

PİYASA KATMA DEĞERİ (MVA) İLE FİNANSAL PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ÖLÇÜLMESİ: İMKB'YE KOTE 5 TURİZM İŞLETMESİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Doç. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL*

Dr. Serkan Yılmaz KANDIR**

Arş. Gör. Erdinç KARADENİZ***

ÖZET

Bu makalenin amacı; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) hisseleri işlem gören turizm işletmelerine ait piyasa katma değ verleri (MVA) ile finansal performans ölçütleri arasındaki ilişkinin incelenmesidir. Bu çerçevede, İMKB'ye kote 5 turizm işletmesinin, ekonomik katma değerini (EVATM) bir ticari patent olarak pazarlayan LBA Danışmanlık Firması tarafından hazırlanan 1995-2000 yıllarına ait EĞ ve MVA değerleri kullanılmıştır. Analize dahil turizm işletmelerinin, MVA değerleri ile EVATM, ROA, ROE, ROS, ROIC ve NOPLAT değerleri arasındaki ilişki istatistiksel olarak ortaya konmuştur. Çalışma sonucunda, bu değişkenlerin, turizm işletmelerinin MVA değerleri üzerinde önemli bir etkisi olmadığı saptanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Firma Değeri, EVATM, MVA, Turizm, İMKB

ABSTRACT

The aim of this study is to examine the relationship among market value added (MVA) and financial performance criteria for the tourism companies that are quoted in the İstanbul Stock Exchange (ISE). In this context, the economic value added (EVATM) and MVA values of 5 tourism companies that are quoted in ISE, for the time period between 1995 and 2000, are used. These data are computed by LBA Consulting Company. The statistical relationship among MVA, EVATM, ROA, ROE, ROS, ROIC and NOPLAT values are established. As a result, these variables do not have any influence over the MVA value of tourism companies.

Key Words: Firm value, EVATM, MVA, Tourism, ISE

* Çukurova Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, Öğretim Üyesi, ybeyazit@cu.edu.tr

** Çukurova Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, Araştırma Görevlisi, skandır@cu.edu.tr

*** Çukurova Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, Araştırma Görevlisi, ekaradeniz@cu.edu.tr

GİRİŞ

Günümüzde özellikle Türkiye gibi sermaye piyasası tam gelişmemiş ülkelerde halka arz işlemi gerçekleştirildikten sonra bazı hisse senedi fiyatlarında ve firma değerlerinde aşırı düşüş ve artışlar gerçekleşebilmektedir. Bu durum değer tespitinde kullanılan yöntemlerin mevcut durumu yansıtmasında ve bu yöntemlerle geleceğe yönelik gerçekçi olmayan öngörüler yapıldığı konusunda endişelere neden olmaktadır. Bu nedenle firma değerlemesinin çok daha ciddi bir şekilde yapılması zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Firma değerinin tespiti sadece firmanın halka arzı sırasında değil, aynı zamanda sermaye piyasasında hisseleri işlem gören firmaların hisse senetlerini satın alma kararını verirken de gereklidir. Piyasada gerçekleşen fiyatın, firmanın değerini ne ölçüde yansıttığının bilinmesi için firma değerinin doğru bir şekilde hesaplanması önem arz etmektedir.

Firma değerinin doğru bir biçimde hesaplanması kadar firma değerinin yönetilmesi de büyük önem arz etmektedir. Firmaların ortakları, firmaya para yatırırken aldıkları riske göre en yüksek getiriyi elde etmek isterler. Ortakların bu isteklerini karşılayabilmek için firma değerinin öncelikle gerçekçi bir biçimde hesaplanması ve etkin bir şekilde yönetilerek ortaklar (hissedarlar) açısından maksimum kılınması gerekmektedir. Bu nedenle firma değerini arttırmayı amaçlayan yönetim biçimi olan Değer Temelli Yönetim (Value Based Management) gelişmiş ülkelerde önemli ölçüde benimsenmektedir. Bu yönetim yaklaşımının firmada etkin bir şekilde uygulanabilmesi için firma değerinin belirlenmesinde, yönetiminde ve performans ölçümünde kullanılan ve temeli finans literatürüne dayanan bir çok değer temelli performans ölçütü ortaya

çıkmıştır. Bu ölçütler çeşitli danışmanlık firmaları tarafından, firma değerlerini arttırmayı amaçlayan firmaların bünyelerine bir sistem olarak yerleştirilmeye başlanmıştır.

Bu ölçütlerden günümüzde firmalar tarafından en çok benimsenenlerinden bir tanesi, firmanın elde ettiği karın, firmanın kullandığı sermayenin maliyetini ne ölçüde karşıladığını ölçen Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added-EVATM) ve bu ölçütün tamamlayıcısı olan ve yaratılan katma değer firmasının piyasa değerine nasıl yansıdığının bir göstergesi olan Piyasa Katma Değer'dir (Market Value Added-MVA). EVATM; Joel Stern ve Bennett Stewart tarafından, kurdukları Stern ve Stewart Finansal Danışmanlık Şirketi adına ticari bir marka olarak 1980'li yılların başlarında geliştirilen bir yöntemdir. Fakat finansal yönetim ve teşvik sistemi olarak 1993 yılından itibaren geniş anlamda bir ilgi görmeye başlamış ve günümüzde büyük ilgi gören finansal yöntemlerinden biri haline gelmiştir. EVA, 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, Wal-Mart Stores, IBM ve Quaker gibi büyük firmaların da bulunduğu 300'den fazla firma EVA yöntemini planlama ve performans denetiminde bir temel olarak bünyelerinde uygulamaktadırlar^{1,2}.

EVATM ölçütü uygulamada bu kadar çok benimsenmesine rağmen, finans literatüründe bu ölçütün firma performansını gerçekten gösterip göstermediği konusunda farklı çalışmalar mevcuttur. Bazı çalışmalarda EVATM değerinin firmanın yarattığı MVA değeriyle ve firmanın hisse senetlerinin fiyatları ile hiçbir ilişkisi olmadı-

1 Damodaran, Aswath, **Investment Valuation**, New York: John Wiley&Sons Inc., 2000, s.285

2 Hartman, Joseph., "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), 2000, s. 158

ğna dair sonuçlara ulaşılırken (Fernandez, 2001³; Bernstein, 1998⁴), EVATM değeri ile MVA ve hisse senedi performansı arasında yüksek ilişki saptayan çalışmalar da yapılmıştır (Telaranta, 1998⁵; Dodd ve Chen, 1996⁶; Uyemura, Kantor ve Pettit, 1996⁷; Milunovich; 1996⁸; O’Byrne, 1996⁹). Ülkemizde ise EVATM ve Net Kar ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi inceleyen bir çalışma yapılmıştır (Gürbüz ve Ergincan, 2004¹⁰). Ancak ülkemizde, turizm sektörüne yönelik olarak EVATM ve MVA arasındaki ilişkiyi inceleyen bir çalışmaya tarafımızca rastlanmamıştır.

Dolayısıyla bu çalışmanın amacı; Türk Turizm Sektörü’nde EVATM değeri ile MVA değeri arasındaki ilişkiyi ampirik olarak test etmektir. Bu nedenle ilk olarak EVATM ve MVA kavramlarının ne olduğu, teorik olarak neyi ölçtükleri ve birbirleriyle olan ilişkileri firma hedefleri doğrultusunda açıklanmıştır. Daha sonra, bu konuyla ilgili daha önce yapılmış çalışmalar hakkında bilgi verilmiş ve son olarak da İMKB’ye kote 5 turizm işletmesinin 1995-2000 yıllarına ait MVA değerleri ile EVATM, özsermaye getirisi (Return on Equity-ROE), aktif getirisi (Return on Assets-ROA), satışların getirisi (Return on Sales-ROS), düzeltilmiş vergilerden sonraki net faaliyet karı (Net Operating Profit Less Adjusted

Taxes-NOPLAT) ve yatırılan sermaye üzerinden sağlanan getiri (Return on Invested Capital-ROIC) değerleri arasındaki ilişki korelasyon testiyle ölçülmüştür.

1. EKONOMİK KATMA DEĞER (EVATM) VE PİYASA KATMA DEĞERİ (MVA)

EVATM; Joel Stern ve Bennett Stewart tarafından, kurdukları Stern ve Stewart Finansal Danışmanlık Şirketi adına ticari bir marka olarak 1980’li yılların başlarında geliştirilen bir yöntemdir. Fakat finansal yönetim ve teşvik sistemi olarak 1993 yılından itibaren geniş anlamda bir ilgi görmeye başlamıştır.

EVATM,’nın literatürde ilk görünüşte farklı olan çeşitli tanımlamaları ve hesaplama yöntemleri mevcuttur. Ancak gerek tanımlamada gerekse hesaplamada temel mantık, finans literatüründe yer alan ekonomik kar yaklaşımıyla aynıdır. EVATM, en basit ifade ile bir firmanın yatırımları üzerinden meydana getirdiği vergi sonrası nakit akımı ile firmada kullanılan sermayeye yüklenen maliyet arasındaki farktır¹¹. EVATM,’nın bir başka tanımı ise; yatırılan sermayenin getirisi ile sermaye maliyeti arasındaki farkın yatırılan sermaye tutarı ile çarpımı sonucu bulunan değerdir^{12,13}.

3 Fernandez, Pablo, “EVA, Economic Profit and Cash Value Added Do Not Measure Shareholder Value Creation”, **Working Paper**, IESE Business School, 2001

4 Bernstein, Richard ve Carmen Pigler, “An Analysis of EVA”, **Quantitative Viewpoint**, Merrill Lynch & Co., 1998

5 Telaranta, T., “On Residual Income Variables And Shareholder Wealth Creation”, **Master’s Thesis**, Helsinki School of Economics and Business Administration, Helsinki, 1997

6 Dodd, James L. ve Chen, Shimin, “EVA: A New Panacea?”, **Business and Economic Review**, Vol 42; Jul-Sep:26-28, 1996

7 Uyemura, Dennis G., Charles G. Kantor, ve Justin M. Pettit, “EVA For Banks: Value Creation, Risk Management, And Profitability Measurement”, **Journal of Applied Corporate Finance** 9 (No. 2, Summer), 94-113, 1996

8 Milunovich, Steven, “EVA in the Computer Industry”, **Journal of Applied Corporate Finance** 9 (Spring): 104-115, 1996

9 O’Byrne, Stephen, “EVA and Market Value”, **Journal of Applied Corporate Finance** 9 (No. 1, Spring), 116-125, 1996

10 Gürbüz, Osman ve Ergincan, Yakup, “Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added) (EVA) ve Net Kar: İMKB’deki Hisse Senedi Fiyatlarının Analizi (1995-2000)”. **Öneri Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Hakemli Der-gisi**, Sayı 21, Cilt 6, Yıl 10, 2004

11 www.peterkeen.com/emgbp.007.htm

12 Ehrbar, Al, “Using EVA to Measure and Assess Strategy”, **Strategy & Leadership**, Chicago. May/June, Eastern Edition, 27, 1999, s.20

13 Kramer, Jonathan K. and George Pushner, “An Empirical Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added”, **Financial Practice and Education** 7 (Spring/Summer), 1997, s.41

Bu tanımlardan hareketle EVATM'nin hesaplanmasında kullanılan temel eşitlikler aşağıda verilmektedir¹⁴;

$$EVA = NOPLAT - (Yatırılan Sermaye \times WACC)$$

$$EVA = (ROIC - WACC) \times Yatırılan Sermaye$$

NOPLAT= Düzeltilmiş Vergilerden Sonraki Net Faaliyet Karı (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes),

ROIC= Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri (Return on Invested Capital),

WACC= Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti dir (Weighted Average Cost Of Capital).

Stern & Stewart Danışmanlık Firması, EVATM ölçütünün en temel üstünlüklerini şu şekilde tanımlamaktadır¹⁵;

- EVA, bir firmanın değerinin ne kadar yaratıldığını veya ne kadar yok edildiğini doğru ölçmektedir.
- EVA değerindeki artış, firma değerindeki bir artışı işaret etmektedir.
- Hisse başına kazanç, ROE, ROA ve ROI gibi geleneksel ölçütler firmanın gerçek performansı ile ilgili bir çok soruyu cevapsız bırakmaktadır.
- EVA, hissedar değeriyle en fazla bağlantılı olan parametredir

Stern & Stewart Danışmanlık Firması, EVATM ölçütüyle beraber bu ölçütün tamamlayıcısı olarak ve EVATM ölçütünün daha etkin çalışmasını sağlayacak bir ölçüt olan MVA'yı geliştirmişlerdir. Her ne kadar EVATM, firma performansını tekli bir periyot olarak ölçse de, MVA daha ileriye dönük bir performans ölçütüdür. Firma tarafından kullanılan kaynaklar üzerinden yaratılan katma değeri ölçen MVA, firmanın pazar değeri ile kullandığı kaynaklar arasındaki farka eşittir¹⁶;

$$MVA = \text{Firma Değeri} - \text{Firmanın Kullandığı Toplam Sermaye}$$

Bir başka tanıma göre MVA, bir firmanın bütün faaliyet ve yatırımlarının oluşturduğu portföyünün net şimdiki değerinin piyasa değeridir¹⁷. Bir tanıma göre ise, MVA; bir firmanın özsermayesinin piyasa değeri ile borçlarının defter değerinin toplamı ile, o firmada faaliyetlere yatırılan sermaye tutarı arasındaki olumlu farktır ve şu şekilde hesaplanır¹⁸;

$$MVA = V_t - C_t$$

V_t: Firmanın t zamanındaki, özsermayesinin piyasa değeri ile borçlarının defter değeri toplamı,

C_t: t zamanında firmanın faaliyetlerine yatırdığı sermaye tutarıdır

14 Haspeslagh, P., Noda, T. ve Boulos, F., "Managing For Value: It's Not Just About The Numbers", **Harvard Business Review**, July-August 2001, s.69

15 www.eva.com

16 Canbağ, Serpil ve Doğanlı, Hatice, **Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye Analizleri**, İstanbul: Beta Basım- Yayın, 2001, s.357

17 Ehrbar, Al, **Eva- The Real Key To Creating Wealth**, First Edition, New York: John Wiley & Sons Inc., 1998, s.234

18 Kramer ve Pushner, a.g.e., s.42

Yukarıdaki eşitliğe ek olarak MVA, firmanın sadece özsermayesinin piyasada oluşan değeri ile özsermayenin defter değeri arasındaki olumlu fark olarak da ifade edilebilmektedir. MVA aynı zamanda, firmanın gelecekte yatırımları üzerinden elde edeceği EVATM değerlerinin uygun bir iskonto düzeyiyle (WACC) indirgenmiş net bugünkü değerine eşittir¹⁹;

$$MVA = \text{Özsermayenin Piyasa Değeri} - \text{Özsermayenin Defter Değeri}$$

$$MVA = \text{Net Şimdiki Değer [WACC; Beklenen EVA Değerleri]}$$

MVA, hissedar değerinin ne derecede yaratıldığını ölçen gerçekçi bir ölçüdür. Çünkü bu ölçü, hem hissedarların refahının artırılma derecesini hem de firma yöneticilerinin uzun dönemde firmayı konumlandırarak firma kaynaklarını ne derecede etkin kullandıklarını ortaya koyar. Ayrıca firma tarafından şu anda ve gelecekte yaratılacak değerlerin firmanın piyasa değerine ne ölçüde yansıdığını da göstermektedir. Bununla beraber MVA değeri, subjektif muhasebe unsurlarını elimine eder ve gelecekteki nakit akımlarını ve iskonto oranlarını dikkate alır²⁰.

2. İLGİLİ ÇALIŞMALAR

Stern & Stewart Danışmanlık Firması tarafından geliştirilen EVATM ölçütü, özellikle son yıllarda firma değerinin gerçekçi bir şekilde belirlenme-

si ve yönetilmesinin öneminin artmasına paralel olarak, bir çok büyük firma tarafından uygulanmaya başlanan bir performans ölçütüdür. Aralarında Coca Cola, IBM, Microsoft, Walmart, General Electric'in de bulunduğu bir çok firma bu ölçütü kendi bünyelerinde uygulamasına rağmen finans literatüründe bu ölçüt üzerinde bir çok tartışma yapılmış ve EVA ölçütünün üstünlüklerini ve eksikliklerini ortaya koyan çalışmalar gerçekleştirilmiştir.

EVATM ölçütünü geliştiren Stewart, 1991 tarihli çalışmasında bu ölçütün, firmanın gerçek karlılığı hakkında çok şey ifade etmeyen muhasebe sel karlılığı yerine, firmanın gerçek karlılığını gösteren ekonomik karlılığının bir göstegesi olduğunu ve firmanın elde ettiği vergi sonrası nakit akımının, sermaye maliyetini aştığı durumlar da ekonomik kara ulaşabileceğini ifade etmiştir. Yine Stewart, EVATM ölçütünün tamamlayıcısı olarak MVA ölçütünü ortaya koyarak, firmanın elde ettiği EVATM değerlerinin bugünkü değerinin firmanın MVA değerini vereceğini belirtmiştir. Stewart'a göre MVA değeri, firma yönetiminin kümülatif performansını vermekte ve firmanın geçmiş ve gelecekteki nakit akımları firmanın piyasa değerini etkilemektedir. Daha sonra Copeland, Koller ve Murrin (1996)²¹, Rappaport (1998)²², Hodak (1994)²³, Tully (1993)²⁴, ve Damodaran (2000)²⁵ ise bu ölçütün firma değerinin belirlenmesi ve yönetilmesinde etkin bir ölçüt olduğunu ifade etmişlerdir. Ancak bu çalışmalarda, EVA ile MVA ve hisse senedi getirisi performansı arasındaki ilişki ölçülmemiştir.

19 Fernandez, Pablo, a.g.e., s.11

20 Ehrbar, 1998, a.g.e., s.234

21 Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., **Valuation Measuring and Managing The Value Of Companies**. New York: John Wiley&Sons Inc, 1996

22 Rappaport, Alfred, **Creating Shareholder Value**, Revised Edition. New York: Free Pres, 1998

23 Hodak, Marc, "How EVA Can Help Turn Mid-Sized Firms into Large Companies", **Journal of Applied Corporate Finance** 7 (Spring): 98-102, 1994

24 Tully, Shawn, "The Real Key to Creating Wealth", **Fortune** (September 20): 38-50, 1993

25 Damodaran, Aswath, **Investment Valuation**, New York: John Wiley&Sons Inc., 2000

Stewart (1994), 1987-1988 yıllarını kapsayan araştırmasında, ABD'deki en büyük 1000 üretim ve hizmet işletmesinin 613'ü üzerinde çalışmıştır. Bu firmaların %97'sinde EVATM değerleri ile MVA değerlerinin değişimi arasında yüksek bir belirlilik katsayısı olduğu (determination coefficient - R2) saptanmıştır. Ancak Stewart'ın bu araştırmasında negatif EVATM değerine sahip firmalarda EVATM ile MVA değerleri arasındaki korelasyon anlamlı çıkmamıştır. Bu durumu Stewart, firma negatif kazanca sahip olsa da, hisse senetlerinin piyasa değerinin daima en azından net varlıkların değeri dolayında bulunmasından hareketle açıklamıştır²⁶.

Finegan (1991), orta ölçekli 450 firma üzerinde yaptığı çalışmada MVA ile EVATM, Hisse Başına Kar, Sermayedeki Büyüme, Özsermaye Getirisi (ROE) ve hatta nakit akımlarındaki büyüme gibi parametrelerle arasındaki ilişkileri incelemiştir. Çalışmada EVATM ile MVA arasındaki belirlilik katsayısı %61 çıkarken, ROE ile MVA arasındaki belirlilik katsayısı %47 bulunmuştur. EVATM'nin MVA değerini açıklama gücü, hisse başına kar'dan 6 kat daha fazla olduğu saptanmıştır. Finegan, daha sonra çalışmayı MVA değerlerindeki değişimlere dikkat ederek tekrarlamış ve MVA ile EVATM değerlerindeki değişimler arasındaki belirlilik katsayısı %44 çıkarken, ROE ve MVA değerlerindeki değişim arasındaki belirlilik katsayısı %35 olarak saptanmıştır. MVA değerlerinin değişimi incelendiğinde EVATM değerlerindeki değişimin, hisse başına kardaki değişimlere göre 3 kat daha iyi açıklama gücü olduğunu saptamıştır²⁷.

Lehn ve Makhija (1996) ise 241 büyük Amerikan firmasının 1987, 1988, 1992 ve 1993 yılları arasındaki verilerinden yararlanarak hisse senedi getirileri ile ROE, ROA, satışların getirisi, EVATM ve MVA değerleri arasındaki ilişkiyi incelemişler ve bu 5 parametre ile hisse senedi getirileri arasında pozitif bir korelasyon saptamışlardır. Yine bu 5 parametreden EVATM'nin diğerlerine göre hisse senedi getirisi ile daha kuvvetli bir ilişkiye sahip olduğunu belirlemişlerdir²⁸.

Grant (1996) çalışmasında EVATM değerlerinin firmanın piyasa katma değerini (MVA) anlamlı bir şekilde etkilediğini ve bu etkinin firmanın sermayesi üzerinden sağladığı ilave (artık) getiriden ileri geldiğini belirtmiştir²⁹.

Peterson ve Peterson (1996) ise katma değer ölçütlerinin, hisse senedi getirileriyle, geleneksel performans ölçütlerine kıyasla, çok anlamlı olmasa da daha fazla ilişkili olduğunu saptamışlardır³⁰.

O'Bryne ise 1996 tarihli çalışmasında, 1985-1993 yılları arasında Stern&Stewart 1000 verilerinden yararlanarak kapitalize edilmiş EVATM değeri (EVA/Sermaye Maliyeti), NOPLAT ve Serbest Nakit Akımlarının firmanın piyasa değerindeki farklılıklarıyla olan ilişkilerini incelemiş ve 5 yıllık bir periyotta EVATM'nin %55, NOPLAT'ın %33, 10 yıllık bir sürede de EVATM'nin %74, NOPLAT'ın ise %63 düzeyinde piyasa değerindeki değişimleri açıkladığını bulmuştur. Serbest Nakit Akımlarının ise açıklama gücünün olmadığı belirlenmiştir³¹.

26 Stewart, G. Bennet, "EVATM: Fact and Fantasy". **Journal Of Applied Corporate Finance**, P.6-19, 1994

27 Finegan, Patrick T., "Maximizing Shareholder Value at the Private Company." **Journal of Applied Corporate Finance** 4 (Spring): 30-45, 1991

28 Lehn, K ve Makhija, A. K., "EVA and MVA: As Performance Measures And Signals For Strategic Change", **Strategy and Leadership**, Vol 24 May/June :34-38, 1996

29 Grant J. L., "Foundations Of EVA For Investment Managers" **The Journal of Portfolio Management**, Vol 23, Fall 1996, 41-48

30 Peterson, David R. and Pamela P. Peterson, **Company Performance and Measures of Value Added**, Charlottesville: The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, 1996

31 O'Bryne, a.g.e.

Uyemura, Kantor ve Pettit (1996), Amerika'daki 100 büyük bankanın 1986-1995 yılları arasındaki verileri üzerinde yaptıkları çalışmada MVA değeri ile Hisse Başına Kar, Net Gelir, ROE, ROA ve EVATM değerleri arasındaki korelasyonu incelemişler ve MVA ile EVATM arasında 40%, ROA arasında 13%, ROE arasında 10%, net gelir arasında 8% ve hisse başına kazanç arasında 6%'lık bir korelasyon bulmuşlardır³².

Milunovich (1996) ise ABD'deki bilgisayar endüstrisi üzerinde yaptığı çalışmada EVATM'nin Hisse Başına Kar, Hisse Başına Karda büyüme ve ROE'ye göre, MVA'yla daha fazla ilişkide olduğunu saptamıştır³³.

Dodd ve Chen (1996), 566 Amerikan firmasının 1983-1992 yıllarına ait verileri üzerinde yaptıkları çalışmada hisse senedi getirileri ile ROA, EVATM, ROE, Hisse Başına Kar ve Düzeltmiş Artık Gelir arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Hisse senedi getirileri ile en yüksek belirlilik katsayısının ROA (%24,5) ile olduğunu daha sonra EVATM (%20,2), artık gelir (%19,4) Hisse Başına Kar ve ROE (%5-7) değerlerinin geldiğini saptamışlardır³⁴.

Teleranta (1997), 42 Finlandiya firmasının 1988-1995 yılları arasındaki verileri üzerinde yaptığı çalışmada Ekonomik Kar, NOPAT, ROE, ROI, Faaliyet Karlılığı ve Net Karlılık ile MVA değerleri arasındaki ilişkileri hesaplamış ve Ekonomik Karın MVA'yı %30,7 oranında, NOPAT'ın ise MVA'yı %30,16 düzeyinde açıkladığını belirlemiştir. Değişimler arasındaki ilişkilerde ise Ekonomik Karın belirlilik katsayısı %17,18'le en yüksek çıkmış, ikinci olarak da faaliyet karlılığının belirlilik katsayısı %16,64 he-

saplanmıştır. Diğer ölçütlerde ise anlamlı bir ilişki saptanamamıştır³⁵.

Biddle, Bowen ve Wallace (1999), EVATM, Ekonomik Kar (EK), ve Nakit Katma Değer (CVATM) ölçütlerini uygulayan firmalarla, bu ölçütleri uygulamayan 40 firma arasında şu farklılıkları bulmuşlardır:

Varlıkların Satışları	%100
Yatırımlar	%-21
Yeniden Hisse Senedi Satın Alımı	%112
Hisse Başına Kar Payı	%1

Bu sonuçlar EVATM, EK, CVATM ölçütlerini kullanan firmalar ile kullanmayan firmalar arasındaki farklılıklar şu şekilde yorumlanabilir;

- Kullanılan varlıkların defter değerindeki düşmeye bağlı olarak, bu parametreleri kullanmayan firmalara göre %100 daha fazla varlık satışını göstermektedir
- Kullanılan varlıkların defter değerindeki düşme değerindeki artışa bağlı olarak %-21 oranında daha az varlık satın alınması
- AOSM değerindeki azalışa bağlı olarak bu parametreleri kullanmayan firmalara göre %112 daha fazla piyasadandan hisse satın alımı.
- Kar payı üzerindeki etkisi çok önemli değildir.

Yukarıda ifade edilen ve EVATM'nin güçlü taraflarını açığa çıkaran bilimsel çalışmaların yanı sıra EVATM'nin eksikliklerini ortaya koyan çalışmalarda yapılmıştır³⁶.

32 Uyemura, Kantor ve Pettit, a.g.e.

33 Milunovich, a.g.e.

34 Dodd ve Chen, a.g.e.

35 Teleranta, a.g.e.

36 Biddle G., R. Bowen y J. Wallace, "Evidence on EVA". *Journal of Applied Corporate Finance*. Volume 12, n. 2: 69-79, 1999

Pablo Fernandez, 2001 yılında yaptığı çalışmada 582 Amerikan firmasına ait olan ve Stern & Stewart danışmanlık firması tarafından hazırlanan EVATM, MVA, NOPLAT ve AOSM verilerini analiz etmiş ve 10 yıl boyunca her bir yıldaki MVA değerindeki artış ile her bir yılın EVATM, NOPAT ve WACC değerleri arasındaki korelasyonu hesaplamıştır. 582 firmadan 296 tanesinde MVA değerlerindeki artış ile her yıla ait NOPLAT değerindeki artış arasındaki korelasyon, MVA ile EVATM arasındaki korelasyondan daha büyük olduğu saptanmıştır. 210 firmada ise MVA ile EVATM arasındaki korelasyonun negatif olduğu hesaplanmıştır. MVA değerleri ile EVATM, NOPLAT ve WACC değerlerinin birlikte artışının (ortalama korelasyon) değerleri aşağıdaki gibidir;

MVA ile EVATM arasındaki ortalama korelasyon, %16,

MVA ile NOPLAT, %21,

MVA ile AOSM, -%21,4

MVA'daki artış ve EVATM, NOPLAT ve WACC 'daki artış arasındaki ortalama korelasyonlar ise;

MVA ile EVATM, %18,

MVA ile EVATM, %22,5,

MVA ile WACC, -%4,1

Bu çalışmada ayrıca hissedar değeri yaratma ile Ekonomik Kar ve EVATM gibi diğer parametreler arasındaki ilişki 1991-1997 yılları arasındaki verilerle analiz edilmiştir. Bu analizde 28 Bü-

yük İspanyol Firması üzerinde çalışılmış ve 4 firmada ekonomik kar ile hissedar değeri yaratımı arasında, 2 si arasında ise EVA ile hissedar değeri yaratımı arasında yüksek korelasyon bulunmuştur. 18 firmada ise faiz oranları ile yüksek korelasyon saptanmıştır³⁷.

Bernstein ve Pigler (1998), 1997 ve 1998 yıllarında en yüksek EVATM değerine sahip 50 Amerikan firmasından oluşturduğu portföyün getirisiyle S&P 100'ün getirisini karşılaştırmış ve EVATM portföyünün getirisinin, S&P100'ün getirisinden sadece %0,2 daha az olduğunu saptamıştır. Yine Bernstein bu çalışmada en yüksek EVA artışına sahip 50 firma ile oluşturduğu portföyün getirisini S&P 100'ün getirisi ile karşılaştırmış ve %0,3 daha az getiri sağladığını saptamıştır³⁸.

Ülkemizde ise EVATM'nin geçerliliğini ve firmalara ait diğer parametrelerle ilişkisini ortaya koyan çalışmalar oldukça az sayıdadır. Gürbüz ve Ergincan'ın 2004 yılında yaptıkları çalışmada Hisse senedi fiyatları ile EVA ve Net Kar arasındaki ilişki olup olmadığını incelemişler ve EVATM'nin İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin piyasa değerleri ile istatistiksel olarak yüksek düzeyde ilişkisi bulunduğunu belirlemişlerdir³⁹.

Önal ve Karadeniz (2004) İMKB'de hisseleri işlem gören 3 turizm işletmesi üzerinde yaptıkları çalışmada Türk Turizm sektöründe firma değerinin hesaplanmasında EVATM yönteminin uygulanabilir olduğunu ve turizm işletmeleri açısından firma değerini en fazla belirleyen parametrenin Satışların Maliyeti olduğunu saptamışlardır⁴⁰.

37 Pablo Fernandez, a.g.e.

38 Bernstein ve Pigler, a.g.e.

39 Gürbüz ve Ergincan, a.g.e.

40 Önal, Y., Karadeniz, E., "Firma Değerinin Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemiyle Tespit Edilmesi: İMKB'ye Kote Bir Turizm İşletmesi Üzerine Uygulama", *Anatolia Turizm Araştırmaları Dergisi*, Cilt 15, Sayı 2, s.139-157, 2004

Ancak İMKB'ye kote turizm işletmelerinde MVA değeri ile değer temelli performans ölçütlerinden biri olan EVATM ve geleneksel performans ölçütleri arasında bir ilişki olup olmadığını ölçen bir çalışmaya tarafımızca rastlanmamıştır.

3. PİYASA KATMA DEĞERİ (MVA) İLE FİNANSAL PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ÖLÇÜLMESİ: İMKB'YE KOTE 5 TURİZM İŞLETMESİ ÜZERİNDE UYGULAMA VE SONUÇLARININ TARTIŞILMASI

Bu başlık altında İMKB'de hisseleri işlem gören 5 turizm işletmelerinin MVA değerleri ile EVATM, ROA, ROE, ROS, ROIC ve NOPLAT değerleri arasındaki ilişkinin kuvvetini ölçmeye yönelik bir uygulama ve sonuçları verilmektedir.

3.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Araştırmanın amacı; turizm işletmelerinde piyasa değerinin bir ölçütü olan MVA değeri ile değer temelli bir ölçüt olan ve son yıllarda oldukça rağbet gören bir ölçüt olan EVATM ile ilişkisinin ölçülmesi bununla beraber firmaların MVA değerinin, EVATM ölçütünün yanında, önemli muhasebe temelli değişkenlerle (ROE, ROA, ROS) ve EVATM değerini hesaplamada kullanılan değişkenlerle (ROIC ve NOPLAT) olan ilişkisinin saptanmasıdır.

Araştırma sonucunda elde edilen bulgular, piyasa performansının bir göstergesi olan MVA değeri ile EVATM ve diğer finansal performans ölçütleri arasındaki ilişki Türk Turizm Sektörü açısından ortaya konularak, İMKB'ye kote turizm işletmelerinde MVA'yı etkileyen değişkenlerin saptanması ve hem firma yöneticilerinin, MVA değerini en üst seviyeye çıkarmak için hangi parametrelere dikkat etmeleri, hem de turizm sektörüne yatırım yapabilecek potansiyel yatırımcıların turizm firmalarının hisse senetleri

ni satın alırken turizm firmalarının hangi parametrelerine göz önünde bulundurmaları ve rasyonel yatırım stratejilerini belirlemeleri açısından kritik bir öneme sahip olacaktır.

3.2. Araştırmanın Yöntemi

Araştırma konusuna ilişkin teorik bilgiler literatür taraması yoluyla elde edilmiştir. Araştırmanın amaçları doğrultusunda, İMKB'de işlem gören sekiz turizm firmasından verileri uygun olan ve EVATM ve MVA değerlerine ulaşılabilen 5 tanesi üzerinde analiz yapılmıştır (Net Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ., Petrokent Turizm AŞ., Altinyunus Çeşme Turistik Tesisler AŞ., Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler AŞ., Marmaris Martı Otel İşletmeleri AŞ.). Analiz sürecinde bu firmaların kamuoyuna açıkladığı ve bağımsız denetimden geçmiş olan 1995-2000 yıllarına ait finansal tabloları ile Stern & Stewart Finansal Danışmanlık Şirketi'nin Türkiye temsilciliğini yapan ve bir çok büyük Türk firmasında EVATM yöntemini uygulayan LBA Danışmanlık Şirketinin İMKB'deki firmaların 1995-2000 yıllarına ait EVATM ve MVA değerlerinin bulunduğu, "EVASTOCK 2001 - THE EVATM - MVA TURKISH RANKING FOR 2000" başlıklı raporundan yararlanılmıştır.

Çalışmada, 5 turizm işletmesinin EVASTOCK 2001 raporundan 1995-2000 yıllarına ait MVA değeri ile EVATM değerleri arasındaki ilişkinin yanı sıra, MVA değerleri ile bu firmaların kamuoyuna açıkladıkları 1995-2000 yıllarına ait bilanço ve gelir tablolarından yararlanılarak hesaplanan ROA, ROE, ROS, ROIC ve NOPLAT değerleri arasındaki her bir yıla ait ilişki de korelasyon testi ile incelenmiştir. Ayrıca MVA değeri ile bu değişkenler arasındaki ortalama korelasyon değerleri de hesaplanmıştır. Yukarıda bahsedilen, değişkenlerden MVA ile EVATM daha önce açıklanmıştı. Bu nedenle burada analiz edilen diğer değişkenler kısaca açıklanmaya çalışılacaktır;

ROA (Return on Assets- Varlıkların Getirisi): Bu oran, firmanın faaliyetlerinde kullandığı varlıklarını ne derece etkin kullandığını bir başka ifadeyle varlıkları üzerinden ne kadarlık bir gelir sağladığını göstermektedir ve aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır⁴¹;

$$ROA = \frac{\text{Net Gelir}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

ROE (Return on Equity- Özsermayenin Getirisi): Bir firmanın, bir bütün olarak performansını gösteren bir orandır ve firmanın elde ettiği vergiden sonraki net kar ile hissedarların firmaya yatırdıkları özsermayeyi karşılaştırır ROE değeri şu şekilde ifade edilmektedir⁴²;

$$ROE = \frac{VSNK}{\text{Özsermaye}}$$

VSNK: Vergi Sonrası Net Kardır

ROS (Return on Sales-Satışların Getirisi): Bu oran, net kar marjı (Net Profit Margin-NPM) olarak da bilinmektedir ve firmanın satışları üzerinde, bütün giderler ve gelir vergisi indirildikten sonraki elde ettiği net kar'ı göstermektedir. Bir başka ifadeyle bu oran firmanın her bir para birimlik satışı üzerinden elde ettiği net geliri göstermektedir. ROS aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır⁴³;

$$ROS \text{ veya } NPM = \frac{VSNK}{NS}$$

VSNK: Vergi Sonrası Net Kar,

NS: Net Satışlardır.

NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes- Düzeltilmiş Vergiden Sonraki Net Faaliyet Karı): Düzeltilmiş vergiler düşüldükten sonraki net faaliyet karı, faiz ve vergi giderlerinin indirilmesinden sonraki net kara, faiz giderlerinin eklenmesiyle bulunur. Bir açıdan NOPLAT değeri, kullanılan sermaye için ne kadar bir gelir sağlandığını gösterir Diğer bir ifade ile firmanın yatırım performansını gösterir Bir firmanın vergi sonrası net faaliyet karını saptamak için öncelikle o firmaya ait finansal tablolara ait veriler üzerinde bir takım düzeltmeler yapılması gerekmektedir Daha sonra düzeltilmiş bu verilerle NOPLAT değeri hesaplanmaktadır⁴⁴.

ROIC (Return on Invested Capital-Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri): ROIC 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. Yatırılan sermaye üzerinden elde edilen getiri, NOPLAT değerinin faaliyetler için yatırılan sermaye miktarına oranlanmasıyla bulunur⁴⁵;

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{\text{Yatırılan Sermaye}}$$

41 Peterson, Pamela, **Financial Management and Analysis**. Mc Graw Hill. Florida, 1994, s.119

42 Van Horne, James ve Wachowicz, John M, **Fundamentals Of Financial Management**, Prentice Hall International Editions: New Jersey, 1995, s.142

43 Van Horne ve Wachowicz, a.g.e., s.142

44 Erdoğan, O., Berk, N., Katırcıoğlu, E., "The Economic Profit Approach in Firm Performance Measurement (Evidence From The Stock Market)", **Russian and European Finance and Trade**, September- October, 36 (5), 2000, s.75

45 Copeland, Koller ve Murrin, a.g.e., s.170

3.3. Veri Toplama Tekniği

Çalışmanın uygulama kısmında analize dahil turizm işletmelerinin 1995-2000 yıllarına ait MVA değeri ile EVATM değerleri, LBA Danışmanlık Şirketinin internet adresinden yayınladığı EVASTOCK 2001 raporundan elde edilmiştir⁴⁶. Firmalara ait diğer değişkenler ise (ROA, ROE, ROS, ROIC ve NOPLAT), firmaların 1995-2000 yıllarına ait gelir tablosu ve bilanço kalemlerinden hesaplanmıştır. Söz konusu gelir tablosu ve bilanço verileri ise İMKB'nin internet adresinden sağlanmıştır⁴⁷.

3.4. Bulgular

Çalışmanın bu kısmında, İMKB'ye kote olan

beş turizm işletmesine ilişkin analizler gerçekleştirilmiştir. Bu çerçevede, öncelikle söz konusu turizm işletmelerine ait özet istatistiklerin incelenmesi yoluyla işletmelerin MVA, EVATM, ROA, ROE, ROS, ROIC ve NOPLAT değerlerinin genel yapısı ortaya konulmuştur. İkinci aşamada beş turizm işletmesinin MVA değerleri ile EVATM, ROA, ROE, ROS, ROIC ve NOPLAT değerleri arasındaki korelasyonların incelenmesi suretiyle MVA'yı istatistiksel olarak açıklayıcı değişkenler ortaya konulmaya çalışılmıştır. Aşağıdaki tabloda, araştırma kapsamına alınmış olan İMKB'ye kote beş turizm işletmesine ilişkin özet istatistikler gösterilmiştir.

Tablo 1. Özet İstatistikler

Altinyunus Çeşme				
	Ortalama	Standart Sapma	Maksimum	Minimum
MVA	959.607	1.514.164	2.867.133	-1.303.768
EVA TM	-205.730	181.168	10.063	-399.299
ROA	0,0049	0,0156	0,0331	-0,0136
ROE	0,0070	0,0207	0,0448	-0,0168
ROS	0,0082	0,0213	0,0428	-0,0190
ROIC	0,0113	0,0574	0,1118	-0,0482
NOPLAT	-34.923	79.443	27.344	-188.429
Petrokent Turizm				
	Ortalama	Standart Sapma	Maksimum	Minimum
MVA	58.764	2.222.351	4.327.435	-2.081.173
EVA TM	-325.994	241.044	-39.030	-732.819

46 www.lba.com.tr

47 www.imkb.gov.tr

ROA	-0,0753	0,0567	-0,0118	-0,1540
ROE	-0,1050	0,0821	-0,0149	-0,2178
ROS	-0,3118	0,2744	-0,0390	-0,7736
ROIC	-0,0367	0,0485	0,0104	-0,1147
NOPLAT	-76.726	156.072	58.358	-382.397
Net Turizm				
	Ortalama	Standart Sapma	Maksimum	Minimum
MVA	3.360.921	9.015.939	14.691.252	-12.265.026
EVA TM	2.614.646	1.677.961	5.651.783	1.084.729
ROA	0,0730	0,0537	0,1279	0,0005
ROE	0,2510	0,1991	0,4648	0,0012
ROS	0,0651	0,0369	0,1058	0,0012
ROIC	0,3384	0,1083	0,4636	0,1821
NOPLAT	4.183.257	2.150.585	6.861.936	965.405
Marmaris Martı				
	Ortalama	Standart Sapma	Maksimum	Minimum
MVA	-1.704.292	4.323.958	1.714.346	-9.789.054
EVA TM	-441.384	628.454	180.729	-1.485.838
ROA	0,0427	0,0558	0,0876	-0,0634
ROE	0,0647	0,1110	0,1427	-0,1543
ROS	0,0848	0,1733	0,2018	-0,2611
ROIC	0,0559	0,0534	0,1039	-0,0210
NOPLAT	181.533	329.011	562.084	-307.634
Marmaris Altinyunus				
	Ortalama	Standart Sapma	Maksimum	Minimum
MVA	1.028.026	1.274.301	3.260.416	-77.697
EVA TM	-100.847	173.691	187.716	-310.003

ROA	0,0682	0,0629	0,1416	-0,0313
ROE	0,0822	0,0730	0,1639	-0,0348
ROS	0,0884	0,0783	0,1746	-0,0369
ROIC	-0,0410	0,1691	0,0848	-0,3616
NOPLAT	-67.667	188.144	114.222	-362.207

Tablo 1 incelendiğinde, beş turizm işletmesinden dördünün MVA değerlerinin pozitif, sadece Marmaris Martı'nın MVA'sının negatif olduğu görülmektedir. Net Turizm ise en yüksek MVA değerine sahip turizm işletmesi olarak ortaya çıkmaktadır. EVATM değerleri incelendiğinde ise durum tersine dönmektedir. Net Turizm dışındaki tüm turizm işletmelerinin EVATM değerlerinin negatif olduğu görülmektedir. İşletmelerin ortalama aktif karlılıkları ve özsermaye karlılıkları incelendiğinde, NetTurizm'in başarısını sürdürdüğü gözlenmektedir. Her iki karlılık ölçütüne göre de Net Turizm en başarılı turizm işletmesi olmaktadır. Aynı karlılık rakamları negatif olan Petrokent Turizm ise başarısı en düşük işletme olarak göze çarpmaktadır. Satışların karlılığı söz konusu olduğunda ise Marmaris Martı ve Marmaris Altinyunus öne çıkmaktadır. Öte yandan yatırılan sermayenin karlılığı ele alındığında, NetTurizm'in bir kez daha ön plana çıktığı görülmektedir. Net Turizm, üstünlüğünü NOPLAT değerleri açısından da devam ettirmektedir.

Yukarıda, işletmelerin performans ölçütlerinin genel yapısı, ortalamalar dikkate alınmak suretiyle ortaya konulmuştur. Ancak söz konusu performans rakamlarının istikrarlı bir yapı arz etmesi de önemli olmaktadır. Bu amaçla performans değerlerinin standart sapmaları da incelenmiştir. MVA ve NOPLAT değerlerinin standart sapmaları incelendiğinde, genelde ortalama rakamların üzerinde olduğu, diğer bir ifadeyle MVA değerlerinin oldukça fazla dalgalandığı

görülmektedir. Söz konusu dalgalanma, EVATM değerleri için de, biraz daha düşük boyutta olmakla birlikte, yüksek bir seviyede bulunmaktadır. Benzer biçimde, ROA, ROE, ROS ve ROIC oranlarında da düşük sayılamayacak bir dalgalanma gözlenmektedir.

İşletmelerin maksimum ve minimum performans değerleri incelendiğinde, en yüksek EVATM, MVA ve NOPLAT değerlerinin Net Turizm'e ait olduğu görülmektedir. Öte yandan gözlenen en düşük MVA değerinin de Net Turizm'e ait olması, dalgalanmanın boyutuna işaret eden bir bulgu olarak ortaya çıkmaktadır. En düşük EVATM değeri Marmaris Martı'ya ve en düşük NOPLAT rakamı ise Petrokent Turizm'e aittir. Gözlenen en yüksek aktif karlılığı rakamı Marmaris Altinyunus'a, en yüksek özsermaye karlılığı değeri ise Marmaris Martı'ya aittir. Satışların ve yatırılan sermayenin karlılığı açısından ise Net Turizm en yüksek değerler ile ön plana çıkmaktadır. Aktif, özsermaye ve satış karlılığı açılarından en küçük değerler Petrokent Turizm'e aittir. Yatırılan sermayenin karlılığı açısından gözlenen en küçük değer ise Marmaris Altinyunus'a ait olmuştur.

Beş turizm işletmesine ilişkin performans değerlerinin genel görünümleri incelendikten sonra aşağıdaki tabloda, MVA ile en fazla ilişkili performans göstergesinin belirlenmesi amacıyla korelasyon analizleri gerçekleştirilmiş ve bulgular Tablo 2'de özetlenmiştir.

Tablo 2. MVA İle Diğer Performans Ölçütleri Arasındaki Korelasyon Katsayıları

	Altinyunus Çeşme	Petrokent Turizm	Net Turizm	Marmaris Martı	Marmaris Altinyunus
EVA TM	-0,1473	0,2924	0,2375	-0,1213	-0,6967
ROA	-0,4691	-0,5728	0,2580	-0,0520	0,2773
ROE	-0,4676	-0,5892	0,2596	-0,1789	0,3268
ROS	-0,5112	-0,4777	-0,1107	-0,2167	0,4405
ROIC	-0,4913	-0,5873	0,4343	0,3735	-0,9375
NOPLAT	-0,6131	-0,1805	-0,1229	-0,0223	-0,9060

Tablo 2, beş turizm işletmesinin MVA değerlerinin diğer performans ölçütleri ile olan ilişkisini ortaya koymaktadır. Altinyunus Çeşme için MVA ile en fazla ilişkili olan kalemin NOPLAT olduğu görülmektedir. En düşük ilişki düzeyine sahip olan değer ise EVATM 'dır. Petrokent Turizm için ise MVA ile en fazla ilişkili olan kalemler aktif, özsermaye ve yatırılan sermayenin karlılığıdır. Altinyunus Çeşme'nin tersine, NOPLAT MVA ile en az ilişkili olan kalem olarak belirlenmiştir. Net Turizm için MVA ile fazla ilişkili olan ölçüt, yatırılan sermayenin karlılığı olurken; satışların karlılığı en düşük düzeyde ilişkili olan ölçüt olmuştur. Net Turizm'e benzer biçimde yatırılan sermayenin karlılığı, Marmaris Martı için de MVA ile en fazla ilişki içerisindeki ölçüt olmuştur. Aktif karlılığının ise MVA ile hemen hiç ilişkisi bulunmamaktadır. Marmaris Altinyunus için yatırılan sermayenin karlılığı ve NOPLAT ölçütlerinin MVA ile çok yüksek düzeyde ilişkiye sahip olduğu dikkat çekmektedir. Öte yandan EVATM da MVA ile yaklaşık -70% gibi yüksek bir seviyede ilişkili bulunmuştur. Aktif ve özsermaye karlılığının, MVA ile ilişkisi ise düşük düzeyde kalmıştır.

Tablo 2'de en çok dikkat çeken bulgulardan bi-

ri de performans ölçütlerinin genelde MVA ile negatif (ters) yönlü bir ilişki içerisinde olmasıdır. Öte yandan MVA ile yüksek düzeyde ilişkili olması beklenen EVATM 'nın MVA ile ilişkisinin beklentilerin altında korelasyon katsayılarına sahip olduğu gözlenmektedir. Elbette tüm işletmeler için genel bir sonuca varmak için ortalama korelasyon değerlerinin de incelenmesi yerinde olacaktır. Aşağıdaki tabloda MVA ile diğer performans ölçütlerinin ortalama korelasyon değerleri yer almaktadır.

Tablo 3. MVA İle Diğer Performans Ölçütleri Arasındaki Ortalama Korelasyon Katsayıları

EVA TM	-0,0871
ROA	-0,1117
ROE	-0,1299
ROS	-0,1752
ROIC	-0,2417
NOPLAT	-0,369

Tablo 3, beş turizm işletmesi için ortalama korelasyon değerlerini ortaya koymaktadır. Tablo da ilk dikkati çeken sonuç, tüm değerlerin negatif olmasıdır. Her ne kadar işletmeler bazında, bazı kalemler MVA ile pozitif ilişkili bulunmuş olsa da, genele bakıldığında tüm ölçütlerin MVA ile ters yönlü ilişki içerisinde olduğu gözlenmektedir. MVA ile en yüksek düzeyde ilişkiye sahip olan değer ise NOPLAT olmuştur. En düşük ilişkiye sahip olan değer ise EVATM 'dır. Daha önce yapılan çalışmalar incelendiğinde bu bulgu çok da şaşırtıcı olmamaktadır Stewart (1994) negatif EVATM'lı işletmelerde, EVATM ile MVA arasındaki ilişkinin anlamlı çıkmamasının normal olduğunu belirtmiştir⁴⁸. Stewart, firma negatif kazançta sahip olsa da, hisse senetlerinin piyasa değerinin en azından net varlık değeri dolayında bulunması gerektiğini ileri sürerek bu durumun normal olduğunu vurgulamıştır. Ancak diğer birçok çalışmada, MVA ile diğer değerler arasında genelde pozitif bir ilişki bulunmuştur. Uyemura, Kantor ve Pettit (1996), Amerika'daki 100 büyük bankanın 1986-1995 yılları arasındaki verileri üzerinde yaptıkları çalışmada, MVA ile EVATM arasında 40%, MVA ile ROA arasında 13%, MVA ile ROE arasında 10%, korelasyon katsayıları hesaplamışlardır⁴⁹. Benzer biçimde 42 Finlandiya firmasını kapsayan çalışmada Teleranta (1997), Ekonomik Karın MVA'yı %30,7 oranında, NOPLAT'ın ise MVA'yı %30,16 düzeyinde açıkladığını belirlemiştir⁵⁰ Pablo Fernandez (2001), 582 Amerikan firmasını kapsayan çalışmada MVA değerleri ile EVATM ve NOPLAT değerleri arasındaki ortalama korelasyon değerlerinin tamamını pozitif olarak belirlemiştir⁵¹.

Sonuç olarak bu çalışmanın bulguları genel olarak değerlendirilmek istendiğinde, en yüksek ilişkinin MVA ile NOPLAT değişkeni arasında olduğu buna karşın MVA ile en düşük ilişkinin ise EVATM değişkeni arasında olduğu saptanmıştır. Ayrıca İMKB'ye kote turizm işletmelerinin MVA üzerlerinde EVATM, ROA, ROE, ROS, ROIC ve NOPLAT değerlerinin çok önemli bir rol oynamadığını belirtmek yanlış olmayacaktır.

4. SONUÇ

Günümüzde firmaların, ağırlaşan rekabet koşulları altında varlıklarını sürdürebilmeleri 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 en yüksek düzeye çıkarılmasını amaç edinen değer temelli yönetim yaklaşımının firmalar tarafından benimsenmesi sonucunu doğurmuş ve değer temelli yönetim yaklaşımının temel felsefesine tamamen uyan ve değer temelli bir performans ölçütü olan EVATM ölçütü ile ve bu ölçütün tamamlayıcısı olan ve yaratılan katma değer firmasının piyasa değerine nasıl yansıdığına bir göstergesi olan MVA ölçütü dünyanın önde gelen firmaları tarafından kullanılmaya başlanmıştır.

Stern & Stewart Finansal Danışmanlık Firması tarafından geliştirilen EVATM ölçütü; 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

48 Stewart, a.g.e.

49 Uyemura, Kantor ve Pettit, a.g.e.

50 Teleranta, a.g.e.

51 Pablo Fernandez, a.g.e.

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 beraber EVATM, EVATM değerinin tamamlayıcısı olan ve firma tarafından yaratılan EVATM değerlerinin firmanın piyasa değerine yaptığı katkıyı gösteren MVA ile çok yakından ilişkilidir. Dolayısıyla firmanın EVATM değeri arttıkça MVA değerinin de yükselmesi beklenmektedir.

Uygulamada oldukça fazla firma tarafından benimsenmesine karşın, finans literatüründe EVATM değerinin firmanın yarattığı MVA değeriyle ve firmanın hisse senetlerinin fiyatları ile bir ilişkisi olup olmadığına yönelik çalışmalar yapılmış, kimi çalışmalarda kuvvetli bir ilişki saptanmasına rağmen kimi çalışmalarda ise kuvvetli bir ilişkiye rastlanmamıştır.

İMKB'ye kote 5 turizm işletmesi üzerinde yapılan bu çalışmada; turizm işletmelerinde piyasa

değerinin bir ölçütü olan MVA değeri ile son yıllarda oldukça rağbet gören bir ölçüt olan EVATM ile ilişkisinin ölçülmesi bununla beraber firmaların MVA değerinin, EVATM ölçütünün yanında, önemli muhasebe temelli değişkenlerle (ROE, ROA, ROS) ve EVATM değerini hesaplamada kullanılan değişkenlerle (ROIC ve NOPLAT) olan ilişkisi saptanmaya çalışılmıştır.

Bu çalışmada elde edilen sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde, MVA ile NOPLAT arasında en yüksek ortalama korelasyon olduğu buna karşın MVA ile EVATM arasında ise en düşük korelasyon olduğu saptanmıştır. Bununla beraber, EVATM, ROA, ROE, ROS, ROIC ve NOPLAT değerlerinin, İMKB'ye kote turizm işletmelerinin MVA değerlerinin istatistiksel olarak açıklanmasında çok önemli bir rol oynamadığını belirtmek yanlış olmayacaktır. Bu sonuca göre, bu çalışmada incelenen parametrelerin, turizm işletmelerinin MVA değerlerinin belirlenmesinde önemli bir etkisi olmadığı dikkate alındığında, bir dizi yeni değişkenin ekleneceği yeni çalışmalar daha aydınlatıcı sonuçlar verebilecektir.

KAYNAKÇA

- Bernstein, Richard ve Carmen Pigler, “An Analysis of EVA”, **Quantitative Viewpoint**, Merrill Lynch & Co., 1998
- Biddle G., R. Bowen y J. Wallace, “Evidence on EVA”. **Journal of Applied Corporate Finance**. Volume 12, n. 2: 69-79, 1999
- Canbaş, Serpil ve Doğukanlı, Hatice, Finansal Pazarlar **Finansal Kurumlar ve Sermaye Analizleri**, İstanbul: Beta Basım- Yayın, 2001
- Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., **Valuation Measuring and Managing The Value Of Companies**. New York: John Wiley&Sons Inc, 1996
- Damodaran, Aswath, **Investment Valuation**, New York: John Wiley&Sons Inc., 2000
- Dodd, James L. ve Chen, Shimin, “EVA: A New Panacea?”, **Business and Economic Review**, Vol 42; Jul-Sep:26-28, 1996
- Ehrbar, Al, **Eva- The Real Key To Creating Wealth**, First Edition, New York: John Wiley& Sons Inc., 1998
- Ehrbar, Al, “Using EVA to Measure and Asses Strategy”, **Strategy&Leadership**, Chicago. May/June, Eastern Edition, 27: 20-24, 1999
- Erdoğan, O., Berk, N., Katircioğlu, E., “The Economic Profit Approach in Firm Performance Measurement (Evidence From The Stock Market)”, **Russian and European Finance and Trade**, September- October, 36 (5): 54-75, 2000
- Fernandez, Pablo, “EVA, Economic Profit and Cash Value Added Do Not Measure Shareholder Value Creation”, **Working Paper**, IESE Business School, 2001
- Finegan, Patrick T., "Maximizing Shareholder Value at the Private Company." **Journal of Applied Corporate Finance** 4 (Spring): 30-45, 1991
- Grant J. L., “Foundations Of EVA For Investment Managers" **The Journal of Portfolio Management**, Vol 23, Fall 1996, 41-48
- Gürbüz, Osman ve Ergincan, Yakup, “Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added) (EVA) ve Net Kar: İMKB'deki Hisse Senedi Fiyatlarının Analizi (1995-2000)”. **Öneri Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Hakemli Dergisi**, Sayı 21, Cilt 6, Yıl 10, 2004
- Hartman, Joseph., “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, 2000
- Haspeslagh, P., Noda, T. ve Boulos, F., “Managing For Value: It’s Not Just About The Numbers”, **Harvard Business Review**, July-August :62-74, 2001
- Hodak, Marc, “How EVA Can Help Turn Mid-Sized Firms into Large Companies”, **Journal of Applied Corporate Finance** 7 (Spring): 98-102, 1994
- Kramer, Jonathan K. and George Pushner, “An Empirical Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added”, **Financial Practice and Education** 7 (Spring/Summer): 41-49, 1997
- Lehn, K ve Makhija, A. K., “EVA and MVA: As Performance Measures And Signals For Strategic Change”, **Strategy and Leadership**, Vol 24 May/June :34-38, 1996
- Milunovich, Steven, “EVA in the Computer Industry”, **Journal of Applied Corporate Finance** 9 (Spring): 104-115, 1996
- O’Byrne, Stephen, “EVA and Market Value”, **Journal of Applied Corporate Finance** 9 (No. 1, Spring), 116-125, 1996
- Önal, Y., Karadeniz, E., “Firma Değerinin Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemiyle Tespit Edilmesi:İMKB’ye

Kote Bir Turizm İşletmesi Üzerine Uygulama”, **Anatolia Turizm Araştırmaları Dergisi**, Cilt 15, Sayı 2, s.139-157, 2004

Peterson, David R. and Pamela P. Peterson, **Company Performance and Measures of Value Added**, Charlottesville: The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, 1996

Peterson, Pamela, **Financial Management and Analysis**. Mc Graw Hill. Florida, 1994

Rappaport, Alfred, **Creating Shareholder Value**, Revised Edition. New York: Free Press, 1998

Stewart, G. Bennet, "EVA™: Fact and Fantasy". **Journal Of Applied Corporate Finance**, P.6-19, 1994

Telaranta, T., “On Residual Income Variables And Shareholder Wealth Creation”, Master’s Thesis, Helsinki School of Economics and Business Administration. Helsinki, 1997

Tully, Shawn, “The Real Key to Creating Wealth”, **Fortune** (September 20): 38-50, 1993

Uyemura, Dennis G., Charles G. Cantor, ve Justin M. Pettit, “EVA For Banks: Value Creation, Risk Management, And Profitability Measurement”, **Journal of Applied Corporate Finance** 9 (No. 2, Summer), 94-113, 1996

Van Horne, James ve Wachowicz, John M, **Fundamentals Of Financial Management**, Prentice Hall International Editions: New Jersey, 1995

INTERNET KAYNAKÇASI

<http://www.peterkeen.com/emgbp.007.htm>, Ulaşım Tarihi:04/01/2002

<http://www.eva.com>, Ulaşım Tarihi: 08/03/2005.

<http://www.imkb.gov.tr>, Ulaşım Tarihi:12/06/2005.

<http://www.lba.com.tr>, Ulaşım Tarihi: 04/02/2003.