kararlar alırlarsa, yatırımcılar memnun olacaklardır.

İşte yukarıda bahsedildiğı üzere yatırımcıların beklentilerinin değışerek artması, her geçen gün zorlaşan ekonomik şartlar ve artan rekabet ortamı firmaların varlıklarını sürdürmelerini zorlaştırmaktadır. Firmaların, amaçlarını gerçekleştirebilmeleri için gerekli olan girdi fiyatlarının yükselmesi sonucu kaynak ihtiyaçları artmıştır. Bununla beraber kaynak sağlayan kişi ve kurumların fon maliyetlerini arttırmaları, firmaları sermaye piyasalarına yönelmiştir. Sermaye piyasasının geliştiğı ülkelerde firmalar, uygun kaynak bulabilmeleri ve devamlı büyümeyi gerçekleştirebilmeleri için firma değerlerini gerçekçi olarak saptayıp, mevcut firma değerlerini etkin bir şekilde yönetmek durumundadırlar. Firma değeri, gerçekleştirilen sermaye yatırımı tutarının üzerinde getiri sağlanırsa oluşmaktadır. Sermaye piyasasında hisseleri işlem gören firmalar, hissedarlarını memnun etmek amacıyla piyasa değerlerini hissedarları açısından arttırmak zorundadırlar. Firma değerini gerçekçi olarak belirleyemeyen ve yükseltmeyen firmalar günümüz yeni ekonomik düzeninde ulusal ve uluslararası rekabette başarılı olamazlar. Bu nedenle günümüzde, işletme finansı ve yönetim muhasebesi; firmada etkin olmayan mevcut kontrol sistemlerini etkin hale getirmek ve ekonomik çevredeki değışikliklere uyum sağlayarak firma değerini etkin bir şekilde yönetimi için yeni yaklaşımları gündeme getirmektedir.

Firmanın sahip olduğı bir varlığın veya firmanın bir bütün olarak değerini tespit edilmesi değırleme faaliyetlerini oluşturmaktadır. Değırleme, para dışındaki iktisadi varlıkların değerini para cinsinden belirlenmesi, bir firmanın sahip olduğı toplam aktiflerinin değerini takdir ve tahmini olarak tanımlanmaktadır. Diğerk bir ifadeyle değırleme; bir malı, fikri, hizmeti veya bunların hepsini faaliyet alanına göre farklı şekillerde üreten bir firmanın, kendisinden

bekleneni sağlama derecesini ve kıymetini belirlemek amacıyla söz konusu varlığın özellikleri hakkında görüş bildirmektir (Yazıcı 1997: 7).

Ekonomik sistemi, firma değerini maksimum kılmayı hedefleyen firmalar tarafından oluşturulmuş ülkelerde yatırılan sermayenin getirisi daha yüksek olmakta ve sermaye yetersizliği problemi yaşanmamaktadır. Böylelikle daha yüksek verimlilik, daha fazla rekabet gücü ve daha güçlü bir sermaye piyasası oluşturularak ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinden daha fazla yararlanma şansı doğmaktadır (Copeland, Koller, Murrin 1996: 3).

Firma değerini ve ortakların çıkarlarını maksimize etmeyi benimseyen ve bu amacı başarıyla gerçekleştiren firmalar ise, çalışanlarına yüksek ücretli ve garantili iş imkanı sağlarken, devlete daha fazla vergi verirler. Aynı zamanda ortaklarına daha fazla temettü ve sermaye kazancı ile daha fazla gelir sağlarlar. Böylelikle firma, ilişki içerisinde bulunduğu tüm çıkar gruplarına en iyi şekilde hizmet eder. Firmanın net şimdiki değerinin maksimizasyonu amacının sağlanması, finansal yönetimin günümüzde geçerli temel politikaları olan finansman, yatırım ve temettü politikalarında firmanın sahip olduğu varlıkların her birinin etkin kullanılıp, belirtilen amaca en fazla katkıyı verecek şekilde yönetilmeleriyle mümkündür (Copeland, Koller ve Murrin 1996: 4).

Firma yönetimi açısından değerlendirme faaliyetleri; gerçekçi bir fiyat politikasının belirlenmesinde ve firmanın mevcut değerinin saptanarak bu değer nasıl artırılabilirliği hususunda yardımcı olur. Böylelikle firmanın ihtiyaç duyduğu sermaye firmaya çekilebilmektedir. Burada öncelikle firma yöneticilerinin firma değerini doğru bir şekilde tespit ederek, firmanın uygun (makul) piyasa değerini belirlemeleri gerekmektedir. Uygun (makul) piyasa değeri ise, piyasada varlıkların değeri konusunda tam bilgiye sahip istekli alıcıların ve satıcıların herhangi bir zorlama olmadan, söz konusu varlık için piyasada taktir ettikleri değeridir (Jones ve Van Dyke 1998: 9).

Başlıca Değer Kavramları

Herhangi bir varlık farklı şekillerde değerlendirilebilir. Değerleme kavramının daha kolay anlaşılabilmesi için değer ile ilgili çeşitli kavramları açıklamak gerekmektedir. Bu kavramlar kısaca açıklanmak istenirse (Ercan ve Öztürk 2003: 3-4);

Nominal Değer: Nominal değer, bir varlığın kağıt üzerindeki değeri olup, genelde hisse senetlerinin ve tahvillerin üzerinde yazılı bulunan değeri ifade etmektedir.

Defter Değeri: Bir varlığın defter değeri, varlığın bilançoda görülen kayıtlı değeridir. Bu değer, firmanın özsermaye toplamının hisse senedi sayısına bölünmesi ile hesaplanmaktadır.

Tasfiye (Likidasyon) Değeri: Tasfiye değeri, bir varlığın parçalar halinde satılarak nakde dönüştürülmesi sonucunda elde edilen değerdir. Bu değer, firmanın varlıklarının satılması halinde, elde edilecek olan nakit tutarından firmanın tüm borçları ödendikten sonra kalan tutarın firmanın hisse senedi sayısına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Piyasa (Borsa Değeri): Bir varlık borsaya kote olma şansı onun piyasada oluşan değeri aynı zamanda onun borsa değeri olmaktadır. Hisse senedinin sermaye piyasalarında işlem gördüğü fiyat da o hisse senedinin borsa değeri olarak tanımlanmaktadır. Bir firmanın borsa değeri firmanın hisse senedi sayısı ile hisse senedi fiyatının çarpılması sonucu hesaplanmaktadır.

İşleyen Teşebbüs Değeri: Bir varlığın çalışır halde iken satılması durumunda elde edilecek tutara, varlığın işleyen teşebbüs değeri denilmektedir. Firmanın işleyen teşebbüs değeri ise o firmanın maddi ve maddi olmayan varlıklarının elden çıkarılması durumunda sağlanacak toplam tutardır.

Gerçek (Olmayı Gereken) Değer: Asimetrik enformasyonun olmadığı etkin bir piyasada, bir varlık hakkındaki bilgilerin tamamına dayalı olarak oluşan ilgili varlığa ait değer, gerçek değer olarak ifade edilmektedir.

Değerleme Sürecinde Kullanılan Yaklaşımlar

Ekonomik bir varlığın gerçek değerinin piyasa değerine eşit olup olmadığının, bir diğer ifadeyle piyasa fiyatının söz konusu ekonomik varlığın değerini ne ölçüde yansıttığının analiz edilmesi, değerlendirme süreci olarak adlandırılabilir (Köse 2003: 1).

Değerleme sürecinde bir firmanın değerinin saptanması için çeşitli yaklaşımlar mevcuttur. Bu yaklaşımları üç ana gruba ayırabiliriz (Yazıcı 1997: 28);

1) İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) Yaklaşımı:

Bu yöntem Irving Fisher tarafından 1930 yılında ortaya konmuştur. Bu yöntemde göre, firmanın sahip olduğu varlıklar nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. Dolayısıyla, firma değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak tespit edilmeye çalışılır. Paranın zaman değerinin olması nedeniyle, yıllar itibarıyla nakit akımları bugüne iskonto edilerek, nakit akımlarının net bugünkü değeri hesaplanmaktadır. Bu yöntemde firmanın geçmiş dönem finansal tablolarından yararlanılarak gelecekteki nakit akım-

ları tahmin edilir ve bu nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle de firma değeri bulunur. Bu yöntem, gelecekteki nakit akımlarının tahminine ve uygun iskonto oranının seçimine dayanır. İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımına göre firma değeri üç yönetime göre hesaplanabilmektedir. Bunlar firmaya ait serbest nakit akımları yöntemi, özkaynağa ait serbest nakit akımları yöntemi ve bu çalışmada incelenen EVA™ modeliyle aynı varsayım ve hesaplama tekniklerini içeren ekonomik kar yöntemidir (Köse 2003: 3).

2) Kazanca Dayalı Değerleme Yaklaşımı:

Bu yaklaşımda firmanın; faaliyetine devam edeceği ve gelecek yıllarda pozitif nakit girdileri sağlayacağı dikkate alınarak değer tespiti yapılmaktadır. Kazanca dayalı değerlendirme uygulamasının iki aşaması bulunmaktadır. İlk aşama standardize edilmiş oranların oluşturulmasıdır. İkinci aşama ise, benzer firmalar arasında karşılaştırmalar yapılmasıdır. Bu yaklaşımda kullanılan yöntemler; temettü verimi yöntemi, piyasa değeri/ defter değeri oranı, fiyat/kazanç oranı, fiyat/nakit akım oranı yöntemi, piyasa kapitalizasyon değeri yöntemi, defter değeri yöntemi, ekspertiz değeri yöntemi vb. firma değerlemeleridir (Yazıcı 1997: 28).

3) Varlığa Dayalı Değerleme Yaklaşımı:

Faaliyet değeri düşük veya faaliyet değeri olmayan fakat varlık değerine sahip firmalar için uygulanan değer tespit yaklaşımıdır. Bu yaklaşıma dayanan yöntemler; net aktif değeri, tasfiye değeri, amortize edilmiş yenileme değeri, yeniden yapma değeri, emsal değer ve işleyen teşebbüs değeri yöntemleridir.

Firma Değerlemesinin Kullanım Alanları

Firma değerinin tespiti finansın pek çok alanında önemli bir yere sahiptir. Bu alanların başlıcaları işletme finansmanı, birleşmeler, satın almalar ve portföy yönetimidir.

a) *İşletme Finansmanında Firma Değerinin Önemi:* İşletme finansmanında amaç firma değerinin maksimizasyonu ise, o zaman finansal kararlar, firma stratejisi ve firma değeri arasındaki ilişkilerin ortaya konması gerekmektedir. Dolayısıyla bir firmanın değeri, firmanın yatırım, finansman ve kar dağıtım politikaları ile yakından ilgilidir. Bu nedenle söz konusu politikalar arasındaki ilişkiyi anlamak, değer artırıcı kararların alınmasında ve finansal açıdan yeniden yapılanma düşüncesinin oluşturulmasında çok önemlidir (Damodaran 2000: 11).

b) *Birleşme-Satın Almada Firma Değerinin Önemi:* Farklı firmaların tek bir firma adı altında birleş-

melerinde veya herhangi bir firmanın satın alınmasında, firma değerinin tespiti çok önemlidir. Özellikle sermayenin tabana yayıldığı, firmaların halka geniş ölçüde açık olduğu ülkelerde, firmanın hisse senetlerinin satın alınmasıyla o firmanın yönetimini ele geçirmek mümkündür.

c) *Portföy Yönetiminde Firma Değerinin Önemi:* Portföy yönetiminde firma değerlemesinin rolü, yatırımcının yatırım psikolojisine göre değişmektedir. Portföy yönetiminde, pasiflere yatırım yapan bir yatırımcı açısından firma değerinin önemi az, aktiflere yatırım yapan bir yatırımcı açısından ise, firma değerinin önemi daha fazla olmaktadır. Aktiflere yatırım yapan yatırımcılar arasında bile firma değerlemesinin önemi yapılan aktif yatırımın türüne göre değişmektedir. Mesela, piyasa zamanlayıcıları (market timers) değerlemeyi, hisse senedi toplayıcıları (pick stocks) olan yatırımcılara göre daha az kullanmaktadır ve firmanın spesifik değerinden çok piyasa değerine yönelmektedirler (Damodaran 2000: 7).

Firma değerinin gerçekçi bir şekilde hesaplanması ve etkin bir şekilde yönetilerek maksimize edilmesi için firmanın değerini meydana getiren performans değişkenleri (satış büyümesi, faaliyet marjı, sermaye dönüşümü, sermaye kullanımı gibi) saptanmalıdır. Çünkü firma yönetimi değeri etkileyen unsurları bilmeden direkt olarak değer yaratmaya yönelik faaliyetlerde bulunamaz ayrıca yönetimin tüm örgütte firma değerini maksimum kılmak için değeri belirleyen değişkenleri nasıl geliştirebileceklerini bilmeleri gerekmektedir.

Firmada değeri belirleyen değişkenler firmanın farklı düzeylerinde farklılaşabilmektedir. Genel olarak firmanın değerini belirleyen unsurlar [Yatırılan Sermayenin Getirisi (YSG)- ROIC (Return on Invested Capital), yatırılan sermaye miktarı, maliyetler, sabit sermaye vb.] ile firmanın farklı bölümlerine özgü değer değişkenleri (müşteri karması gibi) ve faaliyetle ilgili değer değişkenleri (teslim maliyeti gibi) olarak farklılaşmaktadır. Bu nedenle işletme yöneticileri, firmalarındaki genel amaçlar ile bölümlere göre farklılaşan değer değişkenlerini iyi saptamalıdır. Firmada değer yaratan unsurlar statik değildir, dolayısıyla periyodik olarak gözden geçirilmelidir. Ancak firma açısından önemli değer değişkenlerinin belirlenmesi ve izlenmesi zor olabilir. Çünkü çoğu firmanın raporlama ve kayıt sistemleri, değer unsurlarının belirlenmesi için gerekli bilgiyi vermeyecek durumdadır. Bununla beraber değer unsurlarının belirlenmesi birçok sınamayı ve hatayı kapsayan bir süreçtir. Mevcut bilgiye dayalı mekanik yaklaşımlar ve geleneksel muhasebesel yaklaşımlar

firmadaki değer unsurlarını nadiren gerçekçi olarak tanımlayabilir (Copeland, Koller, Murrin 1996: 111).

Firmada, değeri etkileyen değer unsurlarının birbirinden etkilenmemesi de mümkün değildir. Örneğin; ilk bakışta fiyatların yükselmesinin, tek başına firma değeri üzerinde olumlu bir etkisi var gibi gözükse de, pazar payının kaybedilmesine yol açabilir. Bu nedenle değeri meydana getiren unsurlar arasındaki ilişkiyi daha iyi anlayabilmek için duyarlılık (senaryo) analizi yapılmalıdır. Duyarlılık analizi, bir firmanın tümünün veya firmaya bağlı departmanların yarattığı değer üzerindeki varsayımların etkilerinin sonuçlarını verir (Copeland, Koller, Murrin 1996: 111).

EKONOMİK KATMA DEĞER (EVA™) YÖNTEMİ KULLANILARAK FIRMA DEĞERİNİN BELİRLENMESİ

Günümüzde sermaye piyasalarının hızla gelişimi, şirket birleşme ve satın almaları ile firmalarda halka açılma eğilimlerinin artması, firma sahiplerini ve yatırımcılarını firma değerini doğru tespit etme arayışına yöneltmiştir. Firma değerinin doğru bir şekilde tespitinin yanında bu değerın yönetimi ve maksimizasyonu da günümüz üst düzey yöneticilerinin amaçlarının başında gelmektedir. Bu nedenle firma değerini tespit etmeye ve yönetmeye yönelik birçok yöntem geliştirilmiştir.

Firma değerinin tespitinde kullanılan yöntemleri, indirgenmiş nakit akımlarının kullanıldığı yöntemler ve muhasebe temeline dayalı fiyat katsayılarının kullanıldığı yöntemler olarak iki gruba ayırmak mümkündür. Muhasebe temeline dayalı değerlendirme yöntemleri; uygulamada firma değerini etkileyen unsurların (paranın zaman değeri, risk, gelecekte beklenen nakit akımı ve bunların gerçekleşme oranı, yatırım tutarı, işletme sermayesi, satış hacmi, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti vb.) tahmin edilmesini gerektirmediği gibi, hesaplanması da kolaydır ve çok zaman almamaktadır (Üreten ve Ercan 2000: 11).

Bununla birlikte muhasebe temeline dayalı yöntemler, özellikle sermaye piyasalarının gelişmeye başladığı günümüz koşullarında firma değeriyle ilgili birçok soruyu cevapsız bırakmaktadır. Bu nedenle firma değerini en doğru şekilde tespit eden indirgenmiş nakit akımlarını temel alan, muhasebe karlılığı yerine ekonomik kara ve katma değere yönelik olan yöntemler tercih edilmektedir. Firma, kendisinin mevcut ve gelecekte hedeflediği ekonomik yapısına göre bu yöntemlerden birini seçer.

Günümüzde işletmeler sağlıklı bir biçimde gelişmek ve firma değerini maksimum kılmak için, kul-

landıkları ölçüm yöntemlerinde öncelikle değer yaratma amacını ön plana çıkarmaktadırlar. Bu gereksinim sonucunda firmanın muhasebe karlılığı yerine ekonomik karlılığını ölçen EVA™ yöntemi ortaya çıkmıştır. Bu yöntem firma hedeflerinin saptanmasından stratejik planlamaya, bütçelemeden insan kaynaklarına, teşvik sistemlerinden kontrol mekanizmasına kadar uzanan ve değere dayalı bir performans ölçüm yöntemidir. EVA™, firma birleşmelerinden işgören ücretlerinin belirlenmesine ve yöneticilerin ödüllendirilmesine kadar geniş bir yelpaze içerisinde hemen her konudaki firma kararlarına yön vermektedir.

EVA™ yöntemi, finansal yönetim boyutuyla ele alındığında yeni bir kavram olmasına karşın, temel olarak yeni bir kavram değildir. EVA™'ya benzer bir kavram olan artık kar (residual income) kavramı, 1896 yılında Alfred Marshall tarafından tanımlanmıştır. Marshall; artık karı, net kardan yatırılan sermayenin cari faiz oranları üzerinden sağlanacak faiz tutarının çıkartılması ile bulunan bir tutar olarak tanımlamıştır. Artık kar kavramı General Motors ve General Electric gibi birçok firma tarafından 20. yüzyılın başlarıyla birlikte performans ölçme aracı olarak kullanılmıştır (Ercan ve Öztürk 2003: 69).

Daha sonraki yıllarda artık kar kavramı biraz daha geliştirilmiş ve finans literatüründe ekonomik kar kavramı olarak kullanılmaya başlanmıştır. EVA™ değerinin tespit edilmesi sürecindeki, gerek tanımlamada gerekse hesaplamada ki temel mantık, finans literatüründe yer alan ekonomik kar yaklaşımıyla aynıdır. EVA™, en basit ifade ile bir firmanın yatırımları üzerinden meydana getirdiği vergi sonrası nakit akımı ile firmada kullanılan sermayeye yüklenen maliyet arasındaki farktır. EVA™'nın bir başka tanımı ise; yatırılan sermayenin getirisi ile sermaye maliyeti arasındaki farkın yatırılan sermaye tutarı ile çarpımı sonucu bulunan değerdir. Ekonomik kar ise; yatırılan sermayenin getirisi ile sermaye maliyeti arasındaki farkın, yatırılan sermaye tutarı ile çarpımıdır. Dolayısıyla ekonomik kar yaklaşımı indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile aynı sonucu veren EVA™ yönteminin uygulama olarak tamamen aynıdır (Ehrbar 1999: 20).

Joel Stern ve Bennett Stewart tarafından, kurulan Stern ve Stewart Finansal Danışmanlık Şirketi adına ticari bir marka olarak 1980'li yılların başlarında geliştirilen bir yöntem olan EVA™, sermaye kontrollerinin sona ermesi, hisse senedi piyasalarında likiditenin artması, bilgi teknolojilerindeki gelişmeler ve kurumsal yatırımcıların finansal piyasalardaki öneminin artması sebebiyle finansal yönetim ve teşvik

sistemi olarak 1993 yılından itibaren hızlı bir şekilde önem kazanmış ve günümüzde büyük ilgi gören ve bazı yönleriyle de eleştirilen finansal ölçüm yöntemlerinden biri haline gelmiştir.

EVA™ etkin bir şekilde uygulandığında, firmanın hangi birimlerinin değer yarattığını, hangi birimlerinin değer yaratmadığını belirlediğinden iyi bir performans ölçüm yöntemi olmasının yanında, işletmelerde değer temelli yönetim (Value Based Management) anlayışının en önemli araçlarından birisi olarak kabul edilmekte ve kullanılmaktadır. Firmanın örgüt yapısı içinde alınacak tüm kararların ve gerçekleştirilecek tüm faaliyetlerin değer yaratmaya yönelik olmasını ifade eden değer temelli yönetim yaklaşımında EVA™, gerek örgütün bütününe gerekse de bütün içerisindeki parçaların yarattıkları gerçek değeri belirlemeye yönelik olarak kullanılmaktadır (Ercan ve Öztürk 2003: 70).

Son yıllarda firmalar, faaliyetlerini daha çok hizmet üretmeye, dış kaynaklardan yararlanmaya ve yenilik yaratmaya dayalı olarak sürdürmektedirler. Dolayısıyla firmaların bu faaliyetleri ile geleneksel muhasebe performans ölçüm yöntemleri birbirini tamamlayamamaktadır. EVA™, işletme modellerindeki üretim, pazarlama ve yönetim ilişkilerini tam olarak yansıtabilmenin yanında finansal performanslarını değerlendirebilmekte ve sadece üretim işletmelerinde değil, hizmet işletmelerinde de kullanılabilir. EVA™ bu avantajları yanında ortakların refahının maksimizasyonu ile yakından ilişkili olduğu için firmanın başarısını finansal açıdan ölçmede modern bir ölçüdür. Dolayısıyla bugün dünyada, içlerinde AT&T, Coca-Cola, Whirpool, Monsanto, Duracell, United States Postal Service Wal-Mart Stores, IBM ve Quaker gibi çok sayıda üretim ve hizmet işletmesinin içinde bulunduğu 300'den fazla büyük firma EVA™ yöntemini planlama ve performans denetiminde bir temel olarak bünyelerinde uygulamaktadırlar (Damodaran 2000: 285; Hartman 2000: 158; Kudla ve Arende 2000:98).

EVA™ yöntemi ülkemizde ise 1995 yılından itibaren kullanılmaya başlanmıştır. Bu yöntemi ülkemizde ilk kullanan firma, Sabancı Holding bünyesinde faaliyet gösteren Kordsa A.Ş. olmuştur. Daha sonra Oyak Renault A.Ş., Fiat-Tofaş A.Ş., EVA™ yöntemini kullanmışlardır. Bu firmalar, EVA™ kullanımına öncülük etmelerine rağmen, söz konusu yöntem ülkemizdeki diğer firmalarca yeterli ölçüde kullanılmaya başlanmamıştır (Ercan ve Öztürk 2003: 71). Türk Turizm Sektöründe faaliyet gösteren turizm işletmelerinde ise bu yöntemi kullanan işletme tarafımızca rastlanılmamıştır.

Ülkemizde değer temelli yönetim çerçevesinde EVA™ yöntemini ilk sunan firma 1995 yılında kurulan LBA Yönetim ve Danışmanlık Şirkettir. LBA, ülkemizdeki firmalara EVA™ yönteminin uygulanması ve bu çerçevede finansal stratejilerin oluşturulmasında danışmanlık hizmeti vermektedir (www.lba.com.tr).

EVA™ Değerinin Hesaplanması

EVA™ değeri, belirlenen şimdiki değer faktörü ile iskonto edilirse, yöneticilerin kullandıkları sermaye üzerinden yarattıkları pazar değerini hesaplamaktadır. Artık gelir (residual income) teorisine göre, firmanın başarısı gelecekteki EVA™ tutarlarının şimdiki değeri ile tanımlanmakta ve bu tutar firmanın pazar katma değerini (MVA) vermektedir. Bu nedenle EVA™, firmanın gerçek pazar değeriyle direkt ilişkili olan bir performans ölçüsüdür (Stewart 1999: 5; Haspeslagh, Noda, Boulos 2001: 69).

EVA™, en basit ifade ile bir firmanın yatırımları üzerinden meydana getirdiği vergi sonrası nakit akımı ile firmada kullanılan sermayeye yüklenen maliyet arasındaki fark veya yatırılan sermayenin getirisini ile sermaye maliyeti arasındaki farkın yatırılan sermaye tutarı ile çarpımı sonucu bulunan değer olarak tanımlandığı için EVA™'nın hesaplanmasında kullanılan temel eşitlikler aşağıda gibi oluşmaktadır (Haspeslagh, Noda, Boulos 2001: 69);

$$EVA = NFKEDV - (\text{Yatırılan Sermaye} \times AOSM)$$

$$EVA = (YSG - AOSM) \times \text{Yatırılan Sermaye}$$

Burada;

NFKEDV = Net Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergiler (NOPLAT - Net Operating Profit Less Adjusted Taxes)

YSG = Yatırılan Sermayenin Getirisini (ROIC - Return on Invested Capital)

AOSM = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti 'ni ifade etmektedir.

Yukarıda yapılan eşitlikler incelendiğinde EVA™'nın hesaplanmasında 4 temel verinin (*NFKEDV*, Yatırılan Sermaye, *YSG*, *AOSM*) kullanıldığı görülmektedir. *NFKEDV*, faiz ve vergi giderlerinin indirilmesinden sonraki net kara, faiz giderlerinin eklenmesiyle bulunur. *NFKEDV* değeri, kullanılan sermaye için ne kadarlık bir gelir sağlandığını gösterir. Diğer bir ifade ile firmanın yatırım performansını belirler (Erdoğan, Berk ve Katırcıoğlu 2000: 75).

Yatırılan sermaye tutarı ise, firmanın faaliyetlerinde kullandığı yatırım miktarını vermektedir. Yatı-

rılan sermaye miktarı; kullanılan çalışma sermayesi-ne, net sabit varlıklar ile diğer varlıkların eklenmesiyle bulunur (www.stern.nyu.edu/).

Yatırılan sermayenin getirisi (YSG), NFKEDV değerinin yatırılan sermaye miktarına oranlanmasıyla bulunur (Copeland, Koller ve Murrin 1996: 170);

$$YSG = NFKEDV / \text{Yatırılan Sermaye}$$

YSG değeri, firmanın gerçek faaliyet performansına odaklandığı için firma performansının anlaşılmasında, özsermaye getirisi veya varlık getirisi gibi diğer kazanç ölçülerine göre daha gerçekçi sonuçlar veren bir ölçüdür.

EVA™'nin ve dolayısıyla firma değerinin tahmin edilmesinde ihtiyaç duyulan önemli bir unsur ise; AOSM'nin hesaplanmasıdır. Çünkü firmanın gelecekte tahmin edilen serbest nakit akımları, AOSM ile bugüne indirgenmektedir. AOSM, bir firmanın finansmanında kullanılan farklı kaynakların ortalama maliyetlerinin ağırlıklarına göre hesaplanmaktadır (Üreten ve Ercan 2000: 61);

$$AOSM = ke(E/(E+D+PS)) + kd(D/(E+D+PS)) + kps(PS/(E+D+PS))$$

Burada:

ke = Özkaynakların Maliyetini,

kd : Borçların Maliyetini,

kps : İmtiyazlı Hisse Senetlerinin Maliyetini,

$E/(E+D+PS)$: Özkaynakların piyasa değerinin toplam kaynaklara oranını,

$D/(E+D+PS)$: Borçların piyasa değerinin toplam kaynaklara oranını,

$PS/(E+D+PS)$: İmtiyazlı hisse senetlerinin piyasa değerinin toplam kaynaklarına oranını ifade etmektedir.

EVA™ yöntemiyle firma değerinin saptanmasında AOSM değeri, borç ve özkaynakların defter değerinden daha çok piyasa değerleri temel olarak tahmin edilmelidir. Çünkü bir firmanın menkul kıymetleri piyasaya çıkarılırken defter değerinden değil piyasa değerinden çıkarılmaktadır. Bununla beraber firmanın piyasa değeri, defter değerine göre daha çok değişiklik göstermesine rağmen etkin piyasalarda piyasanın geneli ile ilgili yeni bilgiler geldikçe firmanın piyasa değeri sürekli olarak değiştiğinden piyasa değeri firmanın gerçek değerini yansıtmada daha iyidir. Ayrıca AOSM değeri yatırımcıların firmadan ne beklentide olduklarının bir ölçüsüdür ve bu değer firmanın muhasebe kayıtlarına göre değil firmanın gelecekteki karlarına ve nakit akımlarına bağlıdır.

Bir firma değer yaratmak için sermaye maliyetinden daha fazla piyasa değerini sağlamalıdır. Çünkü hissedarlar, firmaya sermayesini sunan oyunculardır ve sermaye üzerinden bir getiri sağlamak için yatırım yaparlar. Sermaye maliyetinin, firmanın yatırımcılarını (debtholder-shareholder) yatırım riski karşısında korumak için en azından geri dönüşüm oranı düzeyinde olması istenir. Bu nedenle etkin bir sermaye kullanımı, firma değeri yaratmada anahtar bir rol oynar (Damodaran 2000: 123).

Bir firmanın AOSM değerinin hesaplama süreci dört aşamadan oluşmaktadır. *İlk aşama*; firmanın kaynak yapısının tahmin edilmesidir. *İkinci aşama*; firmanın özkaynak maliyetinin hesaplanmasıdır. *Üçüncü aşama* firmanın borç maliyetinin tespit edilmesidir. *Dördüncü aşama* ise; firmanın hedef sermaye yapısının ve en uygun sermaye düzeyinin belirlenmesidir. Firmanın kaynak yapısı, firmanın gerçek mevcut kaynak yapısını yansıtmayabileceği gibi yönetim tarafından yakın gelecekte sermayenin bileşiminde önemli değişiklikler de planlanıyor olabileceğinden, firmanın kaynak yapısının tespit edilmesinde, firmanın mevcut kaynak yapısı yerine gelecekteki hedeflenen kaynak yapısı dikkate alınmalıdır. Özsermayenin fırsat maliyetinin tahmin edilmesi için genellikle sermaye varlıklarını fiyatlama modeli-SVFM-(CAPM-Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır. Bu model, özsermaye maliyetini hesaplarken riski ve beklenen enflasyonu dikkate almaktadır (Copeland, Koller, Murrin 1996: 265). Ayrıca SVFM tüm menkul kıymetlerin beta-beklenen getiri ilişkilerini net bir şekilde açıklamaktadır. Bu nedenle firma değerlemesinde özsermayenin fırsat maliyetinin hesaplanmasında SVFM önerilmektedir (Karan 2001: 259).

İşletmenin borç maliyeti hesaplanırken borçların defter değerleri değil, piyasa değerleri dikkate alınmaktadır. Özellikle firma değerlemesinde genellikle firmanın değerlendirme tarihindeki mevcut borçları dikkate alınmakta ve gelecekte yapılan borçlanmaların net bugünkü değeri sıfır kabul edilmektedir (Copeland, Koller, Murrin 1996: 141).

AOSM ve unsurlarının maliyetlerinin hesaplanmasında hedef sermaye yapısı büyük önem taşımaktadır. Firmaların belirlemiş oldukları ve genellikle de zorunlu olmadıkça değiştirmek istemedikleri sermaye birleşimi, hedef sermaye yapısı olarak adlandırılmaktadır. Firma yönetiminin, kendileri için en uygun sermaye yapısı kararını verirken, ilk dikkate alınması gereken konu hedef sermaye yapısında değişikliğe gidilip gidilmeyeceğidir (Üreten ve Ercan 2000: 72).

DEVAM EDEN DEĞERİN (TERMINAL VALUE) TAHMİN EDİLMESİ

Firma değerlemesinde firmanın ömrü, sonsuz kabul edilmektedir. Bu sürede firmanın elde edeceği nakit akımlarının hesaplanmasında iki yöntem kullanılmaktadır. Birinci yöntemde, nakit akımları yetmiş beş veya yüz yıl gibi uzun bir süre için tahmin edilmektedir. İkinci yöntemde ise; firmanın nakit akımları, öngörülen dönem (on yıl gibi) ve öngörülen dönem sonrası olmak üzere iki döneme ayrılarak tahmin edilmektedir. İkinci yöntem süre açısından uygulaması daha kolay olduğu için önerilmektedir. Bu yöntemde göre firmanın değeri şu şekilde oluşur (Copeland, Koller, Murrin 1996: 287);

Firmanın Değeri = Öngörülen Dönem İçindeki Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri + Öngörülen Dönem Sonrasındaki Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri

Açık dönem sonrasındaki nakit akımlarının bugünkü değeri, devam eden değer (DED) olarak tanımlanmaktadır. Böylelikle, örneğin on yıllık açık dönem süresince detaylı bir tahmin yapılmakta, on yıldan sonrası için ise sadece devam eden firma değeri hesaplanmaktadır. DED'in doğru olarak tahmin edilmesi firma değerlemesinde son derece önemlidir. Çünkü, devam eden değer, genellikle öngörülen dönem için hesaplanan firma değerinden daha büyük olmaktadır. DED'in hesaplanmasında indirgenmiş nakit akımı temelli değer yaratan yaklaşımının veya ekonomik kar yaklaşımının kullanılması önerilmektedir (Copeland, Koller, Murrin 1996: 287).

a) *Değer Yaratan Yaklaşım:* Bu yöntemde göre DED şu şekilde hesaplanmaktadır (Copeland, Koller, Murrin 1996: 287);

$$DED = NFKEDV_{T+1} * (1 - g / YSG) / (AOSM - g)$$

Burada;

$NFKEDV_{T+1}$ = Açık Dönem Sonrası İlk Yılda Vergiden Sonraki Net Faaliyet Karını,

g = $NFKEDV$ Değerinde Sonsuza Kadar Beklenen Büyüme Oranını,

YSG = Yeni Yatırımlardan Beklenen Net Getiri Oranını ifade etmektedir.

b) *Ekonomik Kar Yaklaşımı:* Ekonomik kar yaklaşımında DED, firmanın öngörülen dönem sonrasındaki firma değerini değil, öngörülen dönem sonrasındaki yatırılan sermayenin firma değerine katkısını gösterir ve firma değeri şu şekilde oluşur;

Firma Değeri = Tahmin Dönemi Başındaki Yatırılan Sermaye + Öngörülen Dönemdeki Tahmini Ekonomik Karın Bugünkü Değeri + Öngörülen Dönem Sonrasındaki Tahmini Ekonomik Karın Bugünkü Değeri

Değer yaratan yaklaşım ile ekonomik kar yaklaşımına göre bulunan DED farklı olmakla birlikte, öngörülen finansal performansın aynı olması halinde, bulunacak firma değeri her iki yöntemde de aynı olacaktır. Ekonomik kar yöntemine göre bulunacak DED'in formülü aşağıdaki gibidir (Copeland, Koller, Murrin 1996: 290);

$$DED = (Ekonomik Kar / AOSM) + [(NFKEDV_{T+1} * (g / YSG) * (YSG - AOSM))] / [(AOSM) * (AOSM - g)]$$

Burada;

$Ekonomik Kar_{T+1}$ = Açık Dönem Sonrası İlk Yılda Ekonomik Karını,

$NFKEDV_{T+1}$ = Açık Dönem Sonrası İlk Yılda Düzeltilmiş Vergiden Sonraki Net Faaliyet Karını ifade etmektedir.

EVA™'NİN KULLANIMI VE PAZAR KATMA DEĞERİ (MVA-MARKET VALUE ADDED)

Hesaplanmış EVA™ tutarı, yönetim tarafından değer hisse senedi sahipleri açısından ne ölçüde yaratılıp veya ne ölçüde yok edildiğinin bir göstergesidir. Eğer EVA™ pozitif ise; değer yaratılmış, eğer EVA™ negatif ise; değer yok edilmiş demektir. Geçmiş EVA™ tutarının hesaplanması ve gelecekte firma tarafından yaratılacak EVA™ tutarlarının tahmin edilmesi, hisse senedi sahipleri açısından en yüksek katma değeri yaratan stratejilerin seçilmesi, firmanın yatırım yapacağı sektörlerin belirlenmesi, firmanın ihtiyaç duyacağı kaynakların bulunması ve kullanılmasına yönelik politikaların oluşturulmasında yönetime yardımcı olur (Canbaş ve Doğanlı 2001: 356; www.sternstewart.com/).

Kredi verenler ve hissedarların sermayesi firma tarafından artırılıyor mu yoksa azaltılıyor mu? sorusuna en uygun cevap pazar katma değeri (Market Value Added- MVA) ile verilebilir. MVA, firmanın toplam pazar değeri ile faaliyette kullanılan toplam varlıkların defter değeri arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Kuramsal olarak MVA, firma tarafından kararlaştırılan veya uygulanan tüm yatırımların net bugünkü değerine eşit olacaktır. Dolayısıyla MVA'ya gelecekteki bütün EVA'ların şimdiki değeri olarak bakılabilir (Canbaş ve Doğanlı 2001: 357).

$MVA = \text{Firma Değeri} - \text{Firmanın Kullandığı Toplam Sermaye}$
 $MVA = \text{Gelecekteki EVA Tutarlarının Net Bugünkü Değeri}$

MVA, sıfırdan büyük ise, firmanın hissedarlarının yatırımlarına ne kadar katkı yaptığını gösterir. MVA, sıfırdan az ise, firmanın hissedarlarının yatırımlarını ne kadar azalttığını belirler.

FİRMA DEĞERİNİN TESPİTİNDE EVA™ YÖNTEMİNİN UYGULAMA AŞAMALARI

Firma değerinin hesaplanmasında indirgenmiş nakit akımı temelli EVA™ yönteminin aşamaları; geçmiş performansın analizi, gelecekteki performansın tahmin edilmesi, sermaye maliyetinin ve devam eden değer tahmin edilmesi ve firma değerinin hesaplanması başlıkları altında incelenebilir. Bu aşamaların Türkiye açısından uygulanış biçimi Şekil 2'de açıklanmaktadır.

İMKB'DE HİSSELERİ İŞLEM GÖREN ÜÇ TURİZM İŞLETMESİNDE EVA™ YÖNTEMİNE GÖRE FİRMA DEĞERİNİN TESPİT EDİLMESİ

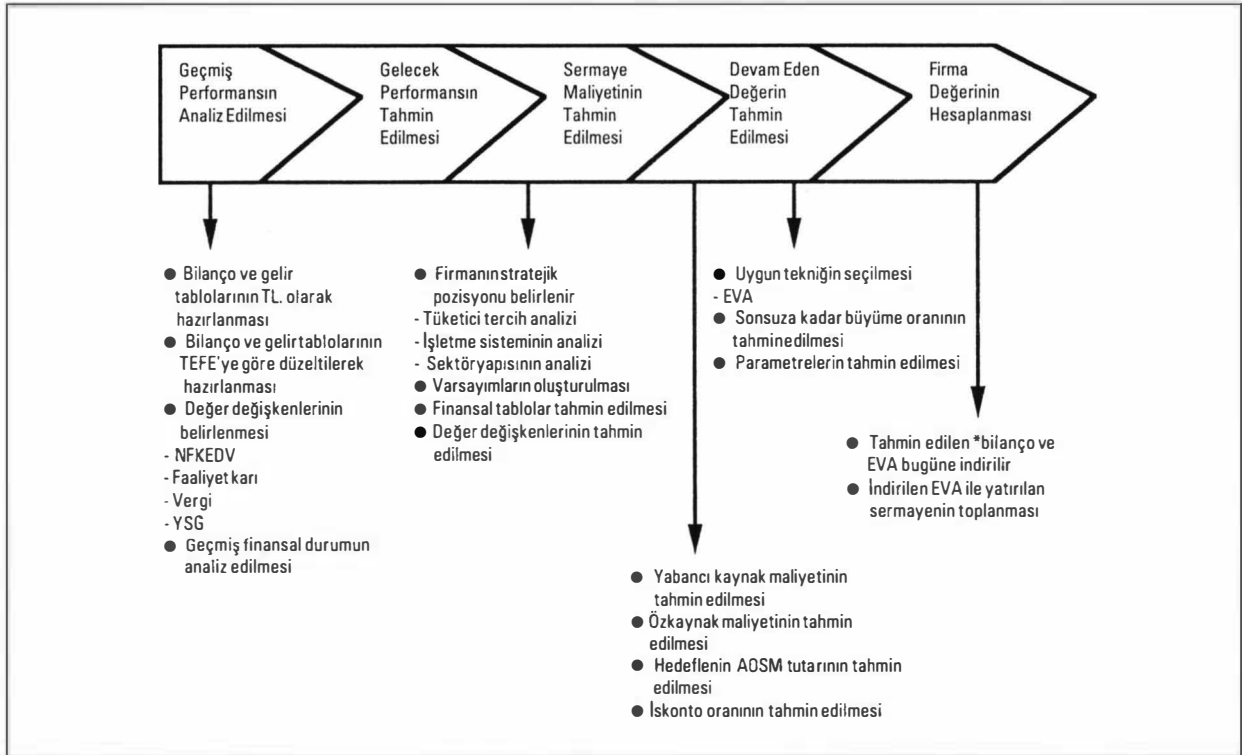
Araştırmanın bu kısmında İMKB'de işlem gören bir turizm işletmesi (Net Turizm İşletmesi) üzerinde fir-

ma değerinin tespitinde EVA™ yönteminin uygulanabilirliği ayrıntılı olarak incelenerek bu yönetime göre firmanın değeri hesaplanmaya çalışılmıştır. Ayrıca İMKB'deki diğer iki turizm işletmesinin (Marmaris Martı ve Marmaris Altınyunus) ise sadece hesaplanan firma değerleri tablolar halinde çalışmanın ekler kısmında verilmiştir.

Firma değerinin belirlenmesi amacıyla yapılan analizde turizm işletmelerinin 1996-2002 yılları arasındaki temel mali tabloları (Bilanço ve Gelir Tablosu) yıllık olarak hazırlanan programa girilmiştir. Excel ortamında hazırlanan program firma değerini, hem indirgenmiş nakit akımına göre, hem de EVA™ yöntemine göre hesaplamaya yardımcı olmaktadır.

Programın kullanılmasında ağırlıklı olarak Copeland, Koller ve Murrin'in "Valuation Measuring and Managing The Value Of Companies, (1996)" adlı kitabındaki tablolardan ve yöntemlerden yararlanılmıştır. Ancak bu çalışma için özellikle Türkiye'ye yönelik olarak, Aykan Üreten ve M. Kamil Ercan'ın "Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi (2000)" başlıklı kitabındaki uygulamalar da dikkate alınmıştır. Ayrıca bu kitapla beraber verilen firma değerini hesaplama programında, yapılan incelemeler sonucu

Şekil 2. EVA™ Yöntemiyle firma değerinin belirlenmesi aşamalarının Türkiye'ye uyarlanmış biçimi



Kaynak: Copeland, Koller, Murrin, (1996)'nin Valuation.... İsimli Kitaptaki Bilgiler Kullanılarak Tarafımızca Düzenlenmiştir.

gerekli görülen düzeltme ve eklemeler yapılarak yeni bir program geliştirilmiş ve firma verileri buradan hesaplanmıştır. Mali tablolarda bulunan tüm rakamlar, enflasyonun bozucu etkisinden kurtarmak için TEFE katsayılarıyla düzeltilmiş ve tahmini tablolar SPK formatına göre hazırlanmıştır.

İMKB'ye kote turizm işletmelerinin SPK'ya göre hazırlanan 1996-2002 yıllarına ait bilanço ve gelir tabloları İMKB'nin internet adresinden (www.imkb.gov.tr) sağlanmıştır. Turizm işletmesinin tahmini piyasa değeri bulunurken, kullanılan AOSM değeri SVFM kullanılarak yıllık bazda hesaplanarak ortalaması alınmış ve gelecek yıllarda bu değer değişmeyeceği varsayılmıştır. SVFM'de risksiz faiz oranı olarak Merkez Bankası'nın 2003 yılındaki Hazine Bonosu faiz oranı kullanılmıştır. Hesaplamalarda gerekli diğer bir veri olan YSG değerinin AOSM ile aynı olacağı kabul edilmiştir. Ayrıca, firma değerinin tahmin edilmesinde gerekli olan bazı kalemler; 1996-2002 yılları arasındaki değerlerinin ortalamaları hesaplanmış ve eğilimleri incelenmiştir.

Çalışma sürecinde EVA™ yöntemine göre firma değerinin tespit edilmesinin normal bir işletme ile otel işletmesi açısından bir farklılığı olmadığı görülmüştür. Rushmore ve DeRoos gerçekleştirdikleri "Hotel Valuation Techniques" isimli çalışmada EVA™ yönteminin aşamalarını literatürdeki haliyle birebir uygulayarak otel işletmesinin firma değerini saptamışlardır. Yine Oggie Ganchev'in 2000 yılında gerçekleştirdiği "Applying Value Drivers to Hotel Valuation" başlıklı çalışmada da EVA™ yönteminin mevcut aşamalarını, bir otel işletmesinin değerinin hesaplanmasında örnek bir olayla açıklamıştır.

Bu çalışmada, analize dahil edilen turizm işletmelerinin değerlendirme sürecinde tahmini tablo kalemlerinin hesaplanması ve yapılan öngörüler ile ilgili açıklamalar aşağıda verilmiştir. Hesaplamalar örnek olarak 2003 yılı için gösterilmiş olup diğer yıllarda aynı şekilde bulunabilir;

a) Tahmini Bilanço Kalemlerinin Hesaplanması: İncelenen işletmenin 2003 yılı için tahmini bilançolarındaki aktif kalemlerin hesaplanış şekilleri aşağıdaki gibidir;

*Hazır Değerler=*2002 Yılı Gerçekleşen Net Satış Tutarı x Tahmini Satış Büyüme Oranı (2003 Yılı İçin)

Menkul Kıymetler: Pasifin fazla olması halinde aradaki fark menkul kıymetlerde değerlendirilmektedir.

Kısa Vadeli Ticari Alacaklar = 2002 Yılı Gerçekleşen Net Satış Tutarı x Tahmini Kısa Vadeli Ticari Alacaklardaki Büyüme Oranı (2003 Yılı İçin)

Stoklar = 2002 Yılı Gerçekleşen Net Satış Tutarı x Tahmini Stoklardaki Büyüme Oranı (2003 Yılı İçin)

Diğer Dönen Varlıklar = 2002 Yılı Gerçekleşen Net Satış Tutarı x Tahmini Diğer Dönen Varlıklardaki Büyüme Oranı (2003 Yılı İçin)

Net Maddi Duran Varlıklar = 2002 Yılı Gerçekleşen Net Satış Tutarı x Tahmini Net Maddi Duran Varlıklardaki Büyüme Oranı (2003 Yılı İçin)

Birikmiş Amortisman = 2002 Yılı Brüt Maddi Duran Varlıklar x (Amortisman Oranı – Aktiften Çıkan MDV Oranı) + 2002 Yılı Birikmiş Amortisman

Uzun Vadeli Alacaklar = 2002 Yılı Gerçekleşen Net Satış Tutarı x Tahmini Net Uzun Vadeli Alacaklardaki Büyüme Oranı (2003 Yılı İçin)

Maddi Olmayan Duran Varlıklar (MODV) = 2002 Yılı MODV – Tükenme Payı

İncelenen işletmenin tahmini bilançolarındaki pasif kalemlerin hesaplanışı ise aşağıdaki gibidir;

Kısa Vadeli Finansal Borçlar : Aktif kalemlerin, pasiften fazla vermesi halinde aradaki farkın kısa vadeli borçlarla kapatılması öngörülmüştür.

Kısa Vadeli Ticari Borçlar = 2002 Yılı Gerçekleşen Net Satış Tutarı x Tahmini Kısa Vadeli Ticari Alacaklardaki Büyüme Oranı (2003 Yılı İçin)

Diğer Kısa Vadeli Ticari Borçlar = 2002 Yılı Gerçekleşen Net Satış Tutarı x Tahmini Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklardaki Büyüme Oranı (2003 Yılı İçin)

Ödenmiş Sermaye: 2002 yılı tutarı alınmıştır .

Emisyon Primi: 2002 yılı tutarı alınmıştır .

Yeniden Değerleme Değer Artışı: 2002 yılı tutarı alınmıştır.

Dönem Sonu Yedek Tutarı (2003 Yılı) = Dönem Başı Yedek Tutarı (2003 Yılı) + Net Kar (2003) + Temettü (Net Kar x Temettü Oranı)

b) Tahmini Gelir Tablosu Kalemlerinin Hesaplanması: İncelenen işletmenin 2003 yılı için tahmini gelir tablosu kalemlerinin hesaplanma şekilleri aşağıdaki gibidir;

2003 Yılı Net Satışlar = 2002 yılı Net Satışlar x Tahmini Net Satışların Büyüme Oranı

Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç) = 2002 Yılı Net Satışlar x Tahmini Satışların Maliyetinin Büyüme Oranı

Faaliyet Giderleri = 2002 Yılı Net Satışlar x Tahmini Faaliyet Giderlerinin Büyüme Oranı

Amortisman Giderleri = 2002 Yılı Brüt Maddi Duran Varlıklar x Tahmini Amortisman Giderlerinin Büyüme Oranı

Kısa Vadeli Borçlanma Gideri = Kısa Vadeli Finansal Borçlar (2002 Yılı) x Tahmini Kısa Vadeli Borçlanma Giderinin Büyüme Oranı

Uzun Vadeli Borçlanma Gideri = Uzun Vadeli Finansal Borçlar (2002 Yılı) x Tahmini Uzun Vadeli Borçlanma Giderinin Büyüme Oranı

Kurumlar Vergisi = Dönem Karı x Vergi Oranı

Faaliyet Karı Üzerinden Vergi = Kurumlar Vergisi + Vergi Koruması – Olağan Dışı Gelir ve Karların Vergisi

Vergi Koruması (KVB-Kısa Vadeli Borç) = KVB Giderleri x Vergi Oranı

Vergi Sonrası KVB Giderleri = KVB Gideri – Vergi Koruması

c) *Tahmini Yatırılan Sermaye Tutarının Hesaplanması*: İncelenen işletmenin 2002 yılı için tahmini gelir tablosu kalemlerinin hesaplanma şekilleri aşağıdaki gibidir;

Diğer Özkaynaklar = Emisyon Primi + Yeniden Değ. Değer Artışı + Yedekler

d) *Tahmini Net Nakit Akımının Hesaplanması* ise şu şekildedir:

Net İşletme Sermayesindeki Artış = (2003 Yılı Dönen Varlıklar (Menkul Kıymetler Hariç) – KVB Finansal Borçlar Hariç)

Sabit Sermaye Yatırımı = (Net MDV₂₀₀₃ – Net MDV₂₀₀₂) + Amortisman₂₀₀₃

e) *Devam eden değer hesaplanması*: Devam eden değer İNA (İndirgenmiş Nakit Akımı) ve EVA™ yöntemlerine göre hesaplanması aşağıdaki gibidir;

İNA'nın Devam Eden Değeri = [NFKEDV 2013 x (1- Satışların Büyüme Oranı / YSG)] / (AOSM – Satışların Büyüme Oranı)

EVA™ 'nın Devam Eden Değeri = (EVA™ Değeri / AOSM) + [(NFKEDV 2013 x (Satışların Büyüme Oranı / YSG)) x (YSG – AOSM)] / (AOSM x (AOSM – Satışların Büyüme Oranı))

TURİZM SEKTÖRÜNDE FİRMA DEĞERİNİN EKONOMİK KATMA DEĞER (EVA™) YÖNTEMİYLE TESPİT EDİLMESİ: İMKB'YE KOTE BİR TURİZM İŞLETMESİ ÜZERİNDE YAPILAN UYGULAMA VE SONUÇLARI

Bu başlık altında İMKB'ye kote bir turizm işletmesinin EVA™ yöntemiyle firma değerinin tespit edilmesine yönelik bir uygulama ve sonuçları ayrıntılı olarak verilmektedir. Ayrıca İMKB'ye kote diğer iki turizm işletmesinin hesaplanan firma değerleri sadece tablolar halinde yer almaktadır.

Araştırmanın Amacı Ve Önemi

Araştırmanın amacı; otel işletmelerinde firma değeri maksimizasyonunun önemini vurgulayarak, işletmelerde firma değerini belirleme ve arttırmaya yönelik olarak kullanılan EVA™ yönteminin otel işletmeleri açısından incelenmesi ve otel işletmelerinin firma değerinin hesaplanması sürecinde bu yöntemin uygulama aşamaları ile bu aşamalarda karşılaşılan sorunların belirlenmesi ve yöntemin uygulanabilirliğinin ortaya konulmasıdır.

Çalışma sonucunda elde edilen bulgular Türk otel işletmelerinin firma değerinin tespit edilmesinde EVA™ yönteminin uygulanabilirliği ortaya konularak, otel işletmelerinde firma değerini etkileyen değişkenlerin belirlenmesi ve otel yöneticilerinin bunlara dikkat ederek finansal açıdan güçlü, çalışanlarının memnun olduğu ve sonuç olarak firma değeri yüksek işletme yapısını oluşturabilmeleri açısından kritik bir öneme sahip olacaktır.

Araştırmanın Yöntemi

Araştırma konusuna ilişkin teorik bilgiler literatür taraması yoluyla elde edilmiştir. Yapılacak olan araştırmanın amaçları doğrultusunda İMKB'de işlem gören sekiz turizm işletmesinden analize uygun olması nedeniyle üç tanesinin kamuoyuna açıkladığı 1996-2002 yılları arasındaki finansal tablolarından elde edilen veriler incelenmiştir.

İMKB'de hisseleri işlem gören turizm işletmeleri aşağıda verilmiştir;

- 1) Net Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ.
- 2) Petrokent Turizm AŞ.
- 3) Altinyunus Çeşme Turistik Tesisler AŞ.

- 4) Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler AŞ
- 5) Marmaris Martı Otel İşletmeleri AŞ.
- 6) Favori Dinlenme Yerleri AŞ.
- 7) Tek-Art Turizm AŞ.
- 8) Metemtur Otelcilik ve Turizm İşletmeleri AŞ.

Bu işletmeler içerisinde Favori Dinlenme Yerleri AŞ, Metemtur Otelcilik ve Turizm İşletmeleri AŞ. ve Tek-Art Turizm AŞ. analize dahil edilmemiştir. Bunun nedeni bu firmaların, analizin başlangıç tarihi olan 1996'dan sonra borsaya girmeleri ve bu nedenle firmaların bilanço ve gelir tablolarıyla ilgili fiyat serilerinin geçmişe fazla gitmemesidir. Ayrıca Petrokent Turizm ile Altinyunus Çeşme Turistik Tesisleri AŞ. firmaları, hesaplama için gerekli olan verilerine ulaşamaması nedeniyle analiz kapsamı dışında bırakılmıştır. Dolayısıyla bu beş işletme analize dahil edilmemiş diğer 3 işletme (Net Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ., Marmaris Martı Otel İşletmeleri AŞ., Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler AŞ.) analize dahil edilerek EVA yöntemi ile firma değerleri hesaplanmaya çalışılmıştır.

EVA™ yönteminin kullanılarak firma değerinin hesaplanması süreci Net Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ üzerinde uygulanarak açıklanmaya çalışılmıştır. Bunun nedeni bu firmanın EVA™ ve İNA yöntemine göre firma değerinin diğer iki firmanın hesaplanan firma değerlerine göre pozitif olmasıdır. Analize dahil diğer iki turizm işletmesinin ise hesaplanmış EVA ve firma değerleri ise sadece tablolar halinde çalışmanın ekler kısmında verilmiştir.

İMKB'deki turizm işletmelerinin AOSM değerinin tahmin edilmesinde öncelikle firmaların 1996-2002 yılları arasında gerçekleşen özsermaye maliyetleri, SVFM kullanılarak hesaplanmıştır. Berk, Kattırcıoğlu ve Erdoğan (2000), yaptıkları araştırma sonuçlarına göre özellikle gelişmekte olan piyasalarda faaliyet gösteren firmaların özsermaye maliyetlerinin hesaplanmasında Gordon Modelinin uygulanmasını tavsiye etseler de, bu çalışmada uygulama kapsamına alınan turizm işletmelerinin düzenli temettü dağıtmaması bu modelin uygulanabilmesini olanaksız hale getirmektedir. Dolayısıyla özsermaye maliyetinin hesaplanmasında SVFM uygulanmak zorunda kalmıştır.

AOSM değerinin hesaplanmasında ikinci olarak turizm işletmelerinin yabancı kaynak maliyeti hesaplanmıştır. Bu hesaplamada, bankaların merkez bankasına bildirdikleri kısa ve uzun vadeli ticari kredilerin ortalamaları alınarak yıllık olarak yabancı kaynak maliyeti hesaplanmıştır. Firmanın yıllık özsermaye ve yabancı kaynak maliyetleri belirlendikten

sonra, yıllık olarak AOSM değerleri hesaplanmış ve yıllık AOSM değerlerinin ortalamaları alınarak gelecek yıllarda tahmini AOSM değeri olarak kullanılmıştır. Firmaların hesaplanan AOSM değeri, aynı zamanda firmaya yatırım yapanların firmadan beledikleri minimum getiri oranını vermektedir. Bu nedenle değerlendirme sürecinde YSG değerinin, AOSM'ye eşit olduğu kabul edilmektedir (Damodaran 2000: 368; Copeland, Koller, Murrin 1996: 171). Firma değerinin hesaplanmasında, tahmin edilmesi gereken diğer veriler ise, analize dahil turizm işletmelerinin 1996-2002 yıllarındaki bilanço ve gelir tablolarından elde edilen değerlerin ortalaması alınarak firma değeri hesaplanmaya çalışılmıştır.

Veri Toplama Tekniği

Uygulama kısmında, İMKB'de hisseleri işlem gören üç turizm işletmesinin kamuoyuna açıklamak zorunda olduğu ve bağımsız dış denetimden geçmiş olan 1996-2002 yıllarına ait bilanço ve gelir tablolarından yararlanılmış ve firma değerinin hesaplanması için gerekli diğer veriler bu tablolardan elde edilmiştir. İMKB'ye kote turizm işletmelerinin Sermaye Piyasası Kuruluna göre hazırlanan 1996-2002 yıllarına ait bilanço ve gelir tabloları İMKB'nin internet adresinden (www.imkb.gov.tr) sağlanmıştır.

Araştırmanın Sınırlılıkları

Çalışmada, EVA™ yöntemine göre ilgili turizm işletmelerinin firma değeri hesaplanırken, firmaların, tahmini AOSM değerinin belirlenmesinde ve diğer tahminlerin (net satışların büyüme oranı, alacaklar, borçlar gibi) yapılmasında bazı sorunlarla karşılaşmıştır. Bu tahminler yapılırken sadece firmaların geçmiş performanslarından yararlanılmış ve genel eğilimlerden ve ortalamalardan hareket edilmiştir. Bunun nedeni analize dahil edilen turizm işletmelerinin geleceğe yönelik olarak yatırım, üretim, pazarlama ve finansal hedeflerini ve sektörden beklentilerini gizlilik gerekçesiyle vermek istememeleri nedeniyle gerekli bilgilerin elde edilememesidir. Bununla birlikte geçmiş performansın analizinde temel alınan dönem 1996-2002 yılları arasını kapsamaktadır. Bu dönemde yaşanan ekonomik krizler inceleme konusu olan firmaların finansal tablolarını oldukça değişken hale getirmiştir. Dolayısıyla çalışma kapsamında analizlerin bu tablolar üzerinden yapılacak olması diğer bir sınırlılık olarak ortaya çıkmaktadır.

Araştırma sürecinde turizm sektörüyle ilgili özel ve resmi kuruluşların firma değerlemesiyle ilgili olarak yeterli bilgiye sahip olmadıkları belirlenmiştir. Ayri-

ca çalışmanın ana konusunu oluşturan EVA™ yöntemi hakkında Türkiye'de yapılan bilimsel çalışmaların çok az olduğu da gözlenmiştir.

Çalışmanın yukarıda bahsedilen sınırlılıklarını en aza indirerek firmaların değerini tespit etmek için gerekli olan her değişken, resmi ve güvenilir verilere dayanılarak hesaplanmaya çalışılmıştır. Firmaların AOSM değeri hesaplanırken, kullanılan özsermaye maliyetinin SVFM'e göre hesaplanmasında gerekli olan risksiz faiz oranı merkez bankasının 2003 yılına ait hazine bonusu faiz oranı dikkate alınarak sağlanmıştır. Yabancı kaynak maliyetinin hesaplanması için gerekli olan faiz oranları ise bankaların merkez bankasına bildirdikleri kısa ve uzun vadeli ticari kredilerin faiz oranlarından hesaplanmıştır.

Analize dahil turizm işletmelerinde AOSM'nin farklılaştırılabilmesi için işletmelerin borçlarının niteliğinin ve maliyetinin tam olarak bilinmesi gerekmektedir. Vergi oranı da yatırım indirimi gibi teşvikler nedeniyle işletmeler arasında farklılaşmaktadır. Vergi oranı düşük olduğunda firmadan daha az nakit çıkışı olduğu için firma değeri yükselmektedir. Ancak vergi oranının düşük olması vergi koruma etkisini azalttığı için AOSM'nin artmasına neden olmaktadır. Bu unsurları tam olarak hesaplayabilmek için firma yetkilileriyle görüşerek firma düzeyinde detaylı bir çalışma yapılması gereği vardır. Bu nedenle sonuçlar değerlendirilirken bu hususların dikkate alınması gerekmektedir.

Bulgular

EVA yöntemiyle firma değerinin tespit edilme sürecinin ayrıntılı olarak anlatılan Net Turizm İşletmesinin 1996-2002 yılları arasındaki yıllık AOSM değerlerinin ortalama değeri %62 bulunmuş ve bu değer gelecekte yıllarda da değişmeyeceği varsayılmıştır. YSG değerinin ise AOSM ile aynı olacağı kabul edilmiştir. Bu varsayımlar doğrultusunda firmanın değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Söz konusu turizm işletmesi ile ilgili yapılan varsayım ve tahminler doğrultusunda İNA ile EVA™ yöntemine göre yapılan hesaplamalar sonucunda ulaşılan faaliyetlerin değeri aynı olduğu tespit edilmiştir. Bu değere menkul kıymetlerin eklenmesiyle firma değeri bulunmuştur. Bu firma için İNA ve EVA™ yönteminin aynı sonucu vermesi, firma hakkında oluşturulan öngörülerin ve tahmin edilen AOSM tutarının doğru/mantıklı olduğunun bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Çünkü EVA™ yönteminde firma ile ilgili oluşturulan öngörüler ve tahmin edilen AOSM tutarı gerçekçi olmaz ise İNA ile EVA™ ay-

nı sonucu vermemektedir (Damodaran 2000: 872). Bu çalışmada bir bakıma İNA yöntemi EVA™ yönteminde yapılan hesaplamaların ve tahminlerin doğruluğunu/tutarlılığını belirleyebilmek ve/veya ulaşılan sonucu karşılaştırabilmek için kullanılmıştır. Dolayısıyla söz konusu işletme için tutarlı öngörüler yapıldığı söylenebilir.

Turizm işletmesinin analiz sonuçlarına bakıldığında İNA ve EVA™ yöntemlerine göre firma değeri pozitif bulunmuştur. Hesaplanan firma değerinin, hesaplamaya dahil turizm işletmesinin geçmiş performanslarının analiz edilmesi sürecinde temel alınan 1996-2002 yıllarını kapsayan dönemde yaşanan krizler göz önünde bulundurularak incelenmesi doğru olacaktır.

Bununla beraber uygulama yapılan turizm işletmesinde, değeri meydana getiren unsurlar arasındaki ilişkiyi daha iyi anlayabilmek için duyarlılık analizi yapılmıştır. Duyarlılık analizi, bir firmanın tümünün veya firmaya bağlı departmanların yarattığı değer üzerindeki varsayımların etkilerinin sonuçlarını verir. Duyarlılık analizinde firma değerini en fazla etkilediği düşünülen değişkenlere (Net satışların büyüme ve Satılan Malın Maliyeti/Net Satışlar) farklı değerler verilerek firma değeri hesaplanmıştır. İlk hesaplamada işletmenin net satışlarının geçmiş yıllarda düşme eğiliminde olduğu belirlenmiştir. Ancak firmanın varlığını sürdürebilmesi için satışlarının düşmemesi gerekmektedir. Bu nedenle, uygulama yapılan firmanın gelecek yıllarda satışlarının en azından değişmeyeceği düşünülerek net satışlarının büyüme oranı %0 kabul edilip firma değeri hesaplanmıştır. Duyarlılık analizinde ise, işletmenin diğer tahminleri sabit kalırken net satışlarının %5 ile %30 arasında büyüyeceği varsayılarak hesaplanan firma değerleri tablo 2'de özetlenmiştir. Tablo 1'deki hesaplanan firma değerinde ise, işletmenin satışlarının maliyetinin satışlara oranının ortalaması %41,7 olarak bulunmuş ve gelecekte de böyle olabileceği varsayılmıştır. Satışların maliyetinin satışlara oranının diğer tahminler sabit kalırken, %20 ile %60 arasında olacağı varsayıldığında firma değerleri tablo 3'deki gibi hesaplanmıştır.

Senaryo analizinin sonuçları incelendiğinde işletme satışlarının büyüme oranı arttıkça firmanın değerinin düştüğü görülmektedir. Satışların maliyetinin net satışlara olan oran değerleri üzerinde yapılan senaryo analizi sonuçları incelendiğinde ise satışların maliyeti/net satışlar oranının tahmin edilen değerden düşük değerler aldıkça firma değerinin yükseldiği, buna karşın tahmin edilen değerden yüksek değerler alındığında firma değerinin düştüğü görülmektedir. Do-

layısıyla, bu işletmede firma değerini belirleyen en önemli değişken satışların maliyeti olduğu söylenebilir. Faaliyet giderlerinin satışlara oranını küçültmeye yönelik denemelerde de firma değerinin arttığı şeklinde benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Bu bağlamda işletme, firma değerini artırmak için net satışlarını arttırmaktan çok maliyet kalemlerini düşürmeye yönelik stratejilere odaklanmalıdır.

EVA™ yönteminde, duyarlılık analizinin yapılmasıyla bir işletmede firma değerini belirleyen değişkenlerin neler olduğu ve bu değişkenlerin firma de-

ğerine olan etkisi saptanabilmektedir. Bu özelliğiyle EVA™, işletmelerin sadece firma değerinin tespiti değil, tespit edilen firma değerinin etkin bir şekilde yönetimine imkan vererek yöneticilerin firma değerini arttırmaya yönelik karar almalarını sağlayan bir yöntem olarak önem kazanmaktadır.

SONUÇ

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ekonominin en önemli unsuru olan sermaye piyasalarının dünya-daki ekonomik ve siyasal küreselleşme doğrultusun-

Tablo 1. Net Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ. firma değeri analiz sonuçları

İNA YÖNTEMİNE GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, Milyar TL				DEVAM EDEN DEĞER (DED), Milyar TL	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	BUGÜNKÜ DEĞER FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER	NFKEDV	9,118
2003	77,655	0,6172	47,929	AOSM	0,820
2004	9,283	0,3809	3,536	YSG	0,820
2005	9,268	0,2351	2,179	g (büyüme)	0,000
2006	9,249	0,1451	1,342	DED	14,701
2007	9,232	0,0896	827		
2008	9,214	0,0553	509		
2009	9,196	0,0341	314		
010	9,177	0,0211	193		
2011	9,158	0,0130	119		
2012	9,138	0,0080	73		
DED	14,701	0,0080	118		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri			57,139		
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü			1,2729		
Faaliyetlerin Değeri			72,731		
EVA YÖNTEMİNE GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, Milyar TL				DEVAM EDEN DEĞER (DED), Milyar TL	
YILLAR	EVA	BUGÜNKÜ DEĞER FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER	NFKEDV	9,118
2003	-61,502	0,6172	-37,959	AOSM	0,620
2004	-17,489	0,3809	-6,662	YSG	0,620
2005	-17,506	0,2351	-4,116	g (büyüme)	0,000
2006	-17,523	0,1451	-2,543	EVA(Perp.)	-17,654
2007	-17,540	0,0896	-1,571	EVA'nın DED'i	-28,463
2008	-17,558	0,0553	-971	Yatırımların Sermaye	43,164
2009	-17,576	0,0341	-600	DED	14,701
2010	-17,595	0,0211	-370		
2011	-17,614	0,0130	-229		
2012	-17,634	0,0080	-141		
DED	-28,463	0,0080	-228		
EVA'nın Bugünkü Değeri			-55,390		
Yatırımların Sermaye			112,628		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri			57,139		
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü			1,2729		
Faaliyetlerin Değeri			72,731		
FİRMANIN ÖZKAYNAKLARININ DEĞERİ, Milyar TL					
Faaliyetlerin Değeri		72,731			
Menkul Kıymetler		122			
Firmanın Değeri		72,852			
Finansal Borçlar		-133,701			
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü (1998)		-469			
Özkaynakların Değeri		-61,318			
İştirakier (Defter Değeri)		21,340			
Özkaynakların Değeri + İştirakier		-39,978			

da gelişmesi, ülkeler arasındaki sermaye hareketlerini hızlandırmıştır. Firmaların, ağırlaşan rekabet koşulları altında varlıklarını sürdürülebilmeleri ve amaçlarına ulaşabilmeleri için bölgesel, ulusal hatta uluslararası sermaye piyasalarına girerek etkin risk-sermaye yönetimi ve düzenli nakit akışlarını sağlamaları gerekmektedir. Bu gelişmeler, firma değerinin maksimizasyonunu amaç edinen değer temelli yönetim yaklaşımının firmalar tarafından benimsenmesi sonucunu doğurmuştur. Firmanın bütünsel olarak değer yaratmasına odaklanan bu yaklaşım, firmanın değerini hissedarları açısından maksimum kılarak, çalışanlarına daha garantili ve daha yüksek ücretli iş imkanı sağlamasını, devlete daha fazla vergi ödemesini, yatırımcılarına gerek temettü gerekse sermaye kazancı şeklinde daha fazla getiri sağlamasını amaçlamaktadır. Değer temelli yönetim yaklaşımının temel felsefesine tamamen uyan ve değer temelli bir performans ölçütü olan EVA™ yöntemi ise değer temelli yönetim yaklaşımının önem kazanması sonucunda, dünyanın önde gelen firmaları tarafından kullanılmaya başlanmıştır. Bu doğrultuda finans ve yönetim konusunda danışmanlık yapan firmalarda hızla bu konuda en iyi hizmeti verme çabası içine girmişlerdir.

İndirgenmiş nakit akımlarını esas alan ve İNA yöntemiyle aynı sonucu veren EVA™ yöntemi; satış hacmi ve büyümesi, faaliyetlerle ilgili giderler, işletme sermayesi, sabit yatırım tutarı, sermaye yatırımı üzerinden sağlanan getiri, net faaliyet karı ve sermaye

maliyeti gibi bir çok faktörün geçmişteki analizini yaparak, firmanın gelecek yıllardaki finansal performansının tahmin edilmesine imkan vermekte ve yapılan hesaplamalarda gerçekleştirilen düzeltmeler nedeniyle firma değerinin tespit ve yönetiminde daha ayrıntılı bilgi vererek değer temelli yönetimin uygulanabilmesine olanak sağlamaktadır. Bununla birlikte EVA™ yöntemi, firmanın istenilen bir yıldaki firma değerini, hisse senetlerinin sayısını ve fiyatlarını tahmini olarak hesaplanmasını olanaklı kılmaktadır.

EVA™ yöntemine yöneltilen en büyük eleştiri bu yöntemin ticari olduğu şeklindedir. Ancak bu yöntem zaten finans literatüründe yer alan "ekonomik kar kavramına" dayanmaktadır. EVA™ yöntemine göre firma değerinin hesaplanmasında yapılan tahminler ve hesaplamalar doğru ise İNA yöntemiyle aynı sonucu vermekte, böylelikle yöntemin bir bakıma sağlanması yapılmaktadır. EVA™ yönteminin, İNA yöntemine göre üstünlüğü bu yöntemde istenilen herhangi bir yıl için firma değerinin hesaplanabilmesinin olanaklı olmasıdır.

Yapılan hesaplamalar sonucunda İNA ile EVA™ yöntemlerinin aynı sonucu vermesi firmalar için yapılan tahmin ve hesaplamaların gerçeğe yakın ve birbiriyle tutarlı olduğunun bir göstergesidir. Ancak sonuçların yine de araştırmanın sınırlılıkları göz önüne alınarak incelenmesi uygun olacaktır. Zaten bu çalışmada; ulaşılan firma değerinin, kesin olarak doğru olduğu konusunda bir iddia da bulunulmamaktadır. Bu çalışmadaki amaç; firma değerinin tespitinde

Tablo 2. Net Satışların farklı oranlarda büyüdüğü kabul edildiğinde turizm işletmesinin hesaplanan firma değerleri

Satış Büyüme Hızı	Faaliyetlerin Değeri	Özkaynakların Değeri	Firma Değeri	Fark (%)
%0	72.731	-61.318	72.852	0
%5	70.409	-63.639	70.531	-%3,19
%10	67.695	-66.354	67.817	-%3,85
%15	64.503	-69.546	64.625	-%4,71
%20	60.731	-73.318	60.853	-%5,84
%25	56.256	-77.793	56.377	-%7,36
%30	50.930	-83.119	51.052	-%9,45

Tablo 3. Satışların maliyetinin farklı oranlarda oluştuğu kabul edildiğinde turizm işletmesinin hesaplanan firma değerleri

Satış Büyüme Hızı	Faaliyetlerin Değeri	Özkaynakların Değeri	Firma Değeri
%20	85.893	-48.156	86.015
%30	79.822	-54.227	79.943
%41,7	72.731	-61.318	72.852
%50	67.679	-66.369	67.801
%60	61.608	-72.441	61.730

EVA™ yönteminin otel işletmelerinde uygulanma sürecini ortaya koyarak, bu sürecin uygulanabilirliğini incelemek ve karşılaşılan sorunları belirlemektir.

Çalışmada, EVA™ yöntemine göre otel işletmelerinin firma değerleri hesaplanırken, firmaların, tahmini AOSM değerlerinin belirlenmesinde ve diğer tahminlerin (net satışların büyüme oranı, alacaklar, borçlar gibi) yapılmasında bazı sorunlarla karşılaşmıştır. Bu tahminler yapılırken sadece firmaların geçmiş performanslarından yararlanılmış ve genel eğilimlerden ve ortalamalardan hareket edilmiştir. Bunun nedeni analize dahil edilen İMKB'ye kote olan turizm firmalarının geleceğe yönelik olarak yatırım, üretim, pazarlama ve finansal hedeflerini ve sektörden beklentilerini gizlilik gerekçesiyle vermek istememeleri nedeniyle gerekli bilgilerin elde edilememesidir. Bununla birlikte geçmiş performansın analizinde temel alınan dönemin bir kriz dönemi olması nedeniyle geçmiş verilere dayanarak tahminlerin oluşturulmasında sorunlarla karşılaşmıştır.

Gerçekleştirilen uygulama sonuçlarına göre EVA™ yöntemiyle firma değerinin tespitinin Türk turizm sektöründe faaliyet gösteren otel işletmelerinde uygulanabilir olduğu görülmüştür. Ancak EVA™ yöntemine göre firma değerinin hesaplanmasında yukarıda açıklanan sorunlara dikkat edilmelidir. Firma değerlemesi yapılırken öncelikle geçmiş verilere ulaşılmalıdır. Firmanın geçmiş analizi yapılırken firmadan ve dışsal faktörlerden kaynaklanan tüm değişkenlere dikkat edilmelidir. Firmanın gelecek yıllardaki finansal durumu ile ilgili tahminlerde bulunurken firmanın sadece geçmiş performansından değil aynı zamanda firma yöneticileriyle kapsamlı olarak görüşülerek firmanın stratejik hedefleri doğrultusunda ve beklenen makro çevre faktörlerine göre tahminler oluşturulmalı ve/veya değişen şartlara göre yeniden belirlenmelidir. Çünkü firma değerlemesi dinamik bir süreçtir. Bu hususlara dikkat edilirse firma değerinin gerçekçi bir şekilde tespit ve yönetimini amaçlayan EVA™ yönteminin, etkin bir şekilde uygulanarak değer temelli yönetim yaklaşımının otel işletmelerine yerleştirilebileceği böylelikle otel işletmelerinin daha etkin yönetilmeleri sonucunda firma değerlerini artırarak, firma yöneticilerine, ortaklara, çalışanlara, ülke turizm sektörüne ve dolayısıyla ülke ekonomisine daha fazla katkıda bulunabilecekleri düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

Akgüç, Öz. (1998). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım-Yayın Canbaş, S. ve Doğanlı, H. (2001). *Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye Analizleri*. İstanbul: Beta Basım- Yayın

- Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1996). *Valuation Measuring and Managing The Value Of Companies*. New York: John Wiley&Sons Inc
- Damodaran, A. (2000). *Investment Valuation*. New York: John Wiley&Sons Inc.
- Damodaran, A. "Value Enhancement: EVA, CFROI and Other Tools". (www.stern.nyu.edu/adamodar). Ulaşım Tarihi:01/03/2003).
- Ehrbar, Al. (1999). Using EVA to Measure and Assess Strategy, *Strategy&Leadership*, Eastern Edition, 27: 20-24.
- Ercan, M. K., Öztürk, B., Demirgüneş, K. (2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye*. Ankara: Gazi Kitabevi
- Erdoğan, O., Berk, N., Katırcıoğlu, E. (2000). The Economic Profit Approach in Firm Performance Measurement (Evidence From The Stock Market), *Russian and European Finance and Trade*, 36 (5): 54-75.
- Ganchev, O. (2000). Applying Value Drivers to Hotel Valuation, *The Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, October: 78-89.
- Hartman, J. (2000). Technical Note- On The Equivalence of Net Present Value and Market Value Added As Measures of A Project's Economic Worth, *The Engineering Economist*, 45 (2): 158-165.
- Haspeslagh, P., Noda, T. ve Boulos, F. (2001). Managing For Value: It's Not Just About The Numbers, *Harvard Business Review*, July-August :62-74
- Jones G. ve Van Dyke, D. (1998). *The Business Of Business Valuation*. New York: McGraw-Hill.
- Karan, M. (2001). *Yatırım Analizi Ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Köse, A. (2003). Banka Değerlemesi:İNA Yaklaşımı, *Active*, Mart-Nisan: 1-16
- Kudla, R. J., Arende, D. A.. (2000). Making EVA Work, *Corporate Finance*, Fall: 50-65
- Stewart, S. (1999). ABC, The Balanced Scorecard and EVA. *Evaluation*, 1 (2): 5.
- Türko, M. (1999). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Alfa Yayınevi.
- Üreten, A. ve Ercan, M. K.. (2000). *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Yazıcı, K. (1997). Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri (*Basılmamış Uzmanlık Tezi*). Ankara: Yıllık Programlar ve Konjektör Değerlendirme Gen. Md. Finansman Dairesi Bşk. Devlet Planlama Teşkilatı Yayın No: 2478.

İNTERNET KAYNAKÇASI

- <http://www.lba.com.tr/25/01/2002>
- <http://www.sternstewart.com/evanomics/07/02/2002>
- <http://bus.utk.edu/finance/wp/30/05/2002>
- <http://www.capitalideasonline.com/books/html/30/05/2002>
- <http://www.imkb.gov.tr/30/07/2003>

Gönderilme tarihi : Mart 2004
Birinci düzeltme : Mayıs 2004
İkinci düzeltme : Haziran 2004
Kabul : Haziran 2004

Doç. Dr. Yıldırım Beyazıt Önal, Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Balcalı Kampusu, Yüreğir, Adana
E-posta: ybeyazit@cu.edu.tr

Erdinç Karadeniz, Mersin Üniversitesi, Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Yüksekokulu, Tece Kampusu, Tece, Mersin
E-posta: ekaradeniz@mersin.edu.tr

EK-1. Marmaris Altinyunus firma değeri analiz sonuçları:

İNA YÖNTEMİNE GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, Milyar TL				DEVAM EDEN DEĞER (DED), Milyar TL	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	BUGÜNKÜ DEĞER FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER		
				NFKEDV	-90
2003	-765	0,6320	-483	AOSM	0,582
2004	-12	0,3994	-5	YSG	0,582
2005	-20	0,2525	-5	g (büyüme)	0,000
2006	-29	0,1596	-5	DED	-155
2007	-37	0,1008	-4		
2008	-46	0,0637	-3		
2009	-55	0,0403	-2		
2010	-65	0,0255	-2		
2011	-74	0,0161	-1		
2012	-84	0,0102	-1		
DED	-155	0,0102	-2		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri			-512		
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü			1,2579		
Faaliyetlerin Değeri			-644		
EVA YÖNTEMİNE GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, Milyar TL				DEVAM EDEN DEĞER (DED), Milyar TL	
YILLAR	EVA	BUGÜNKÜ DEĞER FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER		
				NFKEDV	-90
2003	-3.308	0,6320	-2.091	AOSM	0,582
2004	-3.824	0,3994	-1.528	YSG	0,582
2005	-3.834	0,2525	-968	g (büyüme)	0,000
2006	-3.844	0,1596	-613	EVA (Perp.)	-3.921
				EVA'nın DED'i	-6.734
2007	-3.855	0,1008	-389	Yatırılan	
2008	-3.865	0,0637	-246	Sermaye	6.579
2009	-3.876	0,0403	-156	DED	-155
2010	-3.887	0,0255	-99		
2011	-3.898	0,0161	-63		
2012	-3.909	0,0102	-40		
DED	-6.734	0,0102	-68		
EVA'nın Bugünkü Değeri			-6.261		
Yatırılan Sermaye			5.748		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri			-512		
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü			1,2579		
Faaliyetlerin Değeri			-644		
FİRMANIN ÖZKAYNAKLARININ DEĞERİ, Milyar TL					
Faaliyetlerin Değeri		-644			
Menkul Kıymetler		78			
Firmanın Değeri		-566			
Finansal Borçlar		0			
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı					
Yükümlülüğü (1998)		-398			
Özkaynakların Değeri		-964			
İştirakler (Defter Değeri)		0			
Özkaynakların Değeri + İştirakler		-964			

EK-2. Marmaris Martı firma değeri analiz sonuçları

İNA YÖNTEMİNE GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, Milyar TL				DEVAM EDEN DEĞER (DED), Milyar TL	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	BUGÜNKÜ DEĞER FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER	NFKEDV	8.732
2003	-13.860	0,6823	-9.456	AOSM	0,466
2004	-1.788	0,4655	-833	YSG	0,466
2005	-1.967	0,3176	-625	g (büyüme)	0,088
2006	-2.161	0,2167	-468	DED	18.752
2007	-2.373	0,1479	-351		
2008	-2.603	0,1009	-263		
2009	-2.855	0,0688	-197		
2010	-3.129	0,0470	-147		
2011	-3.428	0,0320	-110		
2012	-3.753	0,0219	-82		
DED	18.752	0,0219	410		

Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri	-12.121
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü	1,2106
Faaliyetlerin Değeri	-14.674

EVA YÖNTEMİNE GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, Milyar TL				DEVAM EDEN DEĞER (DED), Milyar TL	
YILLAR	EVA	BUGÜNKÜ DEĞER FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER	NFKEDV	8.732
2003	-19.107	0,6823	-13.036	AOSM	0,466
2004	-26.962	0,4655	-12.551	YSG	0,466
2005	-29.421	0,3176	-9.345	g (büyüme)	0,088
2006	-32.096	0,2167	-6.956	EVA (Perp.)	-58.679
2007	-35.006	0,1479	-5.176	EVA 'nın DED'i	126.015
2008	-38.171	0,1009	-3.851	Yatırılan Sermaye	144.767
2009	-41.613	0,0688	-2.864	DED	18.752
2010	-45.358	0,0470	-2.130		
2011	-49.431	0,0320	-1.584		
2012	-53.861	0,0219	-1.178		
DED	-126.015	0,0219	-2.755		

EVA'nın Bugünkü Değeri	-61.425
Yatırılan Sermaye	49.305
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri	-12.121
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü	1,2106
Faaliyetlerin Değeri	-14.674

FİRMANIN ÖZKAYNAKLARININ DEĞERİ, Milyar TL

Faaliyetlerin Değeri	-14.674
Menkul Kıymetler	0
Firmanın Değeri	-14.674
Finansal Borçlar	-16.995
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı	
Yükümlülüğü (1998)	-452
Özkaynakların Değeri	-32.121
İştirakler (Defter Değeri)	13.174
Özkaynakların Değeri + İştirakler	-18.947