

# DEĞERE DAYALI PERFORMANS ÖLÇÜSÜ OLARAK EKONOMİK KATMA DEĞERİN KURAMSAL TEMELLERİ : DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE UYGULAMALARI

Murat Ertuğrul

Yard.Doç.Dr., Anadolu Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü

## ÖZET

Ekonomik kar ve artık getiri gibi kavramların finansal ekonomi alanının gündemine girmesi iki asır öncelerine dayanmaktadır. Bununla birlikte gerçek finansal performansı bulmada bu kavramlar üzerine yoğunlaşılması, son yarım asırda, Portföy Kuramı, Değerleme Teorisi, Finansal Varlık Değerleme Modeli gibi önemli kuramsal gelişmelerden sonra başlamıştır. Özellikle 1970'lerden itibaren Temsilcilik Maliyetleri kuramındaki gelişmeler, işletmelerin nihai amacının ve finansal performans ölçümünün yeniden tanımlanmasıyla sonuçlanmıştır. Bu yıllarda karşılaşılan zorlayıcı Japon rekabeti, ABD ve diğer gelişmiş ekonomilerde, geleneksel anlayışın sorgulanmasına yol açmıştır. Böylece mevcut yönetim anlayışı ve ölçülerin paydaşlar arası çıkar çatışmalarına yol açtığı belirlenmiştir. Bunun sonucunda yönetim anlayışı olarak Değer Odaklı Yönetim, ve performans ölçüleri olarak yeni değer tabanlı ölçüler benimsenmeye başlamıştır. Bu ölçülerin en yaygın Ekonomik Katma Değer (EKD)'dir. Gelişmiş piyasalarda dahi henüz tam bir standarda dönüşmemiş olan bu anlayış ve ölçüler, gelişmekte olan piyasalar açısından ise yeni yeni gündem oluşturmaktadır. Bu çalışmada EKD'nin kuramsal ve felsefi kökenleri ayrıntılandırılmakta, Türkiye açısından kullanılabilirliği tartışılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Ekonomik Kar, Ekonomik Katma Değer, Finansal Performans Ölçümü, Değer Odaklı Yönetim, Gelişen Piyasalar

## THEORETICAL FOUNDATIONS of ECONOMIC VALUE ADDED AS A VALUE-BASED PERFORMANCE MEASURE: WORLD and TURKEY

Entering into the agenda of financial economics for economic profit and excess return, goes back to two centuries ago. Nevertheless, those concepts has been focused after considerable theoretical developments such as Portfolio Theory, Valuation Theory, and Capital Asset Pricing Model. Particularly, Agency Theory defined the main goal of companies and financial performance measurement. The tough Japan competition in these years, caused a question on conventional comprehension. So, it has been clearer that current management philosophy and measures cause conflicting interests among stakeholders. Value-based Management as management philosophy and value-based measures as performance metrics have started to be established. The most common one among them is Economic Value Added (EVA). The philosophy and the measures, not forming a standard yet, even in developed markets, have newly come into the agenda in developing markets. In this study, theoretical and philosophical roots of EVA are investigated, phisibility of it from Turkey view, is discussed.

Keywords: Economic Profit, Economic Value Added, Financial Performance Evaluation, Value Based Management, Emerging Markets

## GİRİŞ

Finansal Ekonomi alanı son yarım asırda çok önemli gelişmelere sahne olmuştur. 1950'lerden itibaren Markowitz'in Portföy Kuramı, Modigliani ve Miller'in sermaye maliyeti, sermaye yapısı, kar payı dağıtım politikası ve işletme değeri üzerine öncü çalışmaları, Sharpe, Lintner, Mossin, Black ve Treynor'un çalışmaları ile geliştirilen Finansal Varlık Fiyatlama Modeli, özellikle Jensen'in çalışmaları ile gelişen Temsilcilik Maliyetleri Kuramı gibi gelişmeler, mevcut yapıyı büyük ölçüde değiştirmiştir. Bu süreçte, zaten tartışma konusu olan finansal performans ölçümü, büyük ölçüde zemin değiştirmiştir. ABD başta olmak üzere Anglo-Sakson ekonomilerde hissedar değeri perspektifi, diğer öncül çalışmalar ve özellikle 1970'lerdeki Temsilcilik Maliyetleri Kuramı'ndaki gelişmelerden sonra ağırlık kazanmış ve günümüzdeki baskın haline almıştır. Bu perspektife göre işletmelerin nihai amacı hissedarların zenginliğini, bir başka deyişle işletmenin piyasada yarattığı değeri ençoklamak olmalıdır. Diğer amaçlar işletmenin paydaşları arasında çıkar uyumsuzluğu yaratırlar. Bu nedenle, işletmelerin nihai finansal performans göstergesi yarattığı piyasa değeridir. Hissedar değeri perspektifi üzerindeki tartışmalar halen sürmekle birlikte, çalışmalar bu perspektifin diğer gelişmiş ve gelişen ekonomilerde de gittikçe benimsendiğini, ayrıca mikro ve makro ekonomik performansını arttırdığını ortaya koymaktadır.

Ancak yaratılan piyasa değeri, nihayetinde piyasa tarafından tayin edilen dışsal bir göstergedir. Bu nedenle işletmeler, yaratılan değeri açıklamakta en yüksek güce sahip işsel göstereyi bulmalı, performans ölçümü, değerlendirme ve primlendirme gibi amaçlarla da bu göstereyi kullanmalıdır. Geleneksel muhasebe karına dayalı ölçüler, bu anlamda pek çok eksiklik taşımaktadır. Bu nedenle, kökenleri iki asır öncelerine dayanan, ekonomik kar ve artık getiri gibi ölçülere dayalı, işletmenin gerçek ekonomik karlılığını yansıtmaya iddiasındaki yeni performans ölçüleri geliştirilmektedir.

1980'li yıllarda Stern Stewart & Co. danışmanlık şirketi tarafından geliştirilen Ekonomik Katma Değer-EKD (Economic Value Added-EVA), bu süreçte en geniş ölçüde kabul gören, kullanılan ve tartışılan ölçü olagelmıştır.

Stewart'a (2000) göre EKD, finansal yönetim, değerlendirme, stratejik karar alma, güdüleyici primlendirme ile işletme içi ve dışı iletişim için entegre bir çatıdır.

Bu çalışmada EKD ölçüsünün kuramsal temelleri incelenmekte, yönetime yöneltilen eleştiriler ve Dünya uygulamaları ışığında, yöntemin gelişen piyasalar ve özeld Türkiye açısından uygulanabilirliği tartışılmaktadır.

## EKONOMİK KATMA DEĞER'İN KURAMSAL TEMELİ

Bir performans ölçüsü olarak EKD aslında 200 yıldan fazla bir süredir ekonomistlerin artık getiri ve ekonomik kâr adı altında kullandıkları araçlardan birisi olagelmıştır. EKD en temel formunda *artık getiri* kavramına dayanır. Bu, yatırımcıların yeterli oranda bir getiri elde edebilmeleri için işletmenin sağladığı getirinin katlanılan riski karşılayacak kadar büyük olması anlamına gelmektedir. Eğer bir işletmenin faaliyet getirisi katlanılan risk için talep edilen getiriye eşitse, o işletmenin artık getirisi sıfırdır. Burada beklenen getirinin hem yabancı kaynak hem de özsermaye için yapılan sermaye harcamaları olduğu unutulmamalıdır.

Ekonomik kâr terimi ise ilk olarak Alfred Marshall tarafından 1890 tarihli *Ekonominin Temelleri* adlı kitapta kullanılmaktadır. Marshall (1890) ekonomik kârı işletme sahibinin elde ettiği kârın gerçek anlamını göz önüne alarak şu şekilde tanımlamıştır: *İşletmecinin kârından, kullandığı sermayenin cari oranlar üzerinden hesaplanan bedeli düşüldükten sonra kalan miktar, girişiminin ya da yönetiminin karşılığı olan kazancı olarak ifade edilebilir.*

Marshall'ın ifadesinden de anlaşılacağı ve daha önce de ifade edildiği gibi ekonomistlerin artık getiri ya da ekonomik kâr olarak ifade ettikleri kâr ile muhasebeye dayalı kâr ölçüleri arasında önemli bir fark bulunmaktadır. Ekonomistlere göre bir işletme; hem işletmeyi çalıştırmak için gerekli üretim ve faaliyet giderlerini, hem de hissedarların yatırdığı sermayeye riske göre normal düzeyde bir getiriye karşılamadığı sürece kârlı sayılamaz.

Stern'e (1993) göre literatürde yüzlerce yıldır yer bulan kavramlara dayalı olan EKD'nin 1990'larda geliştirilmesinin nedeni son dönemlerdeki gelişmelerdir. EKD'yi hazırlayan unsur finansal ekonomide 1950'lerden itibaren başlayan önemli kuramsal gelişmelerdir. EKD'nin öyküsü Nobel ödüllü ekonomistler Merton H. Miller ve Franco Modigliani'nin 1958 ve 1961'de yayınladıkları çalışmalarla başlamıştır. Bu çalışmalarla ilk defa temel makroekonomi teorisi işletme finansmanına uygulanmış ve neden muhasebe yerine ekonomik firma modelinin tercih edilmesi gerektiği gösterilmiştir. Stern'e göre 1958 sonrası dönemdeki ikinci önemli adım ise hissedar değeri odaklı yönetim anlayışının öncülerinden olan William Meckling ve Michael Jensen (1976) tarafından temsilcilik teorisi üzerine yayınlanmış öncü makedir. Bu makale ile mevcut güdü ve ölçülerin hissedarlarla yöneticilerin çıkarlarının çatışması sonucunu doğurduğu ifade edilmiştir. Dolayısıyla İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) ile aynı sonuca ulaşan, hissedarlarla yöneticilerin beklentilerini uyumlaştıran ve dönemsel olarak kullanılabilecek bir ölçüye ihtiyaç vardır. Rappaport (1979; 1998), Stewart (1991) ve Grant(1996) serbest nakit akışı yaklaşımı ile katma değer kavramını ilişkilendirerek bu alanda öncü olmuşlardır. Bu araştırmacılar "ekonomik kâr" ve "sermaye maliyeti" yaklaşımlarını kullanarak katma değer kavramını geliştirmişlerdir.

Temelde EKD kuramı iki ana ilkeye dayalıdır: (1) Bir işletme yatırılan sermayeden, sermayenin alternatif maliyetinin üzerinde bir getiri elde etmedikçe gerçekte kârlı değildir. (2) İşletmenin yöneticileri pozitif Net Bugünkü Değere (NBD) sahip yatırım kararları verdiğinde hissedarlar için zenginlik yaratılmış olur.

Hissedar, yönetici ve çalışan faydalarını uyumlaştırmak bu grupların faydalarının çatışması sonucu ortaya çıkan temsilcilik maliyetlerini ortadan kaldırmakta, çalışan ve yöneticilerin de nihai amaç olarak değer yaratmayı benimsemesini sağlamaktadır. Önde gelen yönetim dergisi Fortune'a<sup>1</sup> ve ünlü yönetim gurusu Peter F. Drucker'a<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Fortune dergisi 20 Eylül 1993 tarihli sayısında EKD için "günümüzün en ilgi çekici finansal fikri; ve gün geçtikçe daha da ilgi çekici hale geliyor" ifadesini kapağında kullanmıştır.

<sup>2</sup> Peter F. Drucker 1995 yılında Harvard Business Review'de kaleme aldığı makalesinde EKD'nin yönetimin hissedar zenginliğini arttırmak için kullanabileceği araçların tüm boyutlarını yansıtan, tüm üretim faktörlerinin verimliliğinin önemli bir ölçüsü olduğunu ifade etmiştir.

(1995) göre EKD, yeni çağın en önemli finansal gelişmelerin birisidir.

## EKONOMİK KATMA DEĞERİN TANIMI VE FORMÜLASYONU

Literatürde bakış açısı ve amaca göre EKD iki yaygın yaklaşımla tanımlanmaktadır. İlki EKD'ye, EKD'yi oluşturan unsurlar açısından yaklaşan, muhasebe perspektifinden yapılan ve işletme içi kullanıma uygun tanımlama, diğeri ise EKD'yi işletmenin Piyasa Katma Değeri (PKD) ile ilişkilendiren finans ya da piyasa perspektifinden yapılan, değerlendirme amacına uygun tanımlamadır. Muhasebe bakış açısıyla EKD, işletmenin Vergiden Sonraki Net Faaliyet Geliri (VSNFG) ile sermayenin birim maliyetinin farkı olarak tanımlanır.<sup>3</sup>

Sonuç olarak EKD, muhasebe tabanlı ölçülerden farklıdır. Çünkü EKD işletmenin tüm sermayesinin maliyetini (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti-AOSM) içerir. Bu analitik fark işletme sahipleri için önemlidir. Çünkü EKD ölçüsü, hissedarların bekledikleri getiri oranı ile gösterilen özsermayenin dolaylı maliyeti ve borcun doğrudan maliyetinin bakiyesidir. (Grant, 1996) Bu bağlamda EKD aşağıdaki şekilde formüle edilir:

<sup>3</sup> Bu durumda EKD hesaplamasında muhasebe yaklaşımı, geleneksel muhasebenin gelir tablosu ve bilançosuna, bunların dipnotlarına ve FVFM'de kullanılan 'beta katsayısı' gibi gerekli ek bilgilere dayalıdır

$$\text{EKD} = \text{VSNFG} - (\text{Sermaye} \times \text{AOSM})$$

Formülden görülebileceği üzere EKD, faaliyet kârından tüm sermayenin maliyeti düşüldükten sonra kalan artık getiri, katma değer ya da ekonomik kârı ifade eder. Ancak EKD'nin özgün bir ölçü olarak farklılaştığı nokta burada ortaya çıkar. Aslında gerçek EKD hesaplaması burada görüldüğünden daha karmaşıktır. EKD hesaplaması, aşağıda daha ayrıntılı olarak gösterileceği üzere, faaliyet geliri, sermaye ve sermaye maliyetinin tam ve doğru olarak nasıl hesaplanacağına ilişkin bazı kararlar almayı ve düzeltmeler yapmayı gerektirir.

EKD farklı perspektiflerden yola çıkılarak farklı şekillerde de formüle edilebilir. EKD'nin faaliyet kârının tüm maliyetleri aşan kısmı olarak ifade edilebileceğinden hareketle EKD formülü şu şekilde yazılabilir:

Finansal açıdan ise EKD, PKD ile olan ilişkisine dayalı olarak tanımlanır. Bu bağlamda PKD (ya da NBD), işletmenin beklenen gelecekteki EKD'lerinin bugünkü değerine eşittir. Ayrıca PKD işletmenin piyasa değeri ile sermayesinin defter değerinin farkını ifade ettiğinden EKD'nin işletmenin gerçek değeriyle ilişkili olduğu görülecektir.<sup>4</sup> Bu ifadeleri aşağıdaki şekilde formüle etmek PKD ile EKD arasındaki bilinen değer tabanlı ilişkiyi ortaya koyacaktır: (Grant, 1996)

$$\text{PKD} = \text{Gelecekte Beklenen EKD'lerin Bugünkü Değeri}$$

$$\text{PKD} = \text{Piyasa Değeri} - \text{Toplam (Yatırılmış) Sermaye}$$

olduğundan

$$\text{İşletme (Piyasa) Değeri} = \text{Yatırılmış Sermaye} + \text{Gelecekte Beklenen EKD'lerin Bugünkü Değeri}$$

olacaktır.

<sup>4</sup> Bu durumda EKD hesaplamasında finansal yaklaşım, PKD, gerçek değer ve hisse senedi fiyatını belirlemeyi amaçlayan bir iskontoleme ya da bugünkü değer sürecine dayalıdır.

Bu formülün arkasında yatan mantık aslında oldukça açıktır. Eğer bir işletme her dönemde tam olarak sermayesinin maliyetine eşit düzeyde getiri elde ederse beklenen serbest nakit akışlarının bugünkü değeri tam olarak yatırılan sermayeye eşit olmalıdır. Bu işletmenin değeri tam olarak yatırılan sermayeye eşittir. Bir işletme ancak AOSM'nin üzerinde (altında) getiri elde ettiği sürece yatırılan sermayenin üzerinde (altında) değere sahip olacaktır. Bu nedenle işletmenin yatırılan sermayeye göre sahip olacağı prim ya da iskonto işletmenin gelecekte elde edeceği EKD'lerin bugünkü değerine eşit olmalıdır. (Copeland ve diğerleri, 2000)

Bu nedenle menkul kıymet analistleri ve portföy yöneticileri firma değerlemesi sürecinde EKD'yi uygulamak suretiyle fiyatlandırma konusunda daha sağlıklı tahminler yapabilirler. İşletme yöneticileri ise EKD ile, planladıkları yatırımların hissedarlar için zenginlik (pozitif NBD) yaratıp yaratmadığını belirlemek için kullanacakları yenilikçi bir finansal araca sahip olacaklardır. (Grant, 1996)

EKD'ye dayalı bir Değer Odaklı Yönetim (DOY) sisteminin amacı hissedar değerini ençoklamak için EKD'yi mümkün olduğunca arttırmaktır. EKD aritmetiğine göre EKD'yi arttırmak için dört yol vardır: (Ehrbar, 1998)

- i. Sermayeyi arttırmadan VSNFG'ni arttırmak için maliyetleri düşürmek ve vergileri azaltmak.
- ii. Sermaye harcamalarındaki artıştan daha fazla VSNFG artışı sağlayan tüm yatırım projelerini gerçekleştirmek.
- iii. Sermaye harcamalarındaki azalıştan sağlanan tasarrufun, VSNFG'ndeki azalıştan fazla olduğu faaliyetlerden sermayeyi çekmek.
- iv. İşletmenin sermayesini, sermaye maliyetini enazlayacak şekilde yapılandırmak.

## EKONOMİK KATMA DEĞER DÜZELTMELERİ

Yukarıda gösterilen temel EKD formülüne geri dönülecek olursa, ifade edildiği gibi EKD hesaplaması muhasebe rakamlarını geleneksel muhasebeden kaynaklanan sorunlardan arındırıp gerçek ekonomik rakamlara dönüştürmek için pek çok düzeltme gerektirmektedir. Ekonomik kâr, yaratılan değer en doğru göstergesidir. Ancak ekonomik kârı hesaplamak çok yüzlerce potansiyel düzeltme gerektirmektedir. Sözelimi geleneksel muhasebede ar-ge için sarf edilen nakit, masraf olarak işlem görünürken, ekonomik kâra ulaşmada kapitalize edilir. Çünkü ar-ge yatırımları gelecekte ekonomik kâr sağlamak üzere gerçekleştirilirler. (Evans, 1999) Stern Stewart şirketi 150'nin üzerinde düzeltme tanımlamıştır. Şirket bu düzeltmelerin uygulama aşamasına ilişkin ayrıntıları doğal olarak açıklamamaktadır. Ancak uygulamada 5 ila 15 arasında düzeltme yapıldığı bilinmektedir. Uygulamada düzeltme sayısı mümkün olduğunca düşük tutulmaya çalışılmaktadır. Çünkü düzeltme sayısı arttıkça belki rakam daha da doğru olmakta, ancak hesaplama kompleksleşmekte ve faaliyet yöneticilerinin süreci anlaması zorlaşmaktadır. (Young ve O'Byrne, 2001)

EKD hesaplanırken gelirin (VSNFG) nakit karşılığını ve işletmeye yatırılan sermayenin nakit karşılığını (düzeltilmiş sermaye) hesaplamak gereklidir. Bu, nakit akışı rakamlarını bozan muhasebe etkilerinin ortadan kaldırılmasını gerektirmektedir. Stewart, (1991) *Quest for Value* isimli kitabında bu düzeltmeleri "doğru karşılıklar" olarak nitelendirmiştir. Stewart kitabında temel düzeltmeler olarak aşağıdaki düzeltmeleri tanımlamaktadır:

- i. *Ertelemiş Vergiler*: Gelir tablosu vergi masraflarını ödenmiş olup olmadığına bakmaksızın yansıtır. Masraf kaydedilmiş vergi tutarı ile ödenmiş vergi tutarı arasındaki fark ertelenmiş vergiler olarak adlandırılır. Ertelemiş vergiler sermayeye geri eklenerek ödenmemiş vergilerden kaynaklı tahrifat giderilir. Cari yılda ertelenmiş vergilerde meydana gelen bir artış VSNFG'ye ulaşmak için gelire eklenir.
- ii. *LIFO Farkı*: LIFO (Son Giren İlk Çıkar) bilançoda stokları değerlemek için kullanılır. LIFO yönteminde stoklara yapılan yatırımlar düşük değerlemeye konudurlar. LIFO Farkı hesabı LIFO ile FIFO (İlk Giren İlk Çıkar) arasındaki farkı yakalar. Bu miktar sermayeye geri eklenir. Çünkü yatırılan toplam sermaye miktarının belirlenmesi amaçlanmaktadır. Cari yılda LIFO Farkındaki bir artış VSNFG'ye ulaşmak için geri eklenir.
- iii. *Şerefiye Amortismanı*: Şerefiye gibi nakit çıkışı gerektirmeyen giderler yatırılan sermaye rakamını tahrif ederler. Ekonomik modelde amaç işletmeye yatırılan tüm nakit üzerinden nakit getirisini hesaplamaktır. Bu nedenle sermayeyi hesaplamak amacıyla şerefiye için amortize edilen toplam tutar; VSNFG'ye ulaşmak amacıyla ise cari yılda şerefiye için amortize edilen miktar geri eklenir.
- iv. *Kapitalize Edilen Maddi Olmayan Varlıklar*: Ar-ge gibi maddi olmayan unsurlar için yapılan harcamalar uzun dönemli ekonomik fayda sağlarlar. Bu işlemler geleneksel muhasebedeki gibi tüm miktarın masraf kaydedilmesi yerine EKD hesaplamasında kapitalize edilir. Ar-ge için yapılan toplam yatırım ile amortize edilmiş miktar arasındaki fark net kapitalize edilmiş maddi olmayan varlık rakamını verir ve bu rakam sermaye için yapılacak bir düzeltmeyi ifade eder. Cari yılda amortize edilen miktar ise VSNFG'ye ulaşmak için düzeltilir.
- v. *Diğer Fark ve Karşılıklar*: İşletmede LIFO Farkının yanı sıra diğer tür fark ve karşılıklar için de önemli bir tutar oluşabilir. Stokların eskimesi nedeniyle oluşan farklar ve şüpheli alacaklar için ayrılan karşılıklar bu kalemlere örnek olarak verilebilir. Bu tür muhasebe işlemleri LIFO Farkında olduğu gibi düzeltmeye tabi tutulmalıdır.

Özetle yapılmaya çalışılan şey nakit akışına mümkün olduğunca yakın kazanç rakamları elde etmek ve bu getirileri nakde eşdeğer terimlerle ifade edilen sermaye ile karşılaştırmaktır. Bu uygulama uzun dönemli fayda sağlayan harcamalar gibi ekonomik değerleri ortaya koymak, nakit hareketi sağlamayan girişleri ve fark hesaplarını düzeltmek anlamına gelir. Aynı zamanda varlık tabanını yerine koyma sermayesi cinsinden ifade etmek gereklidir. Bu, şerefiye amortismanı, varlık amortismanı ve defter değeri, piyasa ya da yerine koyma değerinden büyük ölçüde farklı olan aşınma payı yüksek sabit varlıklar gibi sapmaları ortadan kaldırmayı gerektirir.

EKD düzeltmelerinde amaç getiri rakamını yaratılan katma değer yani *gerçek EKD* rakamına mümkün olduğunca yaklaştırmaktır. Net faaliyet gelirinden sermayenin maliyetinin çıkarılması ile elde edilen *temel EKD* rakamına gerekli temel düzeltmeler yapılarak *düzeltilmiş EKD* rakamına ulaşılır. Bunu, işletmenin örgütsel yapısı, iş karması, strateji ve muhasebe politikaları gibi özgün özellikleri doğrultusunda yapılan özgün düzeltmeler sonucu elde edilen *uyarlanmış EKD* ve *gerçek EKD* rakamları izler. Amaçlanan, işletmenin basitlik ve anlaşılabilirlik ile tamlık arasında en uygun ödünleşim noktasının bulunmasıdır. Stern Stewart şirketinin yaptığı analizlere göre düzenlenmiş EKD, PKD değişiminin aşağı yukarı % 50'sini açıklarken, uyarlanmış EKD'de bu oran % 60 ila % 85'e yükselmektedir. Daha önce de ifade edildiği gibi şirket 150'nin üzerinde

potansiyel düzeltme tanımlamakta, ancak uygulamada optimal EKD'ye ulaşmak için yapılan düzeltme sayısı 15'i nadiren geçmektedir. (Ehrbar, 1998) Hangi düzeltmelerin yapılacağı ve düzeltme sayısı işletme yönetimi ve EKD'yi uygulayan danışman ekip tarafından, işletmenin gerçek kârlılığı üzerindeki etkisi ve işletmenin özgün nitelikleri dikkate alınarak belirlenir.<sup>5</sup>

## EKD VE İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIŞLARI

Bir işletmenin değeri uzun dönemde nakit akışı yaratma yeteneğine bağlıdır. Nakit akışı, dolayısıyla değer yaratma yeteneği ise uzun dönem büyüme ve bununla paralel sermaye maliyetine göre elde ettiği sermaye getirisine bağlıdır. Yıllardır yatırım analizi ve değerlendirme amacıyla kullanılan İNA tekniğinin yanında değerlemede iskonto edilmiş ekonomik kâr yaklaşımı da popülerlik kazanmaktadır.<sup>6</sup> İNA tekniği değerlendirilmede kuramsal tabanı yerleşmiş en doğru yaklaşımdır. İNA, sermaye bütçelemesi ve işletmenin gelecekteki finansal performansının tek bir rakamda toplanması amaçlarıyla kullanılır. Son yıllarda kullanımı artan EKD uygulamada İNA ile aynı sonucu verir. Yani beklenen serbest nakit akışlarının bugünkü değerinden başlangıç yatırımı çıkarılarak bulunan NBD tutarı ile beklenen EKD'lerin bugünkü değeri tam olarak birbirine eşittir. Ancak EKD yaklaşımı işletmeye İNA'nın sağlamadığı bazı ek avantajlar sağlar.

- Serbest nakit akışlarına dayalı bir yaklaşım niteliği itibarıyla ar-ge, halkla ilişkiler ve eğitim gibi yatırımların gelecekteki faydalarını dikkate almaz. Oysa EKD, düzeltmeler yoluyla gelecekte ekonomik fayda beklenen yatırımları kapitalize eder.
- Nakit akışları muhasebe uygulamaları ile dönemler arası aktarılabilir değiştirilebilir. Ayrıca uzun dönemde değer yaratacak yatırımlar ertelenerek veya iptal edilerek cari dönemin nakit akışı artırılabilir. Dolayısıyla dönemsel performans ölçüsü olarak kullanılması hatalı sonuçlara götürebilir. EKD de nakit bazlıdır ama sadece nakit akışları muhasebesine dayalı değildir. EKD, işletmenin iki temel değer yaratıcıyı yani YSG ve büyüme<sup>7</sup> tek bir rakamda bir araya getirir. (Copeland ve diğerleri, 2000)
- İNA sermaye harcamalarını dönem sonunda toptan indirir. Oysa EKD sermaye için yapılan tüm harcamaları içerdiğinden iskonto edilmiş EKD'lerden başlangıç yatırımı düşmeye gerek yoktur. EKD sermaye maliyetini projenin tüm ömrüne yayarak dönem içersinde sermaye maliyetinin üzerinde getiri elde edilip edilmediğini ortaya koyar ve bu nedenle dönemsel performansı daha doğru yansıtır.<sup>8</sup>

<sup>5</sup> EKD hesaplaması konusunda ayrıntılı bir örnek için bkz. M., Ertuğrul, "Değer Tabanlı Yönetim: Finansal Performans Ölçülerinin İMKB'de Test Edilmesi", Yayımlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005

<sup>6</sup> Değerlemede hisse senedi analistleri tarafından nakit akışlarına karşın ekonomik karın kullanımına ilişkin olarak bkz. E. G. Demirakos, N. C. Strong, M. Walker, "What Valuation Models Do Analysts Use?", **Accounting Horizons**, Cilt.18, Sayı.4, 221-240, (Aralık 2004)

<sup>7</sup> Büyüme, nihai olarak işletmede yatırılan sermaye ya da işletmenin büyüklüğü ile ilgilidir.

<sup>8</sup> Sermaye bütçelemesinde geleneksel yaklaşım projelerin onaylanması için aşılması gereken çıta hükmünde bir iskonto oranı içerir ve bunun ötesinde

- Nakit akışları yerine EKD'leri iskonto etmek bölüm yöneticilerine sermaye bütçelemesi, yıllık kâr planlaması ve günlük operasyonlarda aynı uygun analitik çatıyı kullanma olanağı verir. (Gressle, 2001; Ehrbar, 1998) Matematiksel olarak iskonto edilmiş nakit akışları ile başlangıç sermayesinin farkı, iskonto edilmiş EKD'ler ile aynı sonucu verir. Aşağıda EKD ile serbest nakit akışı arasındaki matematiksel ilişki gösterilmektedir: (Maug, 2004)

başlangıç sermayesinin dönemler boyunca maliyetini dikkate almaz. Bu nedenle yöneticilerin işletme merkezinden (yönetim kurulu) talep edecekleri sermaye tutarına ilişkin matematiksel bir sınır yoktur ve merkez, sermaye harcamalarının sınırını algısal olarak belirler. EKD sisteminde ise merkez tıpkı bir banka gibi hareket eder. Sermaye faaliyet birimlerine ulaşılabilir kılınır; ancak tahsis edilen bu sermayeye bir fiyat biçilir. Sermayeye biçilen bu fiyat otomatik olarak sermaye talebini yöneticilerin gerçekten hissedar değeri yaratacağına inandıkları projelerle sınırlar. Çünkü yöneticiler yaratılan hissedar değerine bağlı olarak primlendirilmektedir. (Ehrbar, 1998)

Takibeden formüllerde kullanılan semboller :

$TS_t$	= Cari Dönem Toplam Sermaye
$TS_{t-1}$	= Bir Önceki Dönem Toplam Sermaye
$TSS_t$	= Cari Dönemde Toplam Sabit Sermaye Yatırımı
$TÇS_t$	= Cari Dönemde Toplam Çalışma Sermayesi Yatırımı
$VSNFG$	= Vergiden Sonra Net Faaliyet Geliri
$FVAÖG$	= Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Gelir
$SNA$	= Serbest Nakit Akışı
$AOSM$	= Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
$EKD$	= Ekonomik KatmaDeğer
$B$	= Büyüme oranı

Toplam yatırılan sermaye sabit sermaye ve çalışma sermayesinin toplamı olarak tanımlanır:

$$TS_t = TSS_t + TÇS_t$$

VSNFG ise şu şekilde ifade edilir:

$$VSNFG = FVAÖG - \text{Vergiler} - \text{Amortismanlar}$$

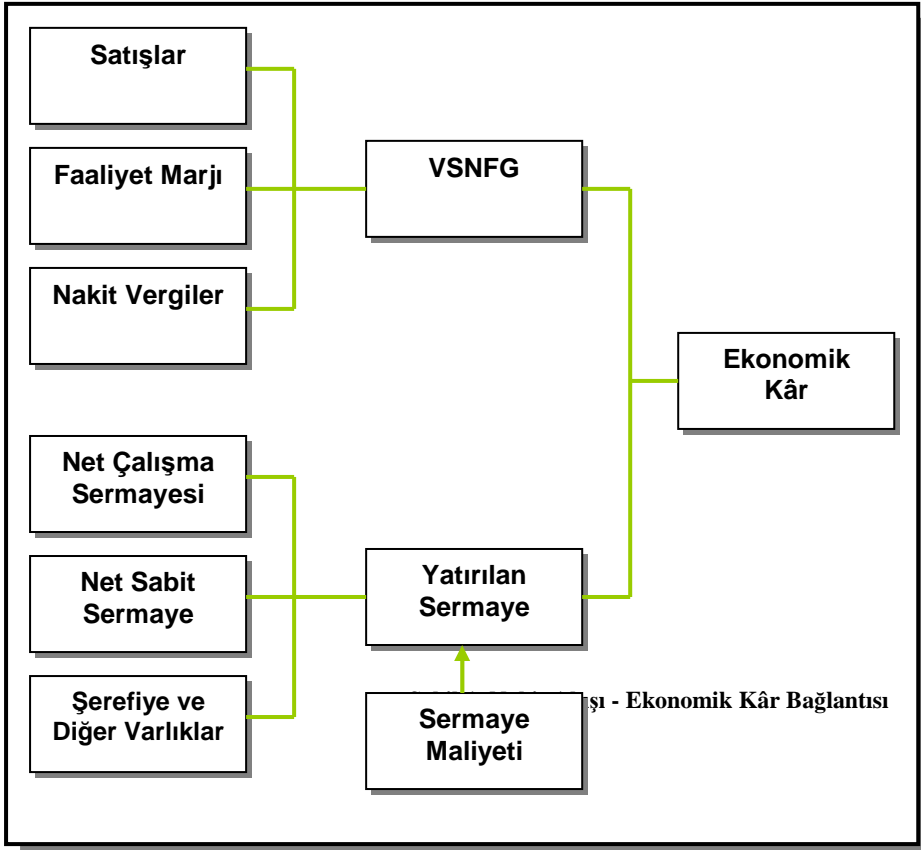
Serbest nakit akışı, dönem faaliyet gelirinden dönem içinde yapılan yatırım harcamalarından sonra kalan miktar olarak şu şekilde ifade edilir:

$$SNA = VSNFG - (TS_t - TS_{t-1})$$

EKD ise  $EKD = VSNFG - AOSM * TS_{t-1}$  olarak tanımlanmıştır.

Bu durumda VSNFG'nin SNA cinsinden ifadesi EKD formülüne konduğunda EKD, SNA, büyüme ve sermaye maliyetinin bir fonksiyonu olarak şu şekilde formüle edilir:

$$EKD = SNA + (B - AOSM) * TS_{t-1}$$



Kaynak: Michael J. Mauboussin, **Thoughts on Valuation**, Credit Suisse First Boston, Equity Research Series, [www.csfb.com](http://www.csfb.com), 24.7.2000, s. 18.

Şekil.1. nakit akışı ile ekonomik kâr arasındaki bağlantıyı göstermekte, VSNG ve sermayenin ana yürütücülerinden çıkarak EKD'ye ulaşan yolu ortaya koymaktadır. Şekilden sermaye maliyeti çıkarılacak olursa VSNG ile yapılan sermaye yatırımının arasındaki fark Serbest Nakit Akışı (SNA)'yı verir. SNA, finansman maliyetini içermeyen, tüm hak sahiplerine dağıtılabilir nakit havuzudur.(Mauboussin, 2000) Bu durumda basitleştirilmiş sabit büyüme varsayımı altında ve Gordon değerlendirme modeli doğrultusunda işletmenin yarattığı değer (Piyasa Katma Değeri-PKD) EKD akımı ile ilişkisi açıkça ortaya konabilir: (Maug, 2004)

$$PKD = \frac{EKD_1}{AOSM - B} = \frac{SNA_1}{AOSM - B} - \text{Başlangıç Sermayesi}$$

Söz konusu eşitlik basit bir sayısal örnekle daha net ortaya koyulabilir. 10.000.000 birimlik, net faaliyet getirisi % 12 (yıllık 1.200.000 birim) olan yeni bir yatırım yapıldığı varsayalım. Eğer AOSM % 10 ise yıllık 1.200.000 birimlik faaliyet getirilerinin bugünkü değeri 12.000.000 birim (1.200.000 / 0,10) olacaktır. Büyüme amacıyla yapılan 10.000.000 birimlik başlangıç yatırımı bu rakamdan düşüldüğünde yatırımın elde ettiği net bugünkü değer 2.000.000 birim olacaktır. Projeyi EKD'ye dayalı olarak değerlemek de tam olarak aynı sonucu verir. Sermaye maliyeti olan 1.000.000 birim (10.000.000 birim yatırım x %10 sermaye maliyeti) faaliyet getirisinden çıkarıldığında yıllık 200.000 birim EKD rakamına ulaşılır. Yıllık 200.000 birimlik EKD'lerin şimdiki değeri ise 2.000.000 birim (200.000 / 0,10) olacaktır. İster EKD ister İNA perspektifinden değerlendirilsin, proje işletmeye 2.000.000 birimlik PKD yaratmıştır.

Sonuç olarak söylenebilir ki İNA ve EKD birbirinin alternatifi değildir. Her ikisi de aynı sonucu veren bu tekniklerden İNA işletmenin zaman içindeki performansını tek bir rakama indirger ve stratejik analiz amacıyla kullanılır. EKD ise dönemsel bir finansal performans göstergesidir.

## EKD ÜZERİNE TARTIŞMALAR: ELEŞTİRİLER-YANITLAR

EKD finans dünyasında önemli ölçüde kabul görmüş olmasına ve kullanılmasına karşın, nispeten tartışmaların sürdüğü yeni bir konudur ve bazı çevrelerce eleştirilmektedir.

EKD'ye yönelik ilk eleştiri EKD'nin, yetersiz olduğunu iddia ettiği geleneksel muhasebeye dayalı olmasıdır. (Evans, 1999) EKD taraftarları ise EKD'nin muhasebe rakamlarını düzeltmeler ile gerçek ekonomik performansa dönüştürdüğünü, ve muhasebe temelli olsa da geleneksel muhasebenin taşıdığı eksiklikleri ortadan kaldırdığını ifade etmektedirler.

İkinci eleştiri kuramsal olarak basit olsa da EKD'nin düzeltmeler nedeniyle karmaşıklaştığı ve farklı birimlerdeki yöneticilerce anlaşılmasının zor olduğunu yönündedir. (Shaked ve diğerleri, 1997) EKD taraftarlarının bu eleştiriye yanıtı ise ekonomik kâra ulaşmak için düzeltmelerin zorunlu olduğu ve yapılan düzeltmelerin anlaşılmasının ifade edildiği kadar zor olmadığıdır. EKD danışmanları sürecin işletmede anlaşılmasını işletme içi seminerlerle temin etmektedirler. Ayrıca EKD alternatif değer tabanlı ölçüler içinde anlaşılması ve uygulanması en kolay olanıdır.(Ehrbar, 1998)

Düzeltilmeler konusundaki bir başka eleştiri ise düzeltmelerin subjektif olduğu yönündedir. Bu bakış açısına göre işletmeler potansiyel düzeltmeler arasından istediklerini seçebilmektedirler ve bu durum bağımsız bir denetleme gerektirmektedir. (Shaked ve diğerleri, 1997) EKD taraftarlarına göre ise esneklik ve ayarlanabilirlik bir eksiklik değil, aksine önemli bir üstünlüktür. EKD'nin amacı saf teorik bir kâr ölçüsü olmak değil, yöneticilerin ve çalışanların davranışlarını hissedar zenginliğini ençoklamak yönünde değiştirmektir. Tüm çalışanların davranışlarını değiştirmek isteyen bir ölçünün çalışanlar tarafından anlaşılması ne kadar zor olursa faydası da o ölçüde az olacaktır. (Ehrbar, 1998)

EKD'nin eleştirildiği bir başka nokta ise dönemsel bir performans ölçüsü olması nedeniyle kısa süreli sonuçlara odaklanarak değerini özünü oluşturan uzun vadeli performans, söz gelimi yenilikçiliğin uzun dönemde yaratacağı faydayı gözden kaçırmadır. EKD, aynı anda bir yönetim sistemi, bir değerlendirme sistemi ve bir primlendirme sistemi olma iddiasıyla her şeyi tek bir rakama indirgemektedir. Bu yaklaşım da bazı çevrelerce tek bir ölçünün bu ihtiyaçların tümünü karşılayamayacağı yönünde eleştirilmektedir. (Ligero, 2003) Bu yaklaşıma göre EKD muhasebe temelli olduğundan ve tek dönemlik faaliyet sonuçlarını yansıttığından özellikle maddi olmayan varlıkları yoğun işletmelerin sahip olduğu ve uzun dönemli değer kaynağı olan entelektüel sermaye gibi temel değer yaratıcıları tam olarak kapsayamaz. (Aggarwal, 2001) Bu görüşü savunanlar EKD tabanlı bir DOY sisteminin genel olarak geleneksel ölçülere göre kullanışlı bir araç sunsa da uzun dönemli değer yaratıcıları daha açık bir şekilde ortaya koyan Dengeli Başarım Kartı (Balanced Scorecard) gibi bir ölçüyle bir arada kullanılması gerektiğini ifade etmektedirler. (Knight, 1998; Koller ve Peacock, 2002; Aggarwal, 2001) Buna karşın Stewart'a göre geleneksel bir yaklaşım olarak farklı amaçlarla farklı ölçülerin kullanılması sistemi gereksiz yere karmaşıklaştırmakta, birbirleriyle çelişen sonuçlar ile yönetime farklı sinyaller göndermekte, bu da etkin olmayan hatta yanlış kararlar vermesine yol açmaktadır. (Stewart, 1991) EKD taraftarları ar-ge ve hizmet içi eğitim gibi entelektüel sermaye unsurlarına yapılan yatırımların yapılan düzeltmeler ile önemli ölçüde EKD rakamı tarafından yansıtılmasının sağlandığını ifade etmektedirler. Ayrıca bir EKD sisteminde odaklanılan unsur salt cari dönemin EKD'si değil EKD'nin zaman içindeki eğilimidir. Söz gelimi yöneticiler tek dönemlik EKD rakamlarına değil genellikle beş yıllık EKD rakamları doğrultusunda oluşturulan bir prim havuzundan primlendirilirler. Böylece piyasanın işletmenin EKD'sinin gelecekteki eğilimine ilişkin yargısı performans ölçümüne yansıtılmış olur. Bu da entelektüel sermaye yatırımlarının gözden kaçırılması olasılığını azaltır.

Eleştiri sahiplerinin gözden kaçırdıkları bir nokta şudur ki; performans ölçüleri strateji değildir, stratejinin kısa ve uzun dönemli sonuçlarını gösterir. Stratejinin sonuçlarının iyi olması ise değer yaratıcıların doğru belirlenmiş ve iyi yönetilmiş olmasına bağlıdır. Hissedar değeri perspektifi ya da DOY, EKD hesaplaması yapmaktan ibaret değildir. Dolayısıyla tüm işletmenin veya mümkün olduğunca birimlerin performanslarının tek bir ölçüyle ölçülmesi maddi olmayan değer yaratıcıların göz ardı edilmesi anlamına gelmemekte, aksine bu unsurları içerip tek ölçüde performansı yansıttığından işletmeyi farklı ve çelişen sinyallerin neden olacağı yanlış kararlardan korumaktadır. Ancak bir arama merkezi çalışanı gibi alt düzey çalışanlar için EKD hesaplanmasının mümkün olmayacağı düzeylerin de olacağı kabul edilmelidir. Bu tür çalışanlar için EKD hedefleri doğrudan etkileyebilecekleri değer yaratıcılara tercüme edilmelidir. Örneğin Copeland, Koller ve Murrin'e

(2000) göre bir üretim yöneticisi için birim maliyet, kalite, dağıtım hedefleriyle uyum; satış yöneticisi için satış büyümesi, liste fiyatından indirimler, satılan malların maliyeti/satışlar oranı gibi ölçüler önemli olabilir. Stewart'a.(1995) göre en alt düzey işler bile bir değer yaratma potansiyeline sahiptir. Söz gelimi stok devir hızı artarsa ihtiyaç duyulan sermaye miktarı azalır ve bu da EKD'nin artmasını sağlar.

EKD taraftarlarının çözüm olarak havuz sistemini sundukları bir başka eleştiri ise EKD'nin alt düzey yöneticiler ve çalışanlar için kullanılmasının, bu düzey çalışanların kontrolü dışındaki unsurlardan etkilenmesi nedeniyle sakıncalı olabileceği yönündedir. Birimler arası transfer fiyatlaması gibi birim yöneticisinin performansı ile ilgili olmayan uygulamalar birimlerin EKD'sini farklılaştırabilir. Ayrıca EKD tüm maliyetleri içeren bir toplam faktör verimliliği ölçüsü olduğundan, bu faktörleri kontrol eden tepe yöneticiler için kullanılabilirlikle birlikte birim yöneticilerinin kontrolü dışında olan ancak EKD'yi etkileyen bu unsurlar EKD'nin birim yöneticileri için kullanımını sınırlamaktadır. (Young ve O'Byrne, 2001) EKD savunucularına göre ise yukarıda da ifade edildiği gibi tek dönemlik sonuçlar yerine EKD eğiliminin değerlendirilmesi ve prim havuzlarının oluşturulması bu sakıncayı önemli ölçüde ortadan kaldırmaktadır. Ayrıca transfer fiyatlaması gibi uygulamalar zaman içinde birbirini dengelemektedir ve beş yıllık bir süre bu dengenin büyük ölçüde yakalanmasını sağlar.

## DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE EKD UYGULAMALARI

Ekonomik kâr ve artık getiri veya başka isim ve biçimlerde olsalar da EKD ile aynı mantığa dayalı kavramlar yüzyıllardır ekonomi ve finans dünyasının gündeminde olmuş ve kullanılmıştır. Profesyonel analist ve yatırımcılar her zaman işletmelerin gerçek ekonomik performansını belirlemek için çalışmışlardır.

Ne var ki ekonomik kâr ve buna dayalı derin anlayış değişikliği EKD sisteminin Stern Stewart & Co. tarafından ortaya konması ile gerçekleşmiştir. Beş kıtaya yayılmış, gelirleri trilyonlarca doları aşan ve sayıları her geçen gün artan 300'ün üzerinde büyük işletme finansal yönetim ve primlendirme sistemi olarak EKD çatısını benimsemişlerdir. EKD'yi uygulamak bu işletmelerin yöneticilerine, aksi halde ortaya çıkmayacak olan milyarlarca dolarlık hissedar zenginliği yaratmalarında yardımcı olmuştur.<sup>9</sup> En tipik örnek Coca Cola'dır. 1983 yılı itibarıyla Coca Cola uzun yıllardır gazlı içecek pazarında bir numara olmayı sürdürüyor; ancak değer yaratma anlamında son derece vasat bir performans sergiliyordu. Bu tarihte işletmenin CEO'su olan Roberto Goizueta EKD'yi benimseyen ilk CEO'lardan birisi oldu. 1994 yılına geldiğinde Coca Cola dünyanın bir numaralı değer yaratıcısı oldu. 1996 yılı sonuna kadar Coca Cola hissedarlarını 125 milyar \$ zenginleştirmişti.<sup>10</sup>

EKD'yi kullanan diğer işletmeler arasında Eli Lilly, Monsanto, Briggs & Stratton ve Herman Miller gibi büyük ABD şirketleri sayılabilir. Bu işletmelerin tümü değer

<sup>9</sup> Stern Stewart'a göre EKD kullanıcılarının daha yüksek değer yaratmalarına ilişkin örnekler için bkz. <http://www.eva.com/ny/> (Son erişim: 30.8.2008)

<sup>10</sup> Goizueta 1995'de şu beyanını verdi: "EKD vagonuna ilk binenlerden birisi olduğumuz için çok mutluyuz. EKD çalışan ve yöneticilerimize kendi birimlerini yönetmede çok kullanışlı bir araç ve günlük hareketlerini planlamada sağlam bir ilke sağlamıştır."



yaratma performanslarıyla tüm piyasa ve kendi endüstrilerinin çok üzerinde bir başarı elde etmişlerdir.(Ehrbar, 1998)

Tüm dünyada kamu kurumları da EKD'ye büyük ilgi göstermektedirler. Küresel rekabet ortamında yer almaya çalışan Güney Afrika işletmelerine EKD rehberlik etmektedir. Yeni Zelanda iktisadi kamu teşekküllerini güçlendirmek için EKD'yi kullanmaktadır. Benzer şekilde ABD Posta Servisi hizmetlerini ve verimliliğini geliştirmek, ayrıca dünyanın en büyük sivil iş gücünü motive etmek için EKD'yi temel almaktadır.

EKD aynı zamanda sermaye piyasasının alıcı tarafında, yani yatırım toplumunda ve ekonomi basımında geniş kabul görmüştür. EKD Wall Street'in hisse senedi seçim sürecini değiştirmektedir. Goldman Sachs ve Credit Suisse First Boston gibi ABD'de ve dünyada sermaye piyasasının önde gelen firmaları formel olarak işletme değerlemesinde EKD'yi

temel bir araç olarak benimsemişlerdir. ABD'de en iyi performans gösteren emeklilik ve yatırım fonu yöneticilerinden olan Oppenheimer Capital şirketi EKD sistemini uygulayan işletmeleri özel olarak izleyen bir yaklaşım benimsemektedir. Çok büyük miktarda fonu yöneten ve küresel sermaye piyasalarında belirleyici bir rolü bulunan Kaliforniya Kamu Emeklilik Sistemi (CalPERS), yönetim reformuna en çok ihtiyaç duyan şirketler başlığında her yıl zayıf EKD performansı sergileyen işletmeleri sıraladığı bir liste oluşturmaktadır. ABD, Avrupa, Asya ve Latin Amerika'da pek çok diğer yatırım bankası bu örneklerin peşinden gitmektedirler. EKD, gelişmiş ekonomilerin yanı sıra gelişmekte olan ekonomilerde de finansal yönetim, sermaye bütçelemesi, performans ölçüsü, işgören primlendirme sistemleri ve işletme değerlemesinde giderek artan ölçüde önemli bir araç haline gelmektedir. (Ehrbar, 1998) Tablo 1, gelişmekte olan bir piyasa olarak Arjantin'de 2002 itibariyle EKD kullanımını ortaya koymaktadır.

**Tablo 1. Arjantin'de EKD Kullanımı**

	<b>İşletmeler</b>	<b>Finansal Analistler</b>	<b>Banka ve Sigortalar</b>
EKD'yi Birincil Ölçü Olarak Kullanan	% 11	% 0	% 50
EKD'yi İkincil Ölçü Olarak Kullanan	% 29	% 27	% 17
EKD Kullanmayan	% 32	% 45	% 17
Ulaşılamayan	% 29	% 27	% 17
EKD'yi Tek Projeleri Değerlemede Kullanan*	% 19	% 17	% 0
EKD'yi Faliyetteki İşletmeleri Değerlemede Kullanan*	% 19	% 33	% 20
Ulaşılamayan	% 65	% 50	% 80

\*Sadece EKD kullanan katılımcılara dayalı olarak hesaplanmıştır. Katılımcıların birden fazla seçeneği seçmeleri durumunda toplamlar % 100'den fazla olabilir.

Kaynak: Pereiro, a.g.e., s.91.

Türkiye'de ise LBA danışmanlık şirketi Stern Stewart & Co. ile işbirliği içerisinde EKD danışmanlığı yapmaktadır. LBA 1993'den beri, tıpkı Stern Stewart'ın ABD'de ve dünyanın daha pek çok ülkesinde yaptığı gibi finans sektörü hariç tüm diğer sektörlerde faaliyet gösteren İMKB şirketlerinin EKD ve PKD hesaplamalarını yaparak EVASTOCK adı ile yayınlamıştır. Türkiye'de EKD'yi uygulayan işletmeler arasında Koç Holding<sup>11</sup>, Garanti Bankası<sup>12</sup> Kordsa, Oyak Renault, Tofaş, Arzum Mutfak Gereçleri sayılabilir.

<sup>11</sup> Koç Holding 2007 yılı faaliyet raporunda şu ifadeler yer almaktadır: "Tüm hedef kartlarında, ekonomik kârlılık, şirket değeri, büyüme, çalışan ve müşteri memnuniyeti gibi Koç Holding'in stratejik hedefleri belli bir ağırlıkta yer alır."; "Şirket aynı zamanda üst düzey yöneticilerinin tazminlerini hisse senedi performansı ve ekonomik kârlılıkla da ilişkilendirilen ender Türk kuruluşlarından biridir."; "Kârlılığı ölçerken kullandığımız gösterge, faaliyet neticelerinin yanı sıra, aktiflerin ve bilançonun da verimli yönetimini ön plana çıkartan "Ekonomik Kar"dır (net kardan özsermaye maliyeti düşülerek hesaplanmaktadır). Bu gösterge, performans yönetim sistemine de girdi teşkil etmektedir. Üst düzey yöneticilerin bireysel hedefleri arasında Ekonomik Kar, halka açık şirketlerde piyasa değeri değişimi ile birlikte, en yüksek ağırlığa sahiptir."

<sup>12</sup> Garanti Bankası web sitesi ve faaliyet raporunda "Ücretlendirme Politikası ve Prim Sistemi" başlığı altında şu ifadeye yer verilmektedir: "Garanti'de ücretlendirme temel olarak performansa dayalıdır. Adil

## SONUÇ

EKD, finansal ekonomi alanında son 20 yılın en ilgi çeken, en çok tartışılan ve araştırılan gelişmelerinden birisi olmuştur. Kökenleri ekonomide 2 asır öncesine dayanan ve tüm sermaye sahiplerine sermayelerinin karşılığı ödendikten sonra kalan karı ifade eden artık getiri ve ekonomik kar nosyonlarına dayanır. Özü, finansal tabloların gerçek sonuçlardan az veya çok sapabileceği, dolayısıyla gerçek finansal performansın ölçüsü olmayacağı gerçeğidir.

Ekonomik kar anlayışının önem ve ağırlık kazanması ve buna bağlı olarak EKD'nin geliştirilmesi serüveni ise son yarım asırda finansal ekonomi kuramında meydana gelen önemli değişikliklerle birlikte başlamıştır. Portföy Kuramı ve Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli, bu köklü değişikliklerin başlangıcı sayılır ve EKD'nin geliştiricileri tarafından da EKD yolculuğunun başlangıcı kabul edilirler. Bu kuramlardaki gelişmelerle birlikte, değer, değerlendirme, finansal performans, sermaye maliyeti gibi konulara ilişkin tanımlar yeniden yapılmıştır.

Bu gelişmelere bağlı olarak EKD'nin oluşumunu asıl hızlandıran kuramsal gelişme ise Temsilcilik Maliyetleri Kuramı (Principal-Agent Theory) olmuştur. Temsilcilik Maliyetleri Kuramı, 1970'lerde ABD işletmeleri tarafından en yoğun şekilde hissedilen yüksek verimliliğe dayalı Japon

bir prim ve paylaşım sistemi ve "finansal performans aracı" olan EVA (EKD, y.n), 1 Ocak 2003 tarihinde uygulamaya girmiştir."Bkz: [www.garanti.com.tr/ana\\_sayfa/insan\\_kaynaklari.ht](http://www.garanti.com.tr/ana_sayfa/insan_kaynaklari.ht) ml (Erişim Tarihi: 20.07.2008)

rekabeti karşısında ABD iş-yönetim anlayışının ve mevcut finansal bakış açısının kuramsal olarak sorgulanması sonucu geliştirilmiştir. Kurama göre, geleneksel muhasebe ölçüleri ve bunlara dayalı yönetim anlayışı, işletmeleri, özellikle yönetici ve hissedarlar arasında olmak üzere, paydaşlararası çıkar çatışmalarına itmektedir. Yöneticilerin ve işletmelerin performansının sadece muhasebe sonuçlarına göre ölçülmesi, yöneticileri, işletmenin uzun vadeli rekabet gücünü tahrip etse bile, kısa dönemli karları, manipülatif ve fiktif şekilde artırmaya itmektedir. Bu da işletmeleri verimsizliğe ve uzun vadeli rekabet gücü kaybına yol açmaktadır ve hissedarların aleyhinedir. O halde, tüm paydaşların çıkarlarını uyumlaştıracak yeni bir sisteme ve ölçüye ihtiyaç vardır.

Bu dönemde işletmelerin nihai amacı kar maksimizasyonundan evrilerek, işletme değerinin maksimizasyonu olarak tanımlanmıştır. Bu yeni anlayış hissedar değeri perspektifi ya da Değer Odaklı Yönetim olarak adlandırılır. Bu anlayışa göre bir işletmenin değeri ile kısa vadeli muhasebe performansı arasındaki ilişki zayıftır çünkü muhasebe rakamları pek çok zayıflık taşır ve piyasa işletmeleri çok daha geniş bir perspektiften, uzun vadeli performansına bakarak değerler. Bu nedenle bir işletme ne kadar değerini ne kadar artırıyor, uzun vadeli sürdürülebilir rekabet gücü açısından o kadar doğru şekilde yönetiliyor demektir.

DOY anlayışı, 1970'lerden bugüne gelişimini sürdürmektedir ve Anglo-Sakson ekonomilerinde büyük ölçüde kabul görmüş durumdadır. Gerçekten de bu anlayışın yerleşmesini takip eden 80'ler ve 90'lar boyunca ABD ekonomisi, gelişmiş ekonomiler arasında en yüksek performansını göstermiştir. Bu durum, DOY anlayışının mikro ve makro performans üzerinde olumlu etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Ancak değer, piyasa tarafından tayin edilen dışsal bir finansal performans göstergesidir. Bu nedenle işletmenin yarattığı değeri en doğru şekilde açıklayan içsel bir performans ölçüsüne ihtiyaç vardır. Bu ölçü, daha önce ifade edilen sebeplerle, muhasebe karı değildir. Değerle yüksek ilişki içinde olan, muhasebe ölçülerinin eksikliklerini taşımayan, dolayısıyla paydaşların menfaatlerini uyumlaştıran bir ölçü olmalıdır. Bu amaçla, en iyisi olduğu iddiasıyla pek çok rakip ölçü geliştirilmiştir ve yeni ölçüler geliştirilmeye devam etmektedir. Bu süreç literatürde "metrics war" (ölçüler savaşı) olarak nitelenmektedir.

Savaş, ya da tartışmalar henüz bitmemiştir. Gelişmiş piyasalarda dahi gerek DOY anlayışı, gerekse EKD ve diğer ölçüler kritik edilmeye devam etmektedir. Buna karşın bu ligde bir lider tayin edilecekse, bu, şüphesiz açık ara EKD'dir. EKD, bu ölçüler arasında saygın kişi ve kurumlardan övgü almış, en çok kullanılan "modern değere dayalı finansal performans ölçüsü"dür. Bu özelliği onu, doğal olarak en çok tartışılan, araştırılan ve eleştirilen ölçü yapmaktadır.

Daha önce ifade edildiği gibi, hissedar değeri perspektifi, büyük ölçüde yerleşmiş olmakla birlikte ABD'de bile halen tartışma konusudur. Yapılan çalışmalar, diğer gelişmiş piyasalarda ve hatta gelişmekte olan piyasalarda da hissedar perspektifinin gün geçtikçe yaygınlaştığı görülmektedir. EKD, 4 kıtada aralarında Coca-Cola gibi devlerin de olduğu işletmeler ve finansal analistler tarafından kullanılmaktadır.

Türkiye'nin de finans dünyasında meydana gelen bu gelişmelerin dışında kalması, etkilenmemesi beklenebilir. Ne var ki, DOY konusu Türkiye'de çok cılız bir literatüre sahiptir. Türkiye'de EKD ve ekonomik kar uygulamaları

vardır ve bu uygulamaları yapan işletmeler arasında Koç Holding ve Garanti Bankası gibi önde gelen işletmelerimiz bulunmaktadır. DOY için olmasa bile EKD için oluşmuş belli miktarda akademik literatür de bulunmakta, konu akademik çevrelerde tartışılmaktadır. Ancak, kanaatimizce, konunun kuramsal ve felsefi kökenini oluşturan hissedar perspektifi ve DOY anlayışı yeterince incelenip, tartışılıp, anlaşılmadan, EKD üzerine çalışmak, genellikle olduğu gibi batı'da yaygınlaşan bir uygulamayı moda olarak getirip uygulamaktan ibaret olur ki bu haliyle kesinlikle beklenen sonucu vermez. Bu haliyle EKD, EKD'ye dayalı bir sistemin sağlayabileceği pek çok potansiyel faydadan pek azını sağlar ve bu durumda da maliyetine karşın faydası, istenen düzeyde olmayabilir.

Kurumsal Yönetim, Kurumsal Sosyal Sorumluluk, Basel II gibi standartlar, Avrupa Birliği katılım süreci, ekonomik ve finansal küreselleşme gibi faktörler, bu ve buna benzer küresel gelişmelere uyum sağlama gerekliliğini gün geçtikçe artırmaktadır. Bu nedenle, işletmelerin uzun vadeli sürdürülebilir rekabet gücü açısından anahtar konumunda olan DOY anlayışı, Türkiye'de ilgili taraflarca iyi anlaşılmalı, konu akademik ve uygulama taraflarının gündemine daha yoğun bir şekilde girmelidir. Bu nedenle bu çalışmada, EKD ölçüsünün kuramsal temelleri, kökenlere ışık tutması amacıyla mümkün olduğunca ayrıntılandırılmaya çalışılmıştır.

Finansal performans ölçüsü olması açısından EKD'yi değerlendirmek üzere yapılan çalışmalar, Türkiye'de de EKD'nin işletmelerin piyasada yarattıkları değeri açıklama gücü olduğunu belirlemişlerdir. Ancak gerek piyasanın etkin olmayan yapısı gerekse geleneksel bakış açısının halen önemli ölçüde devam etmesi nedeniyle, geleneksel muhasebe ölçüleri halen ağırlığını korumaktadır. Bunun, gelişmiş piyasalarda büyük ölçüde kabul edildiği gibi, işletmeler ve makro ekonomik açıdan uzun vadeli sürdürülebilir rekabet avantajının aleyhine çalışacağı bilinmelidir. ABD işletmeleri, kara odaklı anlayıştan değere dayalı anlayışa geçerek Japon rekabetiyle başa çıkabilmişlerdir. Diğer ülkeler ve ekonomiler açısından da uzun vadeli verimlilik sağlamanın yolu uzun vadeli değer anlayışını, kısa vadeli kar anlayışına ikame etmekten geçmektedir. Bu nedenle bu konu üzerine kuramsal ve ampirik çalışmalar yapılması, konunun anlaşılması ve doğru uygulama, dolayısıyla mikro ve makro ekonomik performansın geliştirilmesi açısından büyük önem taşımaktadır.

## KAYNAKÇA

- Aggarwal, R. (2001). "Using Economic Profit to Assess Performance: A Metric for Modern Firms" *Business Horizons*, Ocak-Şubat: 55-60.
- Copeland, T., Koller, T., ve Murrin, J. (2000), *Valuation*, :ABD: J.Wiley
- Demirakos, E. G., Strong, N. C., Walker, M. (2004), "What Valuation Models Do Analysts Use?", *Accounting Horizons*, 18(4), 221-240.
- Drucker, P.F. (1995), "The Information Executives Truly Need", *Harvard Business Review*, 73,1, 54-63,
- Ehrbar, A. (1998), *EVA The Real Key to Create Value*, ABD: John Wiley&Sons
- Evans, M.H. (1999). "Creating Value Through Financial Management" [www.exinfm.com/training/course08.doc](http://www.exinfm.com/training/course08.doc), (01.08.2008)

- Ertuğrul, M., (2005), Değer Tabanlı Yönetim: Finansal Performans Ölçülerinin İMKB’de Test Edilmesi (Yayımlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü)
- Fisher, I. (1965). *The Theory of Investment*. New York: Augustus M. Kelley Publishers
- Grant, J. L. (1996a). *Foundations of Economic Value Added*, ABD: Wiley
- Grant, J.L., (1996b) “Foundations of EVA for Investment Managers”, *Journal of Portfolio Management*,1:41-47.
- Gressle, M., (1996). "How to Implement EVA and Make Share Prices Rise". *Corporate Cashflow*, 17: 28-30
- Gressle, M. (2001). “Value-based Management Enhances Shareholder Value in the New Economy”, *Directorship*, 27,1:14-18,
- Jensen M.C. ve Meckling, W.H. (1976) “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360
- Knight, J. A. (1998), *Value Based Management*, ABD: McGraw Hill
- Koller, T. ve Peacock, J., (2002), “Time for CFOs to Step Up”, *The McKinsey Quarterly*, 2: 1-3
- Ligero, B. (2003) “Who, or, What is EVA? Economic Value Added”, *Araştırma Raporu, University of Florida*, [www.unf.edu/~rligge/eva.html](http://www.unf.edu/~rligge/eva.html), (20.3.2004)
- Marshall, A. (1890), *Principles of Economics*. New York: MacMillan & Co
- Mauboussin, M. J., (2004) “Thoughts on Valuation”, *Credit Suisse First Boston, Equity Research Series*, [www.csfb.com](http://www.csfb.com), (24.7.2008)
- Maug E., (2004) Executive Compensation, [www.duke.edu/~maug/teaching/acf/compensation.pdf](http://www.duke.edu/~maug/teaching/acf/compensation.pdf), (25.04.2004)
- Modigliani, F. ve Miller, M.H., (1958) “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment” *American Economic Review*, 48(3), 261-297
- Modigliani, F. ve Miller, M.H. (1961) “Divident Policy, Growth and the Valuation of Shares” *Journal of Business*, 34, 411-433.
- O’Byrne, S. (1999). “EVA and Its Critics”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 12,2: 18-25
- Rappaport, A. (1979). “Strategic Analysis for More Profitable Acquisitions”, *Harvard Business Review*, 6-7
- Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value*, ABD: The Free Press
- Shaked, I., Michel, A., ve Leroy, P., (1997), "Creating Value Through E.V.A. - Myth or Reality?" *Strategy & Business*, 9:41-52
- Stern, J. (1993). “Value and People Management”, *Corporate Finance*, 7:35-37,
- Stewart III, G.B., (1991) *The Quest for Value*. New York: Harper Collins
- Stewart III, G.B., (1995) “EVA Works-But Not If You Make These Common Mistakes”, *Fortune*, 81-82.
- Young, S. David ve O’Byrne, S.F. (2001), *EVA and Value-based Management*, ABD: McGraw-Hill