

## FINANSAL PERFORMANS ÖLÇÜMÜNDE DÖNÜŞÜMLERİN TÜRKİYE AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ\*

Yrd. Doç. Dr. Murat ERTUĞRUL\*\*

### ÖZ

*İşletmelerin finansal performansının nasıl ölçülmesi gerektiği, finansal performansın gerçek ve doğru göstergelerinin neler olması gerektiği, finansal ekonomi kuram ve uygulamasında asırlardır tartışılmakla birlikte halen görüş birliğine varılamamış, her zaman güncelliğini koruyan bir argüman olmuştur. Muhasebe tabanlı kâr ölçüleri, uzun süre finansal performansın ölçüsü olarak baskınlığını korumuştur. Aslında kârı ençoklamak olarak ifade edilebilecek bu amacın taşıdığı eksiklikler en azından 200 yıldır ifade edilmektedir. Ne var ki, ancak son 40-50 yılda küresel ekonomik görünümdeki köklü değişiklikler ve bunlara bağlı olarak ortaya çıkan finansal ekonomi kuramındaki gelişmeler, odağı kârı ençoklamaktan, hissedar değeri anlayışına, bir başka deyişle değer ençoklamasına kaydırmıştır. Bu dönüşüm gelişmiş Anglo-Sakson ekonomilerde başlamış ve bugün büyük ölçüde yerleşmiştir. Diğer gelişmiş ve gelişen ekonomilerde de eğilimin bu yönde olduğu gözlenmekle birlikte, özellikle gelişmekte olan ekonomiler için yeni anlayış ve ölçülerin bu aşamadaki uygunluğu halen yoğun bir şekilde tartışılmaktadır.*

**Anahtar Kelimeler:** finansal performans, performans ölçümü, değer odaklı yönetim, hissedar değeri, ekonomik katma değer

## AN EVALUATION OF TRANSFORMATIONS IN FINANCIAL PERFORMANCE MEASUREMENT IN TERMS OF TURKEY

### ABSTRACT

*Questions on how to measure financial performance, and the real indicators of correct and real financial performance, have always been an unsolved actual argument in financial economics theory and practice, though they have been discussed for centuries. Accounting based profit measures kept their dominance to measure financial performance for a long time. Indeed, the shortcomings of profit maximization goal have been expressed for more than 200 years. Nevertheless, barely last 40-50 years' fundamental developments in global economic view and studies in financial economics have transmitted the focus from profit maximization to shareholder value comprehension, or value maximization, in other words. This transformation emerged in developed Anglo-Saxon economies and has been settled there today, on a large scale. Although it can be observed that the main trend in other developed and developing economies is on the same way, the convenience of the new paradigm and metrics especially in developing economies, in recent phase, is still in a dense argument.*

**Keywords:** financial performance, performance measurement, value-based management, shareholder value, economic value added

\* Bu makale, yazarın doktora tezinin ilgili bölümleri derlenip, düzenleme ve güncelleme yapılarak hazırlanmıştır.

\*\* Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü , e-mail:mertugrul@anadolu.edu.tr.



## 1. GİRİŞ

“İşletmenin finansal performansı nasıl ölçülmelidir?”, bir başka açıdan “işletmenin nihai amacı nedir?” soruları, işletme finansmanı disiplininde yüzyıllardır tartışılan, buna karşın üzerinde mutabakata varılamamış en önemli konulardan birisidir. Şüphesiz bu soruya verilen yaygın cevap “kârı çoğaltmak” olmaktadır. Mikro Ekonomi metinlerinin çoğu işletmenin nihai amacı olarak “kâr çoğaltması” üzerine oturmaktadır. Ne var ki Finansal Ekonomi kuram ve uygulaması, bu noktanın oldukça ötesine geçmiş durumdadır ve Klasik Ekonomi literatürü bu anlamda Finansal Ekonomideki gelişmeleri tam anlamıyla yansıtmaktan uzaktır.

Aslında “kâr çoğaltılması” amacının sorgulanması 1970’lerle birlikte yoğunluk kazanmış olsa da, tartışmanın kökenleri çok daha eskidir. Alfred Marshall, 200 yıl önce ekonomik kâr terimini ilk olarak kullandığında muhasebe kârı yerine gerçek kârı kastetmiştir. Marshall’a göre özsermayenin bir bedeli vardır ve bu bedel ödendikten sonra elde kalan miktar işletmenin gerçek kârıdır. Oysa muhasebe, özsermayeyi bedelsiz kabul eder. Benzer şekilde finansal ekonomistler tarafından tüm faaliyet ve sermaye maliyetleri dikkate alındıktan sonra kalan gelir anlamında uzun zamandır kullanılan artık getiri ya da ekonomik kâr kavramlarının ifade ettiği de tam olarak budur.

Bugünkü anlamıyla gerçek finansal performansı bulma yolculuğu ise 1950’lerin sonu ve 60’ların başında Nobel ödüllü finansal ekonomistler Modigliani ve Miller’in işletmenin değer kaynağı olarak nakit akışlarını ön plana çıkardıkları ve değer en doğru ölçüsü olarak İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) tekniğini tanımladıkları çalışmaları, Markowitz’in Modern Portföy Kuramı ve Finansal Varlık Fiyatlama Modeli’nin geliştirilmesinin inşa ettiği temel üzerine oturmuştur. Bunu takip eden dönemde ise literatürde *principal-agent problem* olarak ifade edilen temsilcilik maliyetlerine ilişkin çalışmalarla, mevcut yönetim yaklaşımlarının işletme sahipleri ile yöneticilerin çıkarlarının çatışması sonucunu doğurduğu ve bu nedenle yeni performans ve yönetim tekniklerine ihtiyaç olduğu ortaya konmuştur. Bu şekilde işletmelerin nihai amacının kâr çoğaltılması değil, işletme değerinin/hissedar servetinin çoğaltılması olduğunu öne süren “Hissedar Değeri Felsefesi” ya da “Değer Odaklı Yönetim (DOY) Felsefesi”nin temelleri tamamlanmıştır.

Bugün DOY anlayışı, gelişmiş Anglo-Sakson ekonomilerinde büyük ölçüde yerleşmiş durumdadır. Yapılan çalışmalar Kıta Avrupası ve Japonya gibi diğer gelişmiş piyasalar ile gelişmekte olan piyasalarda da DOY anlayışının gittikçe ağırlık kazandığını göstermektedir.

DOY anlayışının ABD’de büyük ölçüde hakim olması, özellikle 1970’lerde, temsilcilik teorisindeki gelişmelere dayanır. Bu yıllarda yüksek verimlilik ile çalışan Japon rakiplerin yoğun rekabetiyle karşı karşıya kalan ABD ekonomisinde, konu üzerine yapılan çalışmalar, bu teoriyi ortaya çıkarmıştır. Teoriye göre Amerikan işletmelerinin mevcut yönetim anlayışı, temsilcilik maliyetleri olarak adlandırılan bir maliyet unsuru ortaya çıkarıyor, bu da verimliliklerini ve rekabet güçlerini olumsuz etkiliyordu. İşletmelerin kısa dönemli kâr hedefleri doğrultusunda yönetilmesi, işletmelerin sahipleri olan hissedarlar ile işletme yöneticilerinin çıkarlarının çatışmasına yol açıyordu. Bu anlayış, yöneticileri etkin olmayan kaynak tahsisleri yapmaya, uzun vadeli sürdürülebilir kârlılık ve rekabet gücünü feda ederek, kısa vadeli muhasebe kârlarını arttırmaya yöneltiyordu. Bu da hissedarların aleyhineydi ve işletmelerin, ekonomik ömürleri boyunca elde edecekleri serbest nakit akışlarına bağlı olan işletme değerinin düşmesine ve nihayetinde hissedarların servetinin aşınmasına yol açıyordu. Bu gelişmeler sonrasında, paydaşlar arasında çıkar çatışmalarını ortadan kaldıracak, daha geniş perspektife sahip bir yönetim anlayışı üzerine tartışmalar DOY felsefesinin, özellikle gelişmiş anglo-sakson ekonomilerde

büyük ölçüde yerleşmesine yol açtı.<sup>1</sup> Gerçekten de yapılan çalışmalar DOY anlayışının yerleşmesi ile makro ve mikro ekonomik performans arasında güçlü bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır.<sup>2</sup>

Yukarıda bahsedildiği gibi, kâra odaklı bir yönetimin pek çok zayıflık taşıdığı ve işletmeyi yanlış kararlar almaya ittiği, başlangıcı asırlar öncesine gitse de son yarım asırda yoğunlukla ifade edilmektedir. Aslında kârı en çoklama amacının bazı zayıflıkları son derece açıktır. Bunlar ana hatlarıyla aşağıda ortaya konmaktadır. Çalışmada geleneksel performans ölçüleri, taşıdıkları eksiklikler ve bunlara alternatif olarak geliştirilen modern değer tabanlı performans ölçülerinden başlıcaları incelenmekte, gelişmekte olan bir ekonomi olarak ülkemiz açısından tartışılmakta ve olası etkiler değerlendirilmektedir.

## 2. GELENEKSEL ÖLÇÜLER ve MODERN ÖLÇÜLERE GEÇİŞ

Finansal performansın en önemli dışsal göstergesi olarak piyasa değeri (yaratılan değer) kabul edilirse, bunu en doğru ve yakın bir şekilde açıklayan içsel ölçülerin bulunarak işletme içinde gerek performans ölçümü gerekse primlendirme amaçları için kullanılması, işletmenin başarısı için hayati önemdedir.

Daha önce de ifade edildiği gibi geleneksel ölçülerin işletmenin finansal performansını doğru bir şekilde yansıtmaktan uzak oldukları, ayrıca ekonomideki ve sermaye piyasalarındaki gelişmelerin bu ölçülerin anlamlılığını daha da zayıflattığı öne sürülmektedir. Bu bölümde öncelikle finansal performans ölçmek için kullanılan geleneksel ölçüler incelenerek yeterli ve yetersiz oldukları noktalar ortaya konulacaktır. Bunu takiben ise günümüzün değere odaklı ekonomik yapısında finansal performans daha doğru bir şekilde ölçtükları öne sürülen değer tabanlı modern performans ölçüleri incelenecektir.

### 2.1. Geleneksel Ölçülerin Yetersizliği ve Yeni Ölçülere Olan İhtiyaç

Performans ölçüleri belki de işletmecilikte en sık yanlış kullanılan yönetim araçlarından birisidir. Yanlış performans ölçülerini kullanmak pek çok gizli maliyet içerir. Yanlış seçilmiş bir performans ölçüsü sürekli olarak yanlış sinyaller göndererek yöneticileri yanlış kararlar almaya ve işletmeyi beklenenin altında sonuçlara götürür. Yanlış performans ölçümü sonuçta hissedarların zenginliğini aşındıran kaynak israfı, aşırı yatırım, beklentileri karşılamayan şirket birleşmeleri gibi durumları ortaya çıkarır. Bunun nedeni sadece yöneticilerin başarısız olması değil, performans ölçüsünün yöneticileri yanlış kararlar almaya itmesidir.

<sup>1</sup> DOY anlayışının yerleşmesi serüveni, çok daha geniş bir konu olmakla birlikte, burada genel bilgi olarak kısa bir özet sunulmuştur. Değer yaratmanın nihai amaç olmasını, bu gerçekleşirken tüm paydaşların çıkarlarının da en çoklanacağını savunan hissedar perspektifi (shareholder perspective) taraftarları ile, bu anlayışın diğer paydaşların aleyhine çalıştığını savunan paydaş perspektifi ( stakeholder perspective) taraftarları arasındaki tartışma Anglo-Sakson ekonomilerinde de devam etmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. W. Lazonick ve M. O'Sullivan, "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance", **Economy and Society**, Cilt.29 Sayı.1, 13-35 (Şubat 2000); R.F. Bruner, **Case Studies in Finance**, (ABD: Mc Graw-Hill,2007) s.xxviii-xxxix; M.Ertuğrul, "Değer Tabanlı Yönetim: Finansal Performans Ölçülerinin İMKB'de Test Edilmesi" (Yayımlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi,Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005)

<sup>2</sup> Bkz.Jacques Bughin, Thomas E.Copeland, "The Virtuous Cycle of Shareholder Value Creation", **The McKinsey Quarterly**, Sayı:2, 156-167, (1997), s.157.; S.David Young ve Stephen F. O'Byrne, **EVA and Value-based Management**, (ABD: McGraw-Hill,2001), s.15; Thomas E. Copeland, "Why Value Value?", **The McKinsey Quarterly**, Sayı:4, 97-109, (1994), s.99-102



Geleneksel performans ölçüleri merkezi karar alma anlayışının geçerli olduğu, karar alma sorumluluklarının açıkça tanımlandığı dönemlerde geliştirilmişlerdir. Bu ölçüler işletmede öngörülen bütçelere ulaşıp ulaşılmadığı ve çalışanların istenenleri yapıp yapmadıkları gibi günümüzün değere odaklı ekonomik yapısında geçerliliği zayıflamış unsurları ölçerler.

Değere dayalı bir yönetim anlayışında bir performans ölçüsünden beklenen kısa ve uzun vadeli amaçları içermeye, sermayenin maliyetini hesaba katma, risk unsurunu içermeye gibi özellikleri sonucunda işletmenin yarattığı değeri en doğru şekilde yansıtmaktadır.

### 2.1.1. Genel Olarak Performans Ölçülerinin Sınıflandırılması

Literatürde performans ölçüleri farklı şekillerde sınıflandırılmakla birlikte, burada Knight tarafından yapılan sınıflandırma benimsenecektir. (Knight, 1998, s.198-199) Bu sınıflandırmaya göre işletmenin finansal performansını ortaya koymak amacıyla kullanılan performans ölçüleri dört ana başlıkta incelenir:

1. Gelir tabanlı ölçüler
2. Nakit tabanlı ölçüler
3. Getiri tabanlı ölçüler
4. Değer tabanlı ölçüler

Gelir tabanlı ölçüler faaliyet kârı, net kâr, kâr marjı ve pay başına gelir gibi ölçüleri içerir. Bu ölçüler işletmenin tek dönemlik faaliyetleri sonucu yarattıkları geliri ölçmeyi amaçlar. Kâra dayalı ölçülerin pek çok eksiklik taşıdığı daha önce ifade edilmişti. Artık, özellikle gelişmiş piyasalarda, hisse senedi fiyatlarının kâr rakamlarını arttırarak etkilenebileceği inancı büyük ölçüde ortadan kalkmıştır. Kâr veya gelir ölçüleri öncelikle sermayenin maliyetini göz ardı ederler. Kâr rakamlarına göre hareket etmek, net bugünkü değeri negatif bile olsa vergiden sonra borç maliyetini aşan bir getiri oranına sahip yatırımları “kârlı” etiketiyle kabul etmek anlamına gelir. (Ehrbar, 1998, s.69) Uygulamada borç maliyetini bile dikkate almayan faaliyet kârlılığı rakamlarına göre projelerin değerlendirildiği, performansın ölçüldüğü ve yöneticilerin primlendirildiği görülmektedir. Bu durum yöneticilerin, faaliyet kârı pozitif görünen ama aslında sermaye maliyetinin hatta borç maliyetinin altında getiri sağlamak suretiyle hissedarların zenginliğini aşındıran projeleri uygulamak için oldukça istekli davranmalarına yol açar.<sup>3</sup>

Yapılan akademik çalışmalar ışığında ortaya çıkan ekonomik model açıkça ortaya koymaktadır ki yatırımcılar sadece iki şeyi dikkate almaktadırlar: işletmenin ömrü boyunca sağlaması beklenen nakit akışları ve bu nakit akışlarının riski. Bu kapsamda muhasebe modeli, hisse senedi değerlemesinde açıklayıcı değildir ve nakit akışlarıyla gelirler farklı yönde hareket ettiğinde hisse senedi fiyatları nakit akışları yönünde hareket etmektedir.

Sunder (Sunder, 1973, s.18) ile Biddle ve Lindahl (Biddle ve Lindahl, 1982, 548-551) yaptıkları çalışmalarla stok değerlendirme yöntemi olarak FIFO(ilk giren ilk çıkar)’dan LIFO(son giren ilk çıkar)’ya ve LIFO’dan FIFO’ya geçen işletmelerde bu geçişler sonrasında hisse senedi fiyatlarındaki değişimi

3 Sözelimi yıllık %10 getiri beklentisiyle yapılacak 10 milyon birimlik yatırım, %20 olan sermaye maliyeti göz önüne alınmadan incelenecek olursa faaliyet karını arttırdığı gerekçesiyle kabul edilecektir. Oysa yıllık 1 milyon birimlik faaliyet karının % 20 iskonto oranı üzerinden bugünkü değeri 5 milyon birim (1 milyon / 0,2) olduğundan, sermaye maliyeti göz önüne alınarak belirlenecek net bugünkü değer -5 milyon birim olacaktır.

incelemişlerdir. Çalışmaların sonuçlarına göre FIFO'dan LIFO'ya geçen firmaların hisse senedi değerleri muhasebe yaklaşımının öngördüğünün aksine yükseliş eğilimi gösterirken, LIFO'dan FIFO'ya geçen firmaların hisse senedi değerleri ise düşüş eğilimi göstermişlerdir. FIFO'dan LIFO'ya geçiş kısa vadede kazançları azaltıcı etki yaptığı halde sağladığı vergi avantajı nedeniyle nakit akışlarını arttırmaktadır. Dolayısıyla piyasa kazançlara göre değil, nakit akışlarına göre karar vermektedir.

Sıklıkla kullanılan bir başka gelir temelli ölçü ise Hisse Başına Gelir(HBG)'dir. HBG ölçüsü de muhasebe yaklaşımının tüm eksikliklerini taşır. Stok prosedürlerini değiştirmek, üretim programlarını, faturalama uygulamalarını farklılaştırmak gibi muhasebe uygulamaları ile manipüle edilebilir. Ancak akademik araştırmalar göstermektedir ki HBG gibi muhasebe temelli bir kâr ölçüsü faaliyet marjları, sermaye maliyeti ve rekabetçi avantaj periyodu gibi değerlerin asıl kaynaklarını yansıtmamaktadır ve hisse senedi değerleriyle ilişkisi zayıftır. Credit Suisse First Boston, Goldman Sachs gibi büyük yatırım bankaları da HBG gibi muhasebe temelli ölçülerin hisse senedi değerlerini açıklamaktan uzak olduklarını, bu nedenle analizlerinde Ekonomik Katma Değer (EKD) gibi ekonomik temelli ölçüleri kullandıklarını ifade etmektedirler. (Ehrbar, 1998, s.79)

Kâr rakamlarının kullanılmasının arkasında yatan en önemli gerekçe piyasanın kısa vadeli bir perspektife sahip olduğu, bu nedenle çeyreklik kârların ya da HBG'lerin artırılmasının hisse senedi değerini arttıracığıdır. Ancak araştırmalar ne piyasanın kısa vadeli bir perspektife sahip olduğunu ne de bu ölçülerdeki artışların hisse senedi değerlerini arttırdığını doğrulamaktadır.

Finansın en güncel araştırma alanlarından biri olan davranışsal model, yatırımcıların duygu ve psikolojilerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini inceler. Goedhart, Jiang ve Koller, (Goedhart vd., 2006, s.17-20) yatırımcı duygularının kısa vadede cari kazançlar nedeniyle hisse fiyatlarını temel modelin öngördüğünün dışına çıkarabildiğini, ancak piyasanın en geç 3 yılda, şirketler bazında ise daha hızlı, bu temel bazdan sapmayı düzelttiğini ortaya koymuşlardır.<sup>4</sup>

S&P 500 endeksi için yapılan bir başka çalışmaya göre belli bir tarihten itibaren izlenen beş yıllık muhasebe kazançları, hisse senedi değeri değişimlerinin yalnızca %21'ini açıklamaktadır.(Knight, 1998, s.176) Journal of Portfolio Management editörlerinden Peter L. Bernstein'in ifadesi ile tahvil faizlerinden daha düşük oranda kâr payı ödeyen hisse senetlerinin yatırımcılardan ilgi görüyor olması, yatırımcıların kısa vadeli kazançlardan daha çok gelecekteki kazançlara odaklandığını göstermektedir.<sup>5</sup> Eğer yatırımcılar sadece kısa vadeli kazançlara odaklansalardı hisse senetlerinin hepsi aşağı yukarı aynı fiyat/kazanç oranlarından işlem görüyor olurlardı. Oysa durum bundan farklıdır.(Ehrbar, 1998, s.73)

İkinci grup performans ölçüleri nakit temelli ölçülerdir. Bunlar da gelir ölçüleri gibi tek dönemlik faaliyet sonuçlarını gösterirler. Gelir ölçülerine göre farkları ise nakit çıkışı gerektirmeyen harcamaları da içermeleridir. Bu nedenle bir işletmenin nakit pozisyonu belirlenirken amortismanlar ve ertelenmiş vergiler gibi nakit çıkışı gerektirmeyen giderler gelire eklenir.

4 Yazarların tespitine göre son yıllarda en derin sapmalar 1992'de negatif yönde, 2000'de ise pozitif yönde olmuştur. Bu sapmalar üç yıl içinde piyasa tarafından düzeltilmiştir.

5 İngiliz medya devi News Corp'un başına 2003 yılında babası Rupert Murdoch'ın yerine geçen James Murdoch tarafından açıklanan rekor seviyedeki kar ve satış rakamlarına rağmen medya grubunun gelecek ile ilgili vizyonu piyasa tarafından inandırıcı bulunmayınca hisse fiyatları çöktü. Hisse fiyatları Ağustos 2004 başı itibarıyla 1999'dan beri en düşük seviye olan 488p seviyelerine geriledi. Toplam satışların yüzde 15 artarak 3.7 milyar pounda çıkması ve faaliyet gelirinin yüzde 65 artarak 600 milyon pounda ulaşması hisselerdeki düşüşü durduramadı. (Bkz. "Murdoch'a Borsada Kumpas Suçlaması", **Sabah**, 6 Ağustos 2004)



Bilindiği gibi teorik olarak değer en doğru ölçüsü işletmenin sağlayacağı nakit akışlarının iskonto edilmiş değerleri toplamıdır. Bu nedenle stratejik yatırımları değerlemek ve sermaye bütçelemesi gibi amaçlarla kullanılması gereken en doğru ölçü İNA'dır. O halde neden değer en doğru göstergesi olan nakit akışları kullanılmayıp başka performans ölçülerine ihtiyaç duyulmaktadır sorusu akla gelebilir.

Öncelikle İNA gibi yatırımın net bugünkü değerini bulmaya yönelik teknikler belli bir noktada yatırımın değerine ilişkin tek bir rakam bulmak için kullanılırlar. Dolayısıyla dönemsel performans ölçüsü olarak kullanılamazlar. Dönemsel nakit akışlarının dönemsel performans ölçüsü olarak kullanılamamasının nedeni ise nakit akışlarının da tıpkı kazançlar gibi muhasebe temelli olması nedeniyle muhasebe uygulamalarının etkilenememeleridir. Herhangi bir yıla ait nakit akışı muhasebe uygulamaları ile bir başka yıla kaydırılabilir. Sonuçta tüm nakit akışlarının nihai değeri değişmese de, bu durum o dönemin performansı için yanıltıcı sonuçlara götürebilir. Nakit akışlarının muhasebe temelli olması nedeniyle taşıdığı bir başka eksiklik ise tıpkı gelir ölçüleri gibi sermaye maliyetini dönemsel olarak içermemesidir.

Sözgelimi gelecekte önemli miktarda nakit girişi sağlayacak bir proje için bugün yapılan sermaye harcamaları nedeniyle işletmenin mevcut serbest nakit akışları negatif olabilir. Ancak bu yatırımların uzun vadede işletmenin nakit yaratma kapasitesini önemli ölçüde artıracığı düşünüldüğünde mevcut negatif nakit akışlarını dönemsel performans ölçüsü olarak kullanmak hatalı olacaktır.<sup>6</sup> Sonuç olarak gelecekte sağlanacak nakit akışlarının bugünkü değeri işletme değerinin kesin bir göstergesi olsa da nakit akışı dönemsel performansın bir ölçüsü olarak kullanılamaz. (Ehrbar, 1998, s.141)

Üçüncü grup performans ölçüleri ise getiri temelli performans ölçüleridir. Bu ölçüler gelir ya da nakit akışı yaratmak için kullanılan kaynakların getirisini ölçerek bu ölçülere yeni bir boyut ekler (Knight, 1998, s.176). En çok kullanılan getiri ölçüleri arasında satışların getirisi, özsermayenin getirisi, varlıkların getirisi, yatırılan sermayenin getirisi gibi ölçüler sayılabilir. Bu ölçüler özünde etkin varlık ve sermaye kullanımını teşvik etmek için geliştirilmişlerdir. Bu amaçla kullanıldıklarında anlamlı sinyaller verebilirler. Ancak kesinlikle performansın kapsayıcı bir göstergesi olarak kullanılamazlar.<sup>7</sup> Öncelikle bu ölçüler de muhasebe ölçülerine dayanmaları nedeniyle benzer zayıflıkları taşırlar. Bu ölçülerin gerek payında yer alan kazanç rakamı gerekse paydasında yer alan varlıklar, özsermaye gibi rakamlar muhasebe anomalileri ile tahrif edilebileceğinden güvenilir değillerdir. Örneğin varlıkların getirisi vergi sonrası borç maliyetini aştığı sürece işletme yönetimi özsermayenin kârlılığını sadece hisse senetlerini geri satın almak ve tahvil çıkarmak suretiyle arttırabilir. Bu şekilde arttırılan bir oran doğal olarak işletmenin performansındaki bir iyileşmeden kaynaklanmamaktadır.

Benzer şekilde varlıkların kârlılığı da oldukça yanıltıcı sonuçlara götürebilir. Örneğin sermaye maliyeti %10 ve varlıkların getiri oranı %25 olan bir işletmenin yöneticisi, bu oranın altında varlık getirisi sağlayan tüm projeleri, sermaye maliyetinden fazla getiri sağlıyor ve dolayısıyla hissedar zenginliğini

6 Amerikan perakende devi Wal-Mart 70'li ve 80'li yıllardaki çarpıcı büyüme dönemi boyunca, yaptığı sermaye harcamaları nedeniyle hemen hemen her yıl negatif nakit akışına sahip olmuştur. Ne var ki Wal-Mart bu dönem sonunda sermaye maliyetinin çok üzerinde bir getiri oranıyla çalışmıştır ve hissedarlarına, negatif nakit akışına sahip olduğu bu dönemde dahi, sektöründeki en yüksek getiriyi sağlayan şirket olmuştur.

7 Gelirlerin ve getiri oranlarının performans ile zayıf hatta zaman zaman negatif yönlü ilişkisini ortaya koyan çarpıcı örnekler bulunmaktadır. General Motors, Fortune dergisinde her yıl hazırlanan ve işletmelerin çeşitli kriterlere göre sıralandığı FORTUNE500 listesine göre 1996 yılında net kar rakamına göre 5., özsermaye getirisine göre 103., 10 yıllık HBG rakamına göre ise 238. sırada yer almıştır. Aynı GM, aynı derginin hazırladığı işletmelerin yarattıkları değere göre sıralandıkları Performance1000 listesine ise zorlukla girerek listenin son sıralarında yer almıştır. GM aynı dönemde 82,9 milyon \$ yatırılmış sermayesine karşın 62,2 milyon \$ piyasa değerine sahip olarak 20,7 milyon \$ değer aşındırıştır

arttırıyor olsa bile, varlıkların getiri oranını toplamda düşüreceğinden reddedecektir. Çünkü işletmenin ve kendisinin performansı bu ölçüye göre değerlendirilmektedir. Oysa varlıkların getiri oranı %5 olan bir işletmenin yöneticisi ise bu orandan yüksek varlık getirisi sağlayan tüm projeleri, sermaye maliyetinden az kazanıyor ve dolayısıyla değer aşındırıyor olsa bile memnuniyetle kabul edecektir.(Ehrbar, 1998, s.97) Getiri ölçülerinin bir başka zayıflığı ise faaliyet kiralaması gibi bilanço dışı finansman yöntemleriyle fiktif olarak artırılabilenleridir.(Ehrbar, 1998, s.142)

Yukarıda sayılan tüm ölçüler spesifik durumlarda anlamlı olabilmektedirler. Bu nedenle yapılacak bir değer analizinde ve bir DOY sürecinde çeşitli amaçlarla kullanılabilirler. Örneğin kazanç çarpanları kazançlarla nakit akışlarının genellikle paralel olduğu düşük sermaye ile çalışan yazılım gibi sektörlerde İNA için anlamlı bir destekleyici gösterge olabilir. Ancak bir bütün olarak işletme performansını ölçmede, yukarıda bahsedilen eksiklikleri nedeniyle kullanılamazlar. Bu nedenle ekonomik temellere dayanan değer temelli ölçüler geliştirilmiştir.

Dördüncü grup performans ölçüleri olarak karşımıza çıkan değer ölçüleri, dönemsel ölçüler ya da işletmenin dönemler boyunca oluşan değerini belli bir zaman noktasında ifade eden ölçüler olabilir. Dönemsel değer ölçüleri arasında ekonomik kâr, ekonomik katma değer, hissedar katma değeri ve nakit katma değeri gibi ölçüler sayılabilir. Belli bir zaman noktasındaki değer ölçülerine örnek olarak ise piyasa değeri, net bugünkü değer ve piyasa katma değeri sayılabilir.(Ehrbar, 1998, s.194)

Daha önce de ifade edildiği gibi İNA tekniğiyle hesaplanan net bugünkü değer gibi belli bir zaman noktasında değeri ölçen ölçüler işletmenin genel performansının bir ölçüsü olsalar da dönemsel performans ölçüsü olarak kullanılamazlar. Dolayısıyla işletmenin bu ölçülerle ortaya konan genel performansını, dönemler itibariyle en doğru şekilde yansıtan içsel bir dönemsel performans ölçüsü benimsemesi gerekir.

### 2.1.2. Geleneksel Ölçülerden Modern Ölçülere Geçiş

Aslında dikkatle analiz edildiğinde yukarıda ifade edilen tüm ölçülerin birbirine paralel sonuçlar verdiği görülecektir. Bu ölçülerin birbirlerinden farkları içerdikleri bilgi miktarının farklı olmasıdır. Geleneksel ölçüler de spesifik amaçlarla kullanıldığında doğru sonuçlara götürebilirler. Ancak tüm işletme ve birim performansını ölçmek söz konusu olduğunda performans ölçüsü işletmenin performansıyla ilgili tüm bilgileri içermelidir. Değere dayalı modern performans ölçülerinin yapmaya çalıştığı şey bu geleneksel performans ölçülerini, işletmenin gerçek ekonomik performansını göstermeleri için düzenlemekten ve onlara gerekli yeni bilgileri ilave etmekten ibarettir.<sup>8</sup>

8 Örneğin *yatırılan sermayenin getiri oranı* (YSG) işletmeye yatırılan sermayenin, alternatif maliyetinin üzerinde bir getiri sağlayıp sağlamadığını ölçer. Eğer piyasa portföyünün getiri oranı %10 iken YSG oranı %15 ise işletme sermayenin alternatif maliyetinin üzerinde kazanıyor ve değer yaratıyor demektir. Ancak iki farklı birime sahip işletmenin bir biriminde daha düşük ancak gene de sermayenin alternatif maliyetinden daha yüksek bir YSG oranı söz konusu ise ve işletmenin performansı bu ölçüye göre değerlendiriliyorsa, işletme ortalama YSG oranını yükseltmek için bu birimi elden çıkarma ya da kapatma yoluna gidecektir. Oysa YSG oranıyla kullanılan sermayenin maliyetini kombine eden ekonomik kar ölçüsü ile değerlendirme yapıldığında daha düşük YSG oranına sahip birimin de, sermaye maliyetinden fazla getiri sağlaması nedeniyle işletmenin ekonomik karını, dolayısıyla yarattığı değeri arttırdığı görülecektir. Bu durumda yanlış (ya da eksik bilgi içeren) bir performans ölçüsüyle değerlendirme yapmak işletmeyi ekonomik değer yaratan bir yatırımı elden çıkarmak gibi yanlış bir karar almaya götürecektir. Dolayısıyla bir işletmenin performansını sadece YSG'ne bakarak görmeye çalışmak, bir basketbol takımının performansını maçın sonucuna ve atılan toplam sayıya bakmaksızın sadece üç sayılık atışlardaki isabet yüzdesine bakarak ölçmeye benzer. Üç sayılık atış isabet oranı önemlidir ancak nihai amaç maçı kazanmaktır. (ayrıntılı örnek için bkz. Copeland vd., 2000, s.47-51.)

Son yıllarda piyasa mekanizmasının daha sofistike ve daha kompleks bir hal alması, kurumsal yatırımcıların ve sermaye piyasalarının ağırlık kazanması, bu doğrultuda işletmeler arasında sermaye için de rekabetin artması, bilgi ekonomisi, maddi olmayan varlıklar gibi kavramların öne çıkması gibi faktörler finansal performansın en doğru ölçüsünü bulma konusundaki çabalara yoğunluk kazandırmıştır. Tüm bu gelişmeler belirgin bir şekilde ortaya çıkmadan ve hissedar değeri kültürü yerleşmeden önce işletmeler nihai amaç olarak kısa vadeli kâr ençoklamasını benimsemekteydiler. Dolayısıyla bu dönemde performans ölçüsü olarak yoğunlukla kâra veya kazançlara dayalı muhasebe tabanlı metrikler kullanıldı. Bu tür metrikler halen önemli ölçüde kullanılmakla ve bazı durumlarda halen geçerliliklerini korumakla birlikte, güvenilirlikleri çok daha yoğun bir şekilde sorgulanmaktadır.

Değerlemede, performans ölçümünde, finansal raporlamada ve finansal analizde değişimi zorunlu kılan gelişmeler, *i*.sermaye piyasalarındaki değişim, *ii*.işletmelerin dahili yapılarındaki değişim ve *iii*.geleneksel raporlama modelinin yetersizliğinin fark edilmesi ana başlıkları altında şu şekilde sıralanabilir:<sup>9</sup>

i. Sermaye Piyasalarında Değişim:

- Sermaye piyasalarında artan küreselleşme ve hissedar değeri kavramına olan ilginin büyümesi,
- Kurumsal yatırımcılar yani fon yönetimi alanında meydana gelen konsolidasyon sonucu daha büyük miktarda fonların oluşması,
- Değer yaratmak amacıyla yatırımların vadelerinin uzaması ve bunun sonucu olarak yatırımcıların daha müdahaleci hale gelmeleri,
- Teknoloji kullanımının artması ve değerlendirme modellerinin karmaşıklaşması,
- Bilgiye daha kapsamlı ve daha hızlı erişim imkanlarının ortaya çıkması.

ii. İşletmelerin Dahili Yapılarındaki Değişim:

- Hissedar değerine yönelme ile hissedar değeri ölçüleri ve nakit akışlarına olan ilginin artması,
- Tüm örgütü kapsayan uygun bir değer anlayışının desteklenmesi için değer tabanlı yönetim sistemlerinin yerleşmesi,
- Dengeli Başarım Karnesi (Balanced Scorecard) gibi ölçülerin kullanımının, hissedar değeri yaratma amacına bağlı olarak artması.

<sup>9</sup> Bkz: **ValueReporting Forecast 2002: Bringing Information Out into the Open**, (ABD: PricewaterhouseCoopers, 2001)



### iii. Geleneksel Raporlama Modelinin Yetersizliğinin Fark Edilmesi:

- Piyasa geleceğe bakarken geleneksel raporlamanın tamamen geçmişe odaklanması,
- Bilgilerin çok geç yayınlanması,
- Piyasaların, finansal raporlarda verilen bilgilerin çok daha fazlasını talep etmeye başlaması,
- Artan küreselleşmenin uluslararası yatırım toplumunun beklentileri doğrultusunda daha fazla açıklık ve şeffaflık gerektirmesi.

Geleneksel muhasebe rakamları ve bu rakamlara dayalı performans ölçülerinin geçerliliği özellikle yarım yüzyıldır sürekli kritik edilmekle birlikte, son dönemde ortaya çıkan yukarıdaki gelişmeler bu sürece hız kazandırmıştır. Bu gelişmelerden önce piyasa kısa vadeli muhasebe göstergelerine ağırlık vermekte ve yatırımlara net kâr, HBG gibi kısa vadeli ve yöneticilerce manipüle edilebilecek ölçülere göre yön vermektedir. Bunun sonucu olarak da yöneticiler net kâr ya da pay başına kazancı artırmanın bir yolunu bulmaları halinde hisse fiyatının artacağı, işletme stratejisinin aslında bir ekonomik değer yaratıp yaratmadığının önemli olmadığı düşüncesiyle karar alıyorlardı. Bu ise etkin olmayan kaynak tahsislerine yol açıyordu.

Değer kültürünün yerleşmesi ile birlikte bu ölçülerin taşıdığı eksikliklerin daha net bir şekilde fark edilmesine yol açan çalışmalar yapılmaya başlandı. Yapılan akademik çalışmalar sonucu ortaya çıkan ampirik bulgular yeni ölçülerin de yolunu açtı. Bu çalışmalar sonucu ortaya çıkan ampirik bulgulara göre: (Hall ve Brummer, 1999, s.3.; Copeland vd., 2000, s.35, 74)

- Hisse senedi fiyat performansı muhasebe kazançlarına değil nakit akışlarına bağlıdır.
- Ekonomik bir ölçü kullanıldığında kısa ve uzun dönemli stratejiler arasında denge kurmak kolaylaşmaktadır.
- Ekonomik bir ölçü kullanıldığında işletmedeki değer kaynakları daha iyi anlaşılacaktır.
- Değerdeki değişim mevcut performanstan çok beklentilere bağlıdır.
- Piyasa muhasebe kazançlarının yapay niteliğini görmekte ve ekonomik sonuçlara odaklanmaktadır.
- Piyasa sadece kısa vadeli sonuçlarla ilgilenmemekte, uzun vadeli sonuçlara da büyük önem vermektedir.

Bu noktada muhasebe yaklaşımının ve ekonomik yaklaşımının kazançlara ve nakit akışlarına bakışlarındaki farklılıkları kısaca tekrar ortaya koymak faydalı olabilir. Genel anlamıyla kâr kavramı gelirlerle maliyet arasındaki farkı ifade eder. Ancak muhasebe bakış açısından kâr, ekonomik bakış açısından kâra eşit değildir. Bu fark maliyet ve getiri kavramlarına bakıştaki temel farklılıktan kaynaklanmaktadır.



Muhasebe, ürünlerin satışından elde edilen hasıllardan ürünün üretim ve satışı için yapılan masrafları düşerek kâr bulur. Elde edilen kâr ortaklara dağıtılabileceği gibi yeni yatırımlar için de kullanılabilir. Dolayısıyla muhasebe ortaklardan elde edilen sermayenin herhangi bir maliyeti olmadığını varsayar. Ancak ekonomik bakış açısı bu yönetsel bakıştan daha geniştir. Alternatif maliyet kavramı nedeniyle ekonomik bakış açısıyla maliyet ortaklardan elde edilen sermayeye sağlanması gereken bir getiriyi de içerir. Ekonomik bakış açısına göre ortaklara belirli bir getiri sağlanmazsa ortaklar fonlarını farklı alanlarda değerlendirebilirler. Dolayısıyla muhasebeye göre ortaklara ödeme kârdan yapılırken, ekonomiye göre ortaklara ödeme yapıldıktan sonra kâr elde edilir.(Recklies, 2001, s.1-2.) Muhasebe modeli bilanço ve gelir tablosuna dayalı iken ekonomik model sadece uzun vadeli nakit kaynakları ve kullanımlarını göz önüne alır.

Finans fonksiyonunu bir değer kaynağı haline getirmek için atılacak en önemli adımlardan birisi onu geleneksel muhasebe modelinden ayırmaktır. Bu, performansın nasıl ölçüleceğine ilişkin farklı bir düşünce tarzını gerektirir. Finansal yönetimde asıl amaç kazançları değil değeri arttırmaktır. Değer yaratma konusunda bu dönüşümü sağlamak için muhasebenin neden değer yaratmanın aksine çalıştığını anlamak önemlidir.

Değer kavramı ile kastedilen işletmenin piyasa değeridir. Piyasa değeri işletmenin yaşamı süresince sağlaması beklenen nakit akışlarına bağlı olarak belirlenir. Geleneksel muhasebeden kaynaklanan sorun tüm odağın kazançlar, özellikle kazançların miktarı üzerine olmasıdır. Değerlemede önem kazanan kazançların kalitesidir. Örneğin kazançları nakit akışı sağlayıp sağlamadığına bakılmaksızın kabul etmek oldukça sık yapılan bir uygulamadır. Benzer şekilde nakit çıkışı gerektiren harcamaların gelecekte ekonomik fayda sağlayabileceği muhasebede göz ardı edilir. (Evans, 1999, s.2) Sözelimi arge, reklam, tanıtım ve halkla ilişkiler faaliyetleri, insan sermayesinin eğitimi gibi uzun vadeli nakit akışı ve değer yaratıcı aktiviteler, gelirleri azaltıcı masraflar olarak görünürler. Oysa bu tür yatırımların uzun vadeli değer yaratma potansiyeli sağlayacağı açıktır.

Akademik çalışmalarda ekonomik model lehindeki pek çok ampirik bulguya ve pratikte ekonomik modelin başarısını ortaya koyan pek çok örneğe karşın pek çok yönetici, değerlemeci ve yatırımcı halen muhasebe tabanlı yaklaşımları kullanmaktadır. Bunun en önemli nedenleri şunlardır:

- Kazançlara olan bağımlılık veya saplantı,
- Kısa vadeli bakış açısına sahip olmak ya da piyasanın kısa vadeli bakış açısına sahip olduğuna olan inanç,
- Basitlik,
- Ekonomik modelin, sermaye maliyetini hesaplama gibi belli miktarda çaba isteyen gerekliliklerinden kaçınmak,
- Kazançlarla değerın zaman zaman paralel hareket etmesi,
- Kötü ekonomik performansı, makyajlanan muhasebe performansı ile gizlemek.

Bu gerekçelere karşılık yapılan çalışmalar piyasanın uzun vadeli perspektife sahip olduğu, hisse senetlerinin kazançlara göre değil nakit akışlarına göre değerlendirildiği gibi önermeleri desteklemektedir. Yapılan çalışmalar gelişmiş piyasaların yanı sıra gelişen piyasalarda da ekonomik tabanlı ölçülerin kullanımının gün geçtikçe ağırlık kazandığını ortaya koymaktadır. Düşük hatta negatif kazanç rakamlarına rağmen piyasanın geleceğine ilişkin olumlu beklentileri nedeniyle önemli piyasa değerlerine ulaşmış pek çok işletme bu durumun en tipik örneklerini ortaya koymaktadır. Alanın önde gelen araştırmacıları Copeland, Koller ve Murrin'e göre yatırım dünyasındaki anlayış değişikliği cesaret vericidir ancak halen gidilecek uzun bir yol vardır. (Copeland vd., 2000, s.74)

Geleneksel yöntemlerin halen kullanılmasının yukarıda sayılan ve kuramsal temeli bulunmayan gerekçeleri yanında önemli ve ayrıca ifade edilmesi gereken bir nedeni daha bulunmaktadır. Aslında çoğu profesyonel menkul kıymet analisti ve portföy yöneticisi hiçbir zaman ham muhasebe verilerine göre hareket etmemektedirler.<sup>10</sup> En iyi analistler ve portföy yöneticileri ham kazançlarla değil uygun bir şekilde düzeltilmiş ve tahrifattan arındırılmış kazançlarla ilgilenirler. Analistler her zaman, adına ekonomik kâr ya da EKD demeseler de muhasebe kazançlarını ekonomik kazançlara dönüştüren formel olmayan yöntemler kullanmışlardır.(Ehrbar, 1998, s.78-79) Bu nedenle piyasanın muhasebe kazançlarını dönüştüren, formel olmayan, içsel bir dinamiğe sahip olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Hisse senedi değerlerinin muhasebe kazançları değil ekonomik kazançlar doğrultusunda hareket etmesinin altında yatan sebep de budur. Dolayısıyla, sonradan kendi amaçları doğrultusunda şekillendirmek amacıyla olsa da, piyasanın geleneksel ölçülere ve finansal tablolara olan ilgisi devam etmektedir.

Türkiye'de yapılan çalışmalarda da, ABD'deki kadar olmasa da değer tabanlı ekonomik ölçülerin hisse senedi fiyatlarını açıklama gücünün geleneksel ölçülere göre arttığı görülmektedir.<sup>11</sup>

Söylenenler ışığında muhasebe ölçülerinin ekonomik değer ölçülerine göre taşıdığı eksiklikler şu şekilde sıralanabilir:

- Muhasebe kazançları nakit akışlarına eşit değildir,
- Muhasebe rakamları riski göstermez,
- Muhasebe rakamları özsermaye için bir alternatif maliyet içermez,
- Muhasebe uygulamaları ülkeden ülkeye, işletmeden işletmeye değişir,

10 Dünyanın en büyük yatırım bankalarından birisi olan Berskhire Hathaway'in sahibi Warren Buffet, en sevdiği hobilerinden birinin yıllık faaliyet raporlarını inceleyip muhasebe hilelerini keşfetmek olduğunu söylemektedir.

11 Bkz. G. Yıldız, "Hisse Senedi Yatırım Kriterleri ve Alternatif Olarak MVA/EVA Değişim Oranı", (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 1999); Y. Ergincan, "EVA ve MVA: İMKB'deki Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Ekonometrik Bir Analiz", (Yayımlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2001); H. Kara, "Katma Değer Yaratmaya Dayalı Finansal Performans Ölçütü Olarak EVA(Economic Value Added): İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama" (Yayımlanmamış Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2002); A.O. Gürbüz ve Y. Ergincan, "EVA ve Net Kar", **Öneri-Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:6 Sayı:21, Ocak 2004, s.33-42.; M. Ertuğrul, "Değer Tabanlı Yönetim: Finansal Performans Ölçülerinin İMKB'de Test Edilmesi" (Yayımlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 2005)

- Muhasebe rakamları paranın zaman değerini göz önüne almaz,
- Muhasebe rakamları, farklı muhasebe uygulamaları ile değiştirilebilir.

Tüm bu nedenler, finansal performans ölçümünde daha doğru sonuçlar verecek ekonomik değer tabanlı ölçülerin kullanımını zorunlu kılmaktadır.

### 3. MODERN DEĞER TABANLI PERFORMANS ÖLÇÜM TEKNİKLERİ

Bir işletmenin değer yaratması yatırımlarından, bu yatırımları yapmak için kullandığı sermayenin maliyetinden daha yüksek getiri elde etmesine bağlıdır. Dolayısıyla yaratılan değeri belirleyen unsur yaratılan nakit akışları ve bu nakit akışlarını iskonto etmek için kullanılan ve yatırımcıların işletme hakkındaki risk yargılarını yansıtan iskonto oranı, yani sermaye maliyetidir. İşletmenin ekonomik performansının doğru bir şekilde ölçülmesi, kullanılan ölçülerin işletmenin yarattığı gerçek nakit akışlarını, bu nakit akışlarının büyüme potansiyelini ve riskliliğini yansıtmaya bağlıdır.

Ne var ki net kâr, pay başına kazanç, varlıkların getirisi, özsermayenin getirisi gibi geleneksel ölçülerde işgörenlerin primlendirilmeleri, kazançlarda veya satışlarda öngörülen artışlara ulaşmalarına ya da öngörülen artışları aşmalarına bağlıdır. Ancak yapılan çalışmalar açıkça ortaya koymaktadır ki salt bu rakamlardaki büyüme üzerine dayalı stratejiler çoğu zaman işletmeleri değer aşındırıcı kararlar almaya itmekte ve literatürde *principal-agent problem* olarak ifade edilen hissedarlarla yöneticilerin çıkarlarının çatışması sorununu doğurmaktadır.<sup>12</sup> Değer tabanlı ölçüler bu sakıncaları ortadan kaldırmaktadır. Çünkü bu ölçüler tüm sermayenin maliyetini göz önüne alarak sağlanacak nakit akışlarının riskliliğini içerirler ve çalışanların primlendirilmelerini hissedar zenginliğinin artışına bağlarlar.

#### 3.1. Piyasa Katma Değeri

Piyasa Katma Değeri (PKD) ya da orijinal haliyle Market Value Added (MVA), ABD'li yönetim danışmanlık firması Stern Stewart & Co. tarafından geliştirilmiş uzun vadeli bir performans ölçüsüdür. PKD'de amaç işletmenin belli bir miktar sermayeyle ne miktarda değer yarattığını belirlemektir. Daha önce ifade edildiği gibi işletme değerini belli bir noktada hesaplamayı amaçlayan PKD gibi ölçüler işletmenin dönemsel performansını ölçmek amacıyla kullanılamazlar; ancak, işletmenin yarattığı değer en doğru ölçüleri de piyasa değeri, PKD ve İNA ile hesaplanmış net bugünkü değer gibi ölçülerdir.

PKD'nin geliştirilmesinin ve önerilmesinin arkasında yatan sebep ham piyasa değeri ya da toplam hissedar getirisi (THG)<sup>13</sup> gibi ölçülerin eksiklikleridir. Herhangi bir işletme için diğer şeyler sabitken hisse senedi fiyat artışı ve ödenen kâr paylarından oluşan THG'nin yüksek olması düşük olmasından daha iyidir. Ancak THG aslında bir işletmenin bir başkasından daha iyi performansa sahip olduğunu göstermez. Bunun sebebi bir işletmenin beklenen getiri oranı ya da sermaye maliyetinin işletmenin risk düzeyi ile birlikte yükselmesidir. Yatırımcılar daha yüksek riskli bir endüstride faaliyet gösteren bir işletmeden daha yüksek getiri bekleyeceklerdir. Bunun ötesinde özsermaye yatırımcılarının (hissedarların) bekledikleri getiri oranı işletmenin kaldıraç derecesi yükseldikçe de yükselecektir. Risk düzeylerindeki bu farklılıklar nedeniyle daha düşük bir THG düzeyine sahip bir işletmenin daha yüksek

<sup>12</sup> Örnekler için bkz. Koller ve Peacock, s.92; Young ve O'Byrne, s.45-47; Knight, s.203-206;

<sup>13</sup> THG, veri bir dönemde hisse senedi değerindeki yüzde artışla, başlangıç değerinin yüzdesi olarak ödenen karpayı oranının toplamını ifade eder.

bir THG'ye sahip olan bir başka işletmeden daha iyi performans gösterdiğini söylemek mümkün olabilecektir. Hangi işletmenin daha iyi performans gösterdiğine karar verebilmek için her işletmenin iş riski ve kaldıraç derecesi doğrultusunda “riske göre düzeltilmiş getiri” rakamlarına bakmak gereklidir.

Piyasa değeri de tek başına işletmenin yarattığı değeri ifade edemez. Piyasa değeri işletmenin değerini gösterir ancak yaratılan değeri ortaya koymada hayati olan, bu değere ulaşmak için işletmenin ne tutarda sermaye yatırdığı bilgisini içermez. Yaratılan değeri işletmenin piyasa değeri değil, piyasa değeri ile yatırımcıların işletmeye koydukları sermayenin farkı gösterir. Eğer işletmeye yatırılan bir birimlik sermaye, tam sermaye maliyeti (beklenen getiri) düzeyinde getiri sağlarsa işletme bir birim değer arttırmış olur ancak değer yaratmış olmaz. Pozitif fakat sermaye maliyetinin altında bir getiri sağlarsa piyasa değeri artar ama işletme, hissedarların zenginliğini arttırmamış, aksine aşındırmış olur. Böylesi bir işletme bu şekilde ne kadar büyürse o kadar değer aşındıracaktır. Sermaye ancak sermaye maliyetinin üzerinde getiri sağlarsa değer yaratılmış olur.<sup>14</sup>

PKD, piyasa değeri ve THG'nin gösteremediği işletmenin yarattığı gerçek değeri göstermesi amacıyla ortaya konmuş bir performans ölçüsüdür. PKD şu şekilde formüle edilebilir:

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

Bir başka ifadeyle PKD işletmenin hisse senedi fiyatı ile temsil edilen piyasa değeri ile sermayenin ya da ekonomik defter değerinin farkıdır. Bu bağlamda PKD daha açık bir şekilde formüle edilebilir:

$$\text{PKD} = (\text{Borçların Piyasa Değeri} + \text{Özsermayenin Piyasa Değeri}) - \text{Toplam Düzeltilmiş Sermaye (Ekonomik Defter Değeri)}^{15}$$

Borçların piyasa değerinin elde edilmesi gelişmiş ekonomilerde dahi her zaman mümkün olmamaktadır. Çünkü işletmenin borçlarının (tahvil ve finansman bonolarının) piyasada işlem görüyor olması gerekmektedir ve bu konuda yeterli veri seti yoktur. Bu nedenle bazı işletmeler sadece özsermaye üzerinde dururlar. Türkiye düşünüldüğünde de özel kesim tahvil ve finansman bonusu ihraç ederek fon temin etme olanağına pratikte sahip bulunmamaktadır. Kaldı ki yatırımlarını tamamen özsermayeyle finanse eden bir işletme için piyasa değeri, özsermayenin piyasa değerinden ibaret olacaktır. Dolayısıyla Türkiye'deki işletmeler için de, ya borç maliyeti olarak kredi maliyetlerinin esas alınması ya da özsermayenin piyasa değerinin dikkate alınması gerekmektedir.

14 Bilgisayar donanım şirketleri Dell ve Digital 1996 yılı sonunda birbirine yakın piyasa değerlerine sahiptiler. Ne var ki Dell dikkat çekici bir değer yaratıcısı iken Digital açık şekilde değer aşındırıyordu. Dell 418 milyon \$ sermaye ile 8.7 milyar \$ piyasa değerine kavuşmuş; yani yaklaşık 8,3 milyar \$ değer yaratmıştı. Öte yandan Digital 8.1 milyar \$ piyasa değeri üretmek için yaklaşık 12 milyar \$ yatırmış; dolayısıyla sermayedarlarının zenginliklerini 3.9 milyar \$ aşındırmıştı. Digital Haziran 1998'de Compaq tarafından ele geçirildi.

15 Toplam düzeltilmiş sermaye, faaliyet (net varlıklar) ya da finans (borç + özsermaye) şeklinde iki farklı yaklaşımla hesaplanabilir. İki yaklaşım aynı sonuca farklı yollarla ulaşmaktadır. Toplam düzeltilmiş sermayenin her iki yaklaşımla hesaplanmasına ilişkin örnek için bkz: (Evans, 1999, s.20)



Ekonomik defter değeri işletmeye yatırılan tüm nakit ya da bağlanan tüm kaynakları gösterir ve muhasebe defter değerinden oldukça farklıdır. Örneğin ar-ge gibi gelecekte işletmeye ekstra nakit girişi sağlaması beklentisiyle yapılan yatırımlar muhasebede yapıldıkları yılda tamamı masraf olarak kaydedilerek kapatılır. Oysa ekonomik yaklaşıma göre ar-ge harcamaları sermaye yatırımı olarak kabul edilir. Dolayısıyla sermayeye eklenerek bilançoda yer alırlar ve zaman içinde amortize edilirler. Gelecekte işletmenin nakit akışı yaratma kapasitesine olumlu etki yapacak tüm harcamalar bu şekilde sermaye yatırımı olarak kabul edilmelidir.<sup>16</sup> Çünkü PKD bir zaman noktasında işletmenin geçmişteki ve planlanan tüm yatırım projelerinin net bugünkü değerine ilişkin piyasanın yargısı olarak kabul edilebilir.(Wong, 1999, s.5)

Stern Stewart & Co. danışmanlık şirketine göre PKD değer yaratmanın kesin ölçüsüdür. PKD diğer ölçülerin tamamından iyidir. Çünkü işletmeye giren ve çıkan nakdin, bir başka deyişle yatırımcıların bugünkü fiyattan hisselerini satmakla elde edecekleri tutarla işletmeye koydukları tutar arasındaki farkı ifade eder. Dolayısıyla PKD, bir işletmenin yarattığı ya da aşındırdığı hissedar zenginliğinin toplam miktarıdır. PKD aynı zamanda en iyi dışsal performans ölçüsüdür. Çünkü işletmenin yöneticilerinin kontrolleri altındaki kıt kaynakları ne kadar verimli kullandıklarına, yani yönetimin kalitesine ilişkin piyasanın yargısını yansıtır. PKD, yönetimin işletmeyi uzun vadeli perspektifle ne duruma getirdiğini de gösterir. Çünkü piyasa değeri işletmenin uzun dönemde sağlaması beklenen nakit girişlerinin bugünkü değerini ifade eder. Dolayısıyla işletmelerin nihai amacı mümkün olduğunca yüksek PKD, yani hissedar zenginliği yaratmak olmalıdır. Ayrıca PKD'nin THG'den farkı otomatik olarak "riske göre düzeltilmiş" olmasıdır. Çünkü işletmelerin piyasa değeri hem performans hem de risk hakkındaki yatırımcı yargılarını birleştirir. Bu, PKD'nin farklı endüstriler hatta farklı ülkelerdeki işletmelerin performansını karşılaştırmada kullanılabilir bir ölçü olduğu anlamına gelmektedir.(Ehrbar, 1998, s.44-45) Daha açık bir ifadeyle PKD, içsel performans ölçüleri için referans teşkil eden dışsal bir ölçü olmanın yanında işletmeler arasında piyasa performansını karşılaştırmada da kullanılabilir. Ancak karşılaştırılabilir bir PKD'ye sahip olmak için, yaratılmış değeri mutlak rakamlar yerine oransal olarak ifade eden standartlaştırılmış bir PKD'ye ihtiyaç vardır. Standartlaştırılmış PKD, PKD'deki değişimin dönem başındaki düzeltilmiş toplam sermayeye (borçların piyasa değeri verisi mevcut değilse düzeltilmiş özsermaye değerine) bölünmesi ile bulunur:(Evans, 1999, s.8)

$$\text{Standartlaştırılmış PKD} = \text{Cari Dönem PKD Değişimi} / \text{Dönem Başı Düzeltilmiş Toplam Sermaye}$$

Buna karşın PKD'nin işletmenin piyasa değerine bağlı olması üç sonuç doğurmaktadır. İlki halka açık olmayan işletmelerin piyasa değerleri piyasa tarafından an be an belirleniyor olmadığından, bu işletmeler için kullanımı kısıtlıdır. İkinci olarak PKD'nin piyasa değerine bağlı olması aynı zamanda piyasa değerinin maruz olduğu dalgalanmalara maruz olması anlamına gelmektedir. İşletmenin hisse senedi fiyatları faiz oranları, genel ekonomik koşullar ve enflasyon gibi makro etkenlerce etkilenebilir. Dolayısıyla fiyat ve değer kavramlarının kuramsal farklılıklarına atıfta bulunmak suretiyle söylenebilir ki hisse senedi fiyatları sadece işletmenin gerçek değerine dayalı olarak değişmez.

<sup>16</sup> Örneğin bir EKD işletmesi olan Eli Lilly'nin 1996 sonunda muhasebe defter değeri 6 milyar \$, ekonomik defter değeri, yani düzeltilmiş sermayesi 13,1 milyar \$'dı. 2,1 milyar \$ civarındaki fark önceki yılda yapılan ar-ge yatırımının kapitalize edilmiş değerini ifade etmekteydi. 4 milyar \$'lık bir başka kısım ise daha önceden amortize edilmiş şerhiye idi. Sonuç olarak sermaye, "muhasebeciler finansal ekonomist olsalardı defter değeri ne olurdu?" sorusunun cevabıdır. (Ehrbar, s.46-47)

Dolayısıyla PKD işletmenin içsel performans ölçüsü olarak kullanılamaz. Her ne kadar PKD'yi etkileyen en önemli faktör yönetimin başarısı olsa da, yöneticilerin PKD'ye bağlı olarak primlendirilmesi, kendi tasarrufları altında olmayan faiz oranı gibi bir makro etkene bağlı olarak değişen piyasa değeri nedeniyle hak etmedikleri halde cezalandırılmaları veya ödüllendirilmeleri sonucunu doğurabilir. Bu nedenle Stern Stewart danışmanlık şirketi dışsal performans ölçüsü olarak PKD'yi ve içsel performans ölçüsü olarak EKD'yi eşzamanlı geliştirmiştir. Sonuç olarak yöneticiler PKD'yi izlemeli ama PKD ile uzun dönemde paralellik gösteren bir içsel performans ölçüsüne odaklanmalıdır.

PKD'nin piyasa değerine bağlı olması nedeniyle ortaya çıkan üçüncü sonuç ise bu ölçünün alt düzeylerde performans yönetimi ve motivasyon aracı olarak kullanılamamasıdır. Çünkü bir bütün olarak işletmenin değeri piyasada oluşsa da, işletmenin alt birimlerine ilişkin ayrı ayrı hisse senedi fiyatı yani piyasa değeri verisi elde etmek mümkün değildir. Bu nedenle içsel performans ölçüsü olarak kullanılacak bir ölçünün şu özellikleri taşıması gerekir; (Young ve O'Byren, 2001 , s.34)

- i. Bölümler düzeyinde hesaplanabilmesi,
- ii. Belirli bir zaman noktasına ilişkin bir ölçü yani bir stok ölçüsü değil bir akım ölçüsü olması, yani dönemsel performansı yansıtması,
- iii. Yaratılan hissedar zenginliği ile yakın ilişkili olması gerekmektedir.

Ekonomik Katma Değer (EKD), Nakit Katma Değeri (NKD) ve Yatırımlar Üzerinden Nakit Akışı Getirisi (YÜNAG) gibi ölçüler bu amaçla geliştirilmişlerdir. Stern Stewart'ın öne sürdüğü ve geniş kabul gören kanaate göre EKD'yi ençoklamak hissedar zenginliğini ençoklamak anlamına gelmektedir.

### 3.2. Ekonomik Katma Değer

Stern Stewart & Co. tarafından geliştirilen EKD performans ölçüsü, değer anlayışının yerleşmesi ile birlikte geleneksel muhasebeden ve geleneksel muhasebe ölçülerinden kaynaklanan eksiklikler karşısında, bu ölçülere alternatif olarak geliştirilen, özellikle 1990'lardan sonra sayıları hızla artan modern değer tabanlı ekonomik performans ölçüleri içinde en geniş kabul görmüş, gerek akademik gerek uygulama tarafında en çok tartışılan ve en çok kullanılan performans ölçüsüdür. Stewart'a göre EKD, finansal yönetim, değerlendirme, stratejik karar alma, güdüleyici primlendirme ile işletme içi ve dışı iletişim için entegre bir çatıdır.(Stewart, 2000, s.2)

#### 3.2.1. Ekonomik Katma Değer'in Kuramsal Temeli

Bir performans ölçüsü olarak EKD aslında 200 yıldan fazla bir süredir ekonomistlerin artık getiri ve ekonomik kâr adı altında kullandıkları araçlardan birisi olagelmiştir. 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 borç hem de özsermaye için yapılan sermaye harcamaları

olduğu unutulmamalıdır.

Ekonomik kâr kavramı ise ilk olarak Alfred Marshall tarafından 1890'da yayımladığı *Ekonominin Temelleri* adlı kitapta kullanılmaktadır. (Marshall, 1890) Marshall 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 önemli ölçüde farklıdır. Ekonomistlere göre bir işletme; hem işletmeyi çalıştırmak için gerekli üretim ve faaliyet giderlerini, hem de hissedarların yatırdığı sermayeye normal düzeyde bir getiriye karşılamaadığı sürece kârlı sayılamaz.

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 NBD'ye 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>17</sup> ve ünlü yönetim gurusu Peter F. Drucker'a<sup>18</sup> (1995) göre EKD, yeni çağın en önemli finansal gelişmelerinden birisidir.

### 3.2.2. Ekonomik Katma Değer'in Tanımı ve Formülasyonu

Muhasebe bakış açısıyla EKD, işletmenin Vergiden Sonraki Net Faaliyet Geliri (VSNFG) ile sermayenin birim maliyetinin farkı olarak tanımlanır.<sup>19</sup> Sonuç olarak EKD işletme kârlılığının Faiz ve Vergi Öncesi Gelir (FVÖG), Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Gelir (FVAÖG), net kâr ve hatta VSNFG gibi muhasebe tabanlı ölçülerinden farklıdır. Çünkü EKD işletmenin tüm sermayesinin maliyetini içerir. Bu analitik fark işletme sahipleri için önemlidir. Çünkü EKD ölçüsü, hissedarların beklemedikleri getiri oranı ile gösterilen özsermayenin dolaylı maliyetinin ve borcun doğrudan maliyetinin bakiyesidir. (Grant, 1996, s.4-5) Bu bağlamda EKD aşağıdaki şekilde formüle edilir:

$$EKD = VSNFG - (Sermaye \times AOSM)$$

17 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.

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

19 Bu durumda EKD hesaplamasında muhasebe yaklaşımı, geleneksel muhasebenin gelir tablosu ve bilançosuna, bunların dipnotlarına ve Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (FVFM)'de kullanılan 'beta katsayısı' gibi gerekli ek bilgilere dayalıdır.



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 faaliyet geliri, sermaye ve sermaye maliyetinin tam ve doğru olarak nasıl hesaplanacağına ilişkin bazı kararlar almayı ve düzeltmeler yapmayı gerektirir.

VSNFG, yatırılan sermaye üzerinden elde edilen artık getiriyi ifade etmektedir. VSNFG, net kârın aksine faiz giderleri ve diğer finansman giderlerini kapsamaz. Çünkü faaliyet performansı ile finansal performansı ayırmak için kullanılan bir ölçüdür.(O'Byrne, 1999, s.18) VSNFG'nin üç bileşeni satışlar, FVAÖG marjları ve nakit vergilerdir. Sermaye ise net çalışma sermayesi, net sabit varlıklar, şerefiye ve diğer tüm faaliyet varlıklarının toplamını ifade eder. Dolayısıyla EKD faaliyet kârının sermaye maliyetlerini aşan kısmı olarak ifade edilebilir.

Buradan hareketle EKD formülü şu şekilde yazılabilir:

$$\text{EKD} = \text{Satışlar} - (\text{Faaliyet maliyetleri} + \text{Sermaye maliyetleri})$$

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>20</sup> Bu ifadeleri aşağıdaki şekilde formüle etmek PKD ile EKD arasındaki bilinen değer tabanlı ilişkiyi ortaya koyacaktır:(Grant, 1996, s.5)

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

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

olduğundan

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

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 vd., 2000, s.144)

<sup>20</sup> Bu durumda EKD hesaplamasında finansal yaklaşım, PKD, gerçek değer ve hisse senedi fiyatını belirlemeyi amaçlayan bir iskonto lama ya da bugünkü değer sürecine dayalıdır.



Görüldüğü gibi EKD ölçüsü ekonomik kâr veya artık getiri nosyonlarının bir formudur. EKD'nin özgünlüğü ise daha önce de değinilen VSNFG, Sermaye ve sermaye maliyeti rakamlarında yapılan düzeltmelerdir.<sup>21</sup>

### 3.2.3. Dünyada ve Türkiye'de EKD Uygulamaları

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>22</sup>

En tipik örnek Coca Cola'dır. 1983 yılı itibariyle 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 gelindiğinde Coca Cola dünyanın bir numaralı değer yaratıcısı oldu. 1996 yılı sonuna kadar Coca Cola hissedarlarını 125 milyar \$ zenginleştirmişti.<sup>23</sup>

EKD'yi kullanan diğer işletmeler arasında Eli Lilly, Monsanto, Briggs & Stratton ve Herman Miller gibi büyük ABD şirketleri sayılabilir. Bu işletmelerin tümü değer yaratma performanslarıyla tüm piyasa ve kendi endüstrilerinin çok üzerinde bir başarı elde etmişlerdir. (Ehrbar, 1998, s.4)

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 basınında 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.

<sup>21</sup>Stern Stewart, 160'ın üzerinde potansiyel düzeltme tanımlamakta, ancak uygulamada bir şirket için yapılan düzeltmelerin 15'i nadiren aştığını belirtmektedir. EKD düzeltmeleri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Stewart III, G.Bennett. **The Quest for Value** (New York: Harper Collins, 1991)

<sup>22</sup>Stern Stewart'ın en az iki yıllık hisse senedi fiyat verisine sahip 66 halka açık müşterisi üzerinde yaptığı analize göre Stern Stewart gözetiminde EKD sistemi kuran işletmeler yakın piyasa kapitalizasyonuna sahip rakipleri ile karşılaştırıldığında % 49; tamamen Stern Stewart'ın primlendirme mimarisini benimseyen işletmeler ise % 84 daha fazla değer yaratmışlardır. ([www.eva.com/evaabout/eva\\_works.php](http://www.eva.com/evaabout/eva_works.php), 10.08.2004)

<sup>23</sup>Goizueta 1995'de şu beyanatı 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."

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, s.4-5)

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 yayınlamaktadır. Türkiye'de EKD'yi uygulayan işletmeler arasında Koç Holding<sup>24</sup>, Garanti Bankası<sup>25</sup>, Kordsa, Oyak Renault, Tofaş, Arzum Mutfak Gereçleri sayılabilir.

Tablo 1., gelişmekte olan bir piyasa olarak Arjantin'de 2002 itibarıyla EKD kullanımını ortaya koymaktadır.

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

	İşletmeler	Finansal Danışmanlar ve Portföy Yöneticileri	Banka ve Sigortalar
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, 2002, s.91.

Görüldüğü üzere EKD gelişmiş ekonomilerde daha yoğun olmak üzere tüm dünyada kullanım alanı bulan yaygın bir ölçüdür.

24 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."

25 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 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/garanti\\_bankasi\\_insan\\_kaynaklari\\_politikalar/ucretlendirme\\_politikasi\\_ve\\_prim\\_sistemi.html](http://www.garanti.com.tr/ana_sayfa/insan_kaynaklari/garanti_bankasi_insan_kaynaklari_politikalar/ucretlendirme_politikasi_ve_prim_sistemi.html) (Erişim Tarihi: 20.07.2008)



Buna karşın EKD henüz bir standart haline gelmiş değildir ve EKD üzerine tartışmalar, eleştiriler devam etmekte, EKD'ye üstünlük iddiasındaki alternatif yeni ölçülerin geliştirilmesine devam edilmektedir.<sup>26</sup>

EKD'nin uygulanabilirliğinin ölçüsü elbette piyasada yaratılan değeri açıklama gücü olacaktır. Ertuğrul (2005) tarafından yapılan çalışmaya göre EKD, İMKB'nin zayıf etkin ya da etkin olmayan yapısına karşın, anlamlı ve yüksek bir açıklayıcılık gücüne sahiptir. En yüksek açıklayıcılık gücüne sahip iki ölçü net kâr ve EKD'dir ve bu iki ölçünün açıklayıcılık güçleri birbirine çok yakındır.

### 3.3. Diğer Değer Tabanlı Performans Ölçüleri

Değer anlayışının yerleşmesi ile işletmenin yarattığı gerçek değeri ölçme ihtiyacı, bu unsuru en iyi ölçen içsel performans ölçüsünü bulma arayışlarına da hız kazandırmıştır. Yukarıda açıklanan EKD, bu kapsamda en geniş kabul gören, en çok kullanılan ve Türkiye'de de uygulaması olan bir ölçüdür. Buna karşın farklı danışmanlık firmaları EKD'ye yöneltilen eleştiriler doğrultusunda yaratılan değeri daha doğru ölçtüğü iddiasıyla farklı ölçüler geliştirmişlerdir. EKD'ye alternatif teşkil eden bu ölçüler içerisinde en yaygın kullanılanlar Yatırımlar Üzerinden Nakit Akışı Getirisi -YÜNAG (Cash Flow Return on Investments-CFROI) ve Nakit Katma Değeri - NKD (Cash Value Added-CVA)'dir. ABD ve diğer gelişmiş ekonomilerde uygulamaları bulunan bu ölçülerin Türkiye'de uygulaması bulunmamaktadır. Bu nedenle bu ölçülerin kuramsal temelleri yaklaşım farklarının görülmesi açısından belli ölçüde açıklanacaktır.

EKD'ye alternatif olarak geliştirilen, ancak gelişmiş ekonomilerde de şu aşamada kayda değer uygulaması olmayan başka ölçüler de vardır. Bu ölçüler arasında Gerçek Aktif Değeri Arttırıcı (Real Asset Value Enhancer-RAVE)<sup>27</sup> ve Saflaştırılmış Ekonomik Katma Değer (Refined Economic Value Added-REVA)<sup>28</sup> ölçüleri örnek olarak sayılabilir.

#### 3.3.1. Yatırımlar Üzerinden Nakit Akışı Getirisi

YÜNAG, batıda “ölçü savaşları” olarak nitelenen süreçte EKD'nin en zorlu rakibi olarak kabul edilmektedir. YÜNAG, A.B.D.'li danışmanlık firması HOLT Value Associates tarafından geliştirilmiştir ve yaygın olarak bir başka danışmanlık firması olan Boston Consulting Group tarafından kullanılmaktadır.

YÜNAG tek başına ne piyasa değerinin ne de yatırımcı getirisinin bir göstergesidir. YÜNAG taraftarlarına göre piyasa değerinin doğru ölçüsü iskonto edilmiş gelecekteki nakit akışları; yatırımcı getirisinin doğru ölçüsü ise THG'dir.<sup>29</sup> EKD taraftarları da piyasa değerinin gelecekteki nakit akışları tarafından belirlendiğine inanmaktadırlar.

26 Gelişmiş ve gelişen piyasalar açısından EKD'ye yöneltilen eleştiriler ve EKD taraftarlarınınca verilen cevaplar ışığında yapılan geniş bir değerlendirme için bkz. Ertuğrul, (2005, s. 174-178.)

27 Bkz. Rainer Strack ve Ulrich Villis, “RAVE: Integrated Value Management for Customer, Human, Supplier and Invested Capital”, *European Management Journal*, Cilt.20, Sayı.2, 147-158, (Nisan 2002)

28 Bkz. Jeffrey M. Bacidore, v.d., “The Search for the Best Financial Performance Measure” *Financial Analysts Journal*, (Mayıs-Haziran 1997), 11-20.

29 Bu nedenle YÜNAG kullanıcıları bağımlı değişken olarak PKD yerine THG'ni kullanırlar

Ancak YÜNAG kullanıcıları hem işletme düzeyinde hem de birimler düzeyinde kendi yaklaşımlarının nakit akışlarını daha doğru öngördüğünü öne sürmektedirler.(Young ve O'Byrne, 2001, s.381-382)

Adından da anlaşılacağı üzere YÜNAG bir getiri oranıdır ve bu nedenle EKD gibi parasal olarak ifade edilmez. YÜNAG, işletmenin yatırımcılarına dağıtılabilir, vergiden sonraki ve enflasyona göre düzeltilmiş nakit akışları ile bu yatırımcılar tarafından yapılmış enflasyona göre düzeltilmiş brüt nakit yatırımları karşılaştırır.

Hesaplama işletmenin amorti edilebilir varlıklarının ekonomik ömürleri ve değerlendirme periyodunun sonunda amorti edilmeyen toprak gibi varlıklarına dayalı olan artık değeri göz önünde bulundurulur. Bu durumda YÜNAG formülü şu şekilde ifade edilebilir:(Evans, 1999, s.14)

$$\text{YÜNAG} = \text{Enflasyona Göre Düzeltilmiş Nakit Girişleri} / \text{Enflasyona Göre Düzeltilmiş Nakit Çıkışları}$$

YÜNAG her yıl yapılan brüt yatırımları satın alma gücü değişiklikleri ölçüsünde arttırarak enflasyona göre düzeltir. Varlıkların ekonomik ömürleri, brüt yatırımlar amortisman masraflarına bölünerek tahmin edilir. Nakit akışları brüt nakit akışlarından ya da net kârdan başlayarak ve faiz masraflarını geri eklemek<sup>30</sup> gibi pek çok düzeltme yaparak belirlenir. Kapitalize edilmeyen varlıklar YÜNAG'ı daha doğru hesaplayabilmek için kapitalize edilen varlıklardan ayrılır. YÜNAG da EKD gibi nakit girişleri ve nakit çıkışlarını belirlerken muhasebe sorunlarını gidermek için düzeltmeler yapar. Net nakit girişlerine ve net nakit çıkışlarına ulaşırken yapılan düzeltmelere aşağıdaki örnekler verilebilir: (Evans, 1999, s.14-15)

Net Kâr

+ Kira Harcamaları (Faaliyet Kiralaması) - FIFO Kârları + Faiz Harcamaları...

Varlıkların Defter Değeri

+ Toplam Amortisman + Faaliyet Kiralaması Varlıkları- Net Ertelenmiş Vergi Varlıkları...

Görüldüğü gibi YÜNAG hesaplaması EKD'ye göre daha karmaşıktır. YÜNAG hesaplamasının taşıdığı en önemli özgün nitelikler şunlardır: (Young ve O'Byrne, 2001, s.383)

- YÜNAG, iç getiri oranıyla aynı şekilde hesaplanır ancak aynı şekilde yorumlanamaz.
- YÜNAG nakit akışlarına dayalıdır ve bu nedenle geleneksel muhasebenin etkilerini gidermede EKD'den daha ileri gider.
- YÜNAG, nominal getiri oranını değil, enflasyona göre düzeltilmiş yani reel getiri oranını ifade eder.

30 Net kar hesaplanırken özsermaye maliyeti göz ardı edildiğinden ve hesaplamada tüm sermayenin maliyeti kullanılacağından faiz masrafları geri eklenir.



YÜNAG normalde yıllık olarak hesaplanır ve işletmenin sermaye maliyetinin üzerinde kazanıp kazanmadığı, dolayısıyla hissedarlarına değer yaratıp yaratmadığını belirlemek için enflasyona göre düzeltilmiş sermaye maliyeti oranı ile karşılaştırılır. Bu açıdan bakıldığında EKD ile benzerlik göstermektedir. Her iki yaklaşıma göre de yönetim, yatırılan sermayeye sermaye maliyetinin üzerinde getiri sağladığında değer yaratır. (Young ve O'Byrne, 2001, s.383)

YÜNAG, YSG gibi yatırımcıların getirisini oransal olarak ölçer ancak amorti edilmeyen varlıkların artık değeri gibi unsurları da göz önüne alarak daha hassas bir ölçü sunar. Ne var ki YÜNAG hesaplaması oldukça karmaşıktır ve finans dışı yöneticilerce anlaşılması güçtür. Bu nedenle Copeland, Koller ve Murrin ancak aşağıdaki durumlarda söz konusu olabilecek büyük bir fark oluşması durumunda YSG yerine YÜNAG'ın kullanılmasını önermektedirler: (Copeland vd., 2000, s.183)

- Uzun (ortalama 15 yılın üzerinde) ömürlü sabit varlıklara sahip işletmelerde,
- Çalışma sermayesine göre sabit sermayesi çok büyük olan işletmelerde,
- Sabit varlıkları çok yeni ya da çok eski olan işletmelerde,
- Büyük sermaye harcamaları gerektiren bir iş modeline sahip işletmelerde.

YÜNAG değer tabanlı bir ölçü olarak EKD'ye göre ve bir getiri oranı olarak YSG'ye karşı tamamen nakit tabanlı olması, enflasyona göre düzeltme yapması ve amortize edilmeyen varlıkların artık değerlerini dikkate alması gibi açılardan üstünlük taşısa da bazı eksiklikleri de bulunmaktadır. Öncelikle hesaplanması ve birim yönetici ve çalışanlarınca anlaşılması oldukça zordur. İkinci olarak, işletmenin yarattığı ya da aşındırdığı toplam değer hakkında değil getiri oranı hakkında fikir verir. Son olarak, İç Getiri Oranı gibi YÜNAG da aynı net bugünkü değere sahip ancak nakit akışlarının zamanlamaları ve miktarları farklı olan iki proje arasındaki farkı gözden geçirir. (Evans,1999, s.17)

### 3.3.2. Nakit Katma Değeri

NKD, İsveç'li danışmanlık firması Fredrik Weissenrieder Consulting tarafından geliştirilen değer tabanlı performans ölçüsüdür. Ölçünün geliştirilmesindeki gerekçe işletmelerin proje değerlemesinde genellikle İNA'yı kullanmalarına karşın proje hayata geçtiğinde projenin performansını izlemek için geleneksel muhasebe ölçülerinin kullanılmasıdır. Oysa piyasalar projeleri ya da işletmeleri değerlerken her aşamada gerçekleşen ve tahmini nakit akışlarını kullanır. NKD savunucuları yukarıda açıklanan performans ölçülerinin tarihi getirilerle gelecekteki yatırımların nakit akışına dayalı değerlemesi arasındaki bağlantıyı yeterince kuramadığını ve modelin bu işlevi yerine getirdiğini öne sürmektedirler. (Ottoson ve Weissenrieder, 1996)

NKD, EKD'nin en önemli özelliklerinden birisi olan sermaye maliyetini içermesi özelliğini de taşıyan ve nakit akışlarına, düzeltilmiş EKD'den daha yakın bir kâr rakamı hesaplamayı amaçlayan bir artık getiri yaklaşımıdır. EKD ile NKD arasındaki temel farklılık birincisinin amortismanına göre netleştirilmesi ikincisinin ise netleştirilmemesidir. Bu nedenle NKD savunucularına göre NKD'nin en önemli üstünlüğü amortisman yaklaşımlarından etkilenmemesidir. (Young ve O'Byrne, 2001, s.439-440)

NKD, NBD hesaplamasını dönemlere yansıtan ve yatırımları stratejik ve stratejik olmayanlar olarak iki kategoriye ayıran bir NBD modelidir. Stratejik yatırımlar, genişleme yatırımları gibi doğrudan

hissedarlara yeni zenginlik yaratmak amacıyla yapılan yatırımlar olurken, stratejik olmayan yatırımlar stratejik yatırımların yarattığı değeri sürdürülebilir kılmak için yapılan yatırımlardır. Yeni bir ürüne ya da yeni bir pazara yapılan bir stratejik yatırım çok sayıda stratejik olmayan yatırım tarafından izlenir. Bir nakit çıkışının yatırım olup olmadığına bakan geleneksel yaklaşım yerine NKD’de değer yaratan herhangi bir nakit çıkışı stratejik yatırım olarak kabul edilir. Stratejik yatırımlar NKD’de sermaye tabanını oluştururlar çünkü hissedarların finansal beklentileri işletmenin masa ve sandalyelerinden değil girişimlerinden türemelidir. Oysa muhasebenin sermaye tabanı maddi olmayan varlıklara yapılan stratejik yatırımları göz ardı eder.(Weissenrieder , 1997, s.5)

NKD sadece, nakit çıkışı gerektirmeyen harcamalar için düzeltilmiş FVAÖG, çalışma sermayesi hareketleri ve stratejik olmayan yatırımlar gibi nakit unsurları içerir. Bu üç unsurun toplamı Faaliyet Nakit Akışı (FNA)’nı verir. Yani FNA stratejik yatırımlardan önce, stratejik olmayan yatırımlardan sonraki nakit akışını verir. Bu durumda FNA şu şekilde formüle edilebilir.

$$FNA = [\text{Satışlar} - \text{Satışların Maliyeti (FVAÖG)}] +/- \text{Çalışma Sermayesi Değişikliği} - \text{Stratejik Olmayan Yatırımlar.}$$

FNA, Faaliyet Nakit Akışı Talebi (FNAT) ile karşılaştırılır. FNAT, yatırımcıların işletmenin stratejik yatırımlarından finansal beklentilerini, yani sermaye maliyetini ifade eder. Yatırımcılar için sermayenin alternatif maliyeti yüzde terimler yerine nakit terimleriyle ifade edilir. FNA ile FNAT arasındaki fark NKD’yi verir. Dolayısıyla NKD belirli bir dönemde yaratılan nakit akışının, yatırımcıların o döneme ilişkin beklentilerinin üstünde mi altında mı gerçekleştiğinin doğru bir göstergesidir. İşletmenin NKD’si her bir stratejik yatırımın NKD’sinin toplamıdır. NKD şu şekilde formüle edilebilir: (Ottoson ve Weissenrieder, 2003, s.5-6)

$$NKD = \sum D(FNA_{1...n}) - YATIRIMLAR = \sum D(FNA_{1...n}) - \sum D(FNAT_{1...n})$$

$$= \left[ \frac{FNA_1}{(1+r)} + \dots + \frac{FNA_n}{(1+r)^n} \right] - \left[ \frac{FNAT_1}{(1+r)} + \dots + \frac{FNAT_n}{(1+r)^n} \right]$$

NKD hissedarların bakış açısıyla yaratılan değeri gösterdiği iddiasındadır. Yaratılan bu değer NKD Endeksi ile daha net gösterilebilir. NKD endeksi NKD modeline bir başka boyut kazandırır. NKD endeksi ile farklı işletmelerin ve birimlerin kârlılıkları finans teorisine uygun şekilde daha kolay karşılaştırılabilir. NKD Endeksi ise FNA’nın FNAT’a bölünmesi ile bulunur. (Ottoson ve Weissenrieder, 2003, s.6)

$$NKDEndeksi = \frac{\left[ \frac{FNA_1}{(1+r)} + \dots + \frac{FNA_n}{(1+r)^n} \right]}{\left[ \frac{FNAT_1}{(1+r)} + \dots + \frac{FNAT_n}{(1+r)^n} \right]}$$

NKD Endeksi satışlara göre belirlenen dört marjla da ifade edilebilir:(Weissenrieder ,1997, s.5)

$$NKD \text{ Endeksi} = [Faaliyet Kâr Marjı - Çalışma Sermayesi Değişikliği Marjı - Stratejik Olmayan Yatırımlar Marjı ] / FNAT Marjı$$

Bu marjlar satışlarla birlikte NKD'nin beş temel değer yaratıcısını oluştururlar. Bu unsurları içeren NKD formülü şu şekilde yazılabilir:

$$NKD = Satışlar \times [(FVAÖG / Satışlar) - (Çalışma Sermayesi Değişikliği / Satışlar) - (Stratejik Olmayan Yatırımlar / Satışlar) - (FNAT / Satışlar)]$$

Görüldüğü gibi NKD hesaplaması da oldukça kolaydır; ancak EKD'ye göre biraz daha tekniktir ve belli ölçüde finans bilgisi gerektirmektedir. Ancak NKD de EKD'de olduğu gibi bazı düzeltmeler gerektirmektedir. Düzeltmelerin mantığı EKD'deki gibidir. Örneğin Ar-Ge harcamaları gelecekte ekonomik fayda sağlayacakları beklentisiyle yapıldıklarından EKD'de olduğu gibi kapitalize edilmelidir.

NKD hesaplamasında gözden kaçırılmaması gereken önemli bir nokta da AOSM'nin borç maliyetini de içerdiğidir. Eğer FNA faiz ödemelerini içeriyorsa bu faiz ödemesi nihai FNA rakamına ulaşmak için göz ardı edilmelidir. Aksi halde, borç servisi maliyetleri için bir kez nakit akışları hesaplamasında bir kez de sermaye maliyeti hesaplamasında olmak üzere çifte kayıt yapılmış olur. Ayrıca unutulmamalıdır ki NKD uygulaması da danışmanların bakış açısına ve işletmenin spesifik özelliklerine göre yapılması muhtemel daha pek çok düzeltme içerebilir. (Evans,1999, s.18) Örneğin YÜNAG tekniğini kullanan Boston Consulting Group firması da YÜNAG'ın değişik bir versiyonu olarak kullandıkları ve NKD olarak adlandırdıkları bir tekniğe sahiptir.

Young ve O'Byrne'a göre NKD savunucularının iddiaları abartılıdır. Öncelikle EKD'de birimlerin farklı varlık tabanları ve farklı amortisman nedeniyle farklı düzeylerde EKD'ye sahip olacakları inancı, daha önce de ifade edildiği gibi işletme EKD'nin eğilimine odaklanıp buna göre performansı ödüllendirdiği sürece önemli bir sakınca doğurmayacaktır. Kaldı ki dönemsel EKD'de bile ekonomik amortisman yaklaşımı bu sorunu ortadan kaldırmaktadır.

Yazarlara göre NKD'nin temel zayıflığı ise işletme değerinin nakite dayalı olduğu, dolayısıyla performans ölçüsünün de nakit akışlarına dayalı olması gerektiği savıdır. Nakit elbette değerlemenin



temelidir ancak sadece gelecekte beklenen tüm nakit akışlarının iskonto edilmesi söz konusu olduğunda anlam kazanmaktadır. Daha önce açıklanan gerekçelerle dönemsel performans ölçümü amacıyla nakit akışlarının kullanımı hatalı sonuçlara götürebilmektedir. (Young ve O'Byrne, 2001, s.441-442)

#### **4. SONUÇ ve ÖNERİLER**

Ekonomi ve iş dünyasında “gelecek” ve “en iyi” hareket halindedir. Geçmişin sarsılmaz sanılan uygulama, süreç ve iş modelleri bugün geçerliliklerini yitirmişlerdir. Ekonomist Joseph Schumpeter bu etkiyi “yaratıcı yıkımın bitmeyen fırtınası (the perennial gale of creative destruction)” olarak nitelendirmiştir. Özellikle finans, ekonominin belki de en dinamik dalını oluşturur. Son 50 yılda finansal ekonomi alanında meydana gelen gelişmeler, alanı neredeyse baştan aşağı değiştirmiştir. Bu etkinin aynı ölçüde işletme finansmanına da yansımaları kaçınılmazdır. Bu gelişmelerin belki en önemlilerinden birisi işletmelerin nihai amacının yeniden tanımlanması olmalıdır. Hissedar değeri anlayışı ile yerleşen ve değeri, dolayısıyla muhasebe performansını değil, gerçek ekonomik performansı odağa almayı ifade eden Değer Odaklı Yönetim, bu sürecin ürünüdür. Bu felsefe bugün gelişmiş ekonomilerde, özellikle Anglo-Sakson ekonomilerinde hakim durumdadır. Finansal Ekonomi kuramında ve bunlar ile etkileşim sonucu, gelişmiş piyasaların uygulama tarafında meydana gelen gelişmelerin, er ya da geç gelişen ekonomileri de etkilemeyeceğini söylemek, finansın hızla küreselleştiği bir çağda, pek ussal bir tahmin olmasa gerektir. Bu nedenle DOY, Türkiye açısından araştırılması ve tartışılması gereken bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır.

DOY, köklü bir anlayış ve uygulama değişimini gerekli kılar. Bunların en önemlisi de işletmenin finansal performansa bakış açısında meydana gelecek değişikliktir. Çünkü daha önce finansal performansı doğru bir şekilde yansıttığı düşünülen ölçülere, büyük ölçüde yüz çevirmeyi gerektirebilir, ki bunun kolay kabullenilir bir değişim olmadığını bilmek gerekir. DOY'un temelinde yatan hissedar perspektifine göre işletmenin finansal performansının tek ölçüsü hissedarlar için yarattığı değerdir. Bir işletme değer yaratıyorsa başarılı, yaratmıyorsa başarısızdır. Dolayısıyla işletme içsel finansal performansını, yaratılan değeri en iyi açıklayan ölçülerle ölçmelidir. Geleneksel muhasebe ölçülerinin ise, yaratılan değerle bağları oldukça zayıftır. Çünkü geleneksel muhasebe ölçülerinin işletmenin gerçek finansal performansından farklı bir resim çizmesine neden olan pek çok zayıflıkları vardır. Her şeyden önce kolaylıkla manipüle edilebilirler, üzerlerinde oynanabilir ve daha da önemlisi, paydaşlar arasında, özellikle profesyonel yöneticiler ile hissedarlar arasında çıkar çatışmasına yol açarlar. O halde performansı bunlarla ölçmek ve yöneticileri bu ölçülere dayalı olarak primlendirmek, işletmeyi değer aşındırıcı bir yola sokar.

Oysa Muhasebe ölçülerinin zayıflıklarından ve manipülasyondan arındırılmış hali olan gerçek ekonomik ölçüler, yaratılan değer ile sıkıca ilişkilidir ve geleneksel ölçülerin sakıncalarını büyük ölçüde ortadan kaldırırlar.

Bununla birlikte finansal ekonominin bu alanı, gelişme aşamasındaki bir alandır. Literatürde ölçüler savaşı (metrics war) olarak nitelenen süreç devam etmektedir. Bu süreçte, gerçek ekonomik performansı ölçtüğü iddiasıyla sürekli yeni ölçüler gündeme gelmektedir. Şu aşamada EKD, değer tabanlı ölçülerin en geniş kabul görenidir. Ölçü, pek çok saygın isim, medya organı, analist ve işletme tarafından kabul görmüş ve kullanılmaktadır. Bunların arasında Fortune dergisi, Coca-Cola ve Peter F. Drucker da bulunmaktadır.



Konu geliştirmekte olan piyasalar açısından değerlendirildiğinde ortaya şöyle bir tablo çıkmaktadır: Yeni ölçüler, özellikle EKD gelişen piyasalarda da kullanım alanı bulmaktadır. Bununla birlikte, uygulamaların büyük ölçüde konunun felsefi ve kuramsal kökenleri yeterince anlaşılmadan yapıldığı izlenmektedir. Bu yüzden bu çalışmada, yeni ölçülerin kuramsal ve felsefi kökenleri ayrıntılandırılmıştır. EKD gibi ölçüler, değere odaklı, uzun vadeli perspektife sahip yönetim anlayışının ürünleridir. Bu anlayış anlaşılmadan ve yerleşmeden bu ve benzeri ölçüler, muhasebe rakamlarından teorik olarak daha gerçek performans rakamları vermek gibi bazı faydalar sağlasalar da, istenen amacı tam olarak gerçekleştirmezler.

Ülkemiz açısından düşünüldüğünde, İMKB'nin yeterli finansal etkinliğe sahip olmadığı, hissedar değeri perspektifinin henüz ülkemizin gündemine yeterince gelmediği, finansal performansa bakışın halen büyük ölçüde muhasebe tabanlı ve kısa vadeli olduğu görülmektedir. Ancak, küreselleşme ve AB adaylık süreci gibi etkenlerin hızlandırıcı etkileri ile, Kurumsal Yönetim ve Basel II gibi küresel standartların etkileri düşünüldüğünde, Türkiye'nin de düşük verimlilik ve rekabet gücü, paydaşlar arası çıkar çatışması gibi sonuçları ortaya çıkaran bu bakış açısından, gelişmiş ekonomilerde baskınlığını son 30 yıldır artırarak sürdüren hissedar değeri perspektifine geçiş sürecinin dışında kalması beklenemez. Bu nedenle konu, özellikle kuramsal ve felsefi kökenleri göz ardı edilmeden, yani yaygınlaşan bir uygulamayı kopyalama kolaycılığına kaçmadan, iyi anlaşılabilir olarak tartışılmalıdır.

Çalışmalar, EKD gibi ölçülerin gelişen piyasalarda da kullanıldıklarını ve zaman zaman önemli açıklayıcılık gücüne sahip olduklarını göstermektedir. Türkiye için yapılan çalışmalar da EKD'nin yaratılan değeri açıklama gücünün yüksek olduğunu göstermektedir. Yukarıda belirtilen ülke şartlarına rağmen yüksek açıklayıcılık gücüne sahip olması, ölçünün önümüzdeki dönemde dikkatle izlenmesi gereken bir ölçü olduğunu düşündürmektedir.

Sonuç olarak DOY, hissedar değeri perspektifi ve değer tabanlı performans ölçülerinin Türkiye açısından gittikçe önemi artacak konular olması kaçınılmazdır. Diğer gelişen piyasalar ve Türkiye'de de, henüz yoğun bir şekilde gündeme yerleşmiş olmasa da, hissedar perspektifi ve muhasebe performansından ziyade gerçek ekonomik performansa dayalı yeni ölçülerin kullanımının gün geçtikçe yaygınlaştığı görülmektedir. Ülkemizde bu eğilimin izleri, özellikle büyük ve kurumsallaşmış şirketlerin faaliyet raporlarında ve bazı finansal analiz raporlarında görülebilmektedir. Bu bağlamda, bu konulara ilişkin kuramsal ve uygulamalı çalışmalar ile tartışmaların devam etmesi, bu çalışma ile bugüne kadar ki kuramsal ortamın ortaya konduğu konuya ilişkin gelişmelerin izlenmesi, ampirik ve kuramsal çalışmaların yapılması büyük önem taşımaktadır.

---

**KAYNAKÇA**

- Biddle, G. ve Lindahl, F., (1982).** “Stock Price Reactions to LIFO Adoptions: The Association Between Excess Returns and LIFO Tax Savings”, *Journal of Accounting Research*, 53, 548-551.
- Bruner, R.F. (2007).** *Case Studies in Finance*, McGraw-Hill: ABD
- Bughin, J., Copeland, T.E. (1997).** “The Virtuous Cycle of Shareholder Value Creation”, *The McKinsey Quarterly*, 2, 156-167
- Copeland, T.. (1994).** “Why Value Value?”, *The McKinsey Quarterly*, 4, 97-109.
- Copeland, T., Koller, T., ve Murrin, J. (2000).** *Valuation*, J.Wiley:ABD
- 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*, John Wiley&Sons: ABD
- Ertuğrul, M., (2005).** Değer Tabanlı Yönetim: Finansal Performans Ölçülerinin İMKB’de Test Edilmesi (Yayımlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü)
- Fisher, I., The Theory of Investment (1965).** *Augustus M. Kelley Publishers*: New York (1930 tarihli orijinalinin yeniden basımı)
- Goedhart, M.H., Jiang, B., Koller, T. (2006).** *The Irrational Component of Your Stock Price*, *McKinsey on Finance*, Yaz(20), 17-20
- Grant, J.L. (1996).** “Foundations of EVA for Investment Managers”, *Journal of Portfolio Management*, Sonbahar, 41-47.
- Grant, J.L. (2003).** *Foundations of Economic Value Added*, Wiley:ABD
- Hall, J.H. ve Brummer, L.M., (1999).** “The Relationship Between The Market Value of a Company and Internal Performance Measurements”, *6th Annual Conference, Multinational Finance Society*, University of Pretoria, Güney Afrika, Temmuz, 7-10.
- 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
- Lazonick, W., ve O’Sullivan, M. (2000).** “Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance”, *Economy and Society*, 29(1), 13-35
- Marshall, A. (1890).** *Principles of Economics*, MacMillan & Co.: New York
- 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.
- Ottoson, E. ve Weissenrieder, F. (1996).** “CVA – A Framework for Value Based Management“, *Ekonomi&Styrning*, 5
- Pereiro, L.E. (2002).** *Valuation of Companies in Emerging Markets*, John Wiley & Sons: ABD
- Stewart, G.B. (1991).** *The Quest for Value*, New York: Harper Collins
- Sunder, S., (1973).** “The Relationship Between Accounting Changes and Stock Prices: Problems of Measurement and Some Empirical Evidence” *Empirical Research in Accounting: Selected Studies*,18
- Young, S. David ve O’Byrne, S.F. (2001).** *EVA and Value-based Management*, ABD: McGraw-Hill, \_\_\_\_\_, (2001), *ValueReporting Forecast 2002: Bringing Information Out into the Open*, PricewaterhouseCoopers Publishing: ABD

## İNTERNET KAYNAKLARI

- Evans, M.H. (1999).** “Creating Value Through Financial Management” (Erişim tarihi 1.8.2008)  
([www.exinfm.com/training/course08.doc](http://www.exinfm.com/training/course08.doc))
- Recklies, D., (2001).** “The Concept of Profit in Accounting and Economics”, (Erişim tarihi 20.7.2008)  
([www.themanager.org/pdf/profit.pdf](http://www.themanager.org/pdf/profit.pdf))
- Stewart, G.B., (2000).** “Using EVA for Performance Measurement and Financial Management in the New Economy”, (Erişim tarihi 20.7.2008)  
(<http://jobfunctions.bnet.com/abstract.aspx?docid=86004>)
- Weissenrieder, F. (1997).** “Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value FWC AB Study, 1997(3) (SSRN’ın şu adresinden temin edilebilir: <http://ssrn.com/abstract=156288>, Erişim Tarihi 21.7.2008)
- Wong, E. (1999).** “A Survey Study on EVA Effectiveness in Canadian Organizations”, University of Waterloo, Working Paper, (Erişim tarihi 31.7.2008),  
([www.arts.uwaterloo.ca/ACCT/projects/1999/etswong/](http://www.arts.uwaterloo.ca/ACCT/projects/1999/etswong/))