

# EKONOMİK KATMA DEĞER

## Economic Value Added (EVA) \*

\* Dr. Thomas Vettiger ve Prof. Dr. Rudolf Volkart'a ait "Economic Value Added (EVA)" adlı, 16.08.2002 tarihli bu makale [www.isb.unizh.ch](http://www.isb.unizh.ch) web sitesinden alınarak çevrilmiştir.

**Çeviri: Doç. Dr. Doğan ARGUN\***

### 1. Değer Odaklı İşletme Yönetiminin Çerçevesi

**H**isse değeri (Shareholder Value) kavramı geçmişte önemli yanlış anlamalara neden olmuştur. Tartışmaların merkezinde özellikle karar alma açısından önem arz eden ve zamanla farklılaşan görüşler ile, işletme yönetiminin gerçekteki faaliyetlerine dayalı kuramsal ana yaklaşımın karşını yer almaktaydı. İşletme yönetiminde değer yaratmaya ilişkin bu karşıt görüşler çerçevesinde bugün bir konsensüs doğmuş olup ve buna göre değer odaklı yönetim çerçevesinde işlem- sel ve stratejik kararların alınmasındaki esas; bu kararların tüm ilgili işletme gruplarının (müş- teriler, çalışanlar vs.) ihtiyaçları dikkate alınarak, hissedarlar lehine uzun vadeli işletme değe- ri artışına ya da uzun vadeli artı değer kazanımı- na göre alınması şeklinde belirmiştir.

Bundan, aşırı bir kârın kısa vadede edini- mi değil, öz sermayenin uzun vadeli, riski karşı- layabilecek bir artış oranına endekslenmesi an- laşılmalıdır. Hisse değeri yaratımı klasik olarak hisse piyasasında endeks artışları veya temettü dağıtımıyla gerçekleşir. Uygulamada, satılan ye- ni pay alma haklarından (rüçhan hakkı), borsada açıklanan bedelsiz opsiyonlardan veya sermaye geri ödemelerinden doğan satış bedellerinin an- lamı artmaktadır.

Stratejik faaliyet alternatifleri ve işlemsel kararların değer katkıları yönünden şeffaflaşı- bilmesi ve işletme yönetimi açısından yatırımcı taleplerine uygun hareket edilebilmesi için bu tür araçların uygulanması kurumsallaştırılma- dır.

### 2. Analitik Değer Saptama

Değişik görgül deneyler geçmişte, işlet-

\* Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Muhasebe-Finansman Ana Bilim Dalı Öğretim Üyesi.

me değerinin ölçülebilirliğinin değerlendirilmesinde özellikle tic sebepten dolayı sadece finansal muhasebenin geleneksel verilerine dayanamayacağını ortaya koymuş olup dönem sonu bilançosunun şekillendirilmesine etki eden, birçok yasal düzenlemeye dayalı uygulama, raporlanan kâr ve işletme değeri arasında önemli ilişki ve oransızlıklar olduğunu ortaya çıkarmaktadır.

- Bir işletmenin değeri bilançoda yer alan dönem kârına bakılarak ortaya konamaz, tam tersine daha çok yatırımcının gelecekte beklenen, değerlendirme zamanına indirgenen gelirlerine dayanır. Böylece paranın zaman değerine ve uzun vadeli geleceğe uygun olarak sorumluluk alınmış olur.
- Finansal muhasebe yoluyla gösterilen işletme kârı, öz sermaye maliyetlerini ve böylece hissedarların riske uygun kâr beklentilerini ve alacaklarını göz önüne almamaktadır.

Buradan, bir döneme ilişkin kâr maksimizasyonunun işletme değeri artışıyla bir tutulmayacağı sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda, **Hisse Değerinin** hesaplanması için kullanılan yöntemlerin, belirli özelliklere sahip olması gerekmekte olup; bu özellikler şunlardır:

- Sonuçların, işletmenin pazar değeri ile yüksek ilişki düzeyi. Bu özellik çerçevesinde bir gelecek ve risk ilgisi bağlantılı olmaları,
- Hem hisse senetleri borsada kote edilmiş şirketler ve bunların iş alanları, hem de borsada hisse senetleri işlem görmeyen işletmeler için kullanılabilir olmaları,
- Stratejik ve işlemsel planlama, performans ölçümü ve yatırımcılar ile iletişim için idari araç olarak kullanılabilir olmaları.

Değer odaklı işletme yönetimi, prensipte

belirli bir değerlendirme sürecine bağlı değilse de, tanımlanan talepler doğrultusunda özellikle İndirgenmiş Nakit Akışı (**Discounted Cash Flow, DCF**) ve **Ekonomik Katma Değer yöntemleri** yaklaşım için uygundur.

Dinamik yatırım hesaplamasına dayanan *DCF süreci* **Hisse Değerinin** gelecekte beklenen Serbest Nakit Akış'ları (**Free Cash Flow**); yatırımcılar lehine riske uygun sermaye maliyetleriyle (WACC) indirgeyerek elde eder. Bu nakit değer fazlasının anlamı, akılcı planlama senaryolarının oluşturulmasıyla geleceğe yönelik makul **Serbest Nakit Akışı** değerlerinin kazanılmasıdır. DCF yönteminin kuramsal açıdan kutsalsuz ana yaklaşımı – işlemlere ilişkin değerlendirmeler yanında (işletme satışları ve alımları) -Değer Bazlı Yönetim (**Value Based Management**) çerçevesinde özellikle uzun vadeli işletme planlamasına uygundur. Böylece stratejik düzenlemenin, işletme düzeyinde artı değer kazanıma temel anlayışını izlemesi sağlanır. DCF yöntemi işletme değeri planlaması için mükemmel şekilde uygulanabilirken, entegre yönetim aracı olarak kullanımı sınırlıdır.

Bu sebeple, ancak **İndirgenmiş Nakit Akışı** yöntemi temel fikrine sıkı sıkıya bağlı olarak, **Ekonomik Katma Değer (EVA®)**, hem döneme ilişkin bir performans ölçümü, hem de geleceğe yönelik bir değerlendirmeyi mümkün kılan bir yaklaşım olarak geliştirilmiştir. Bu entegre yönetim aracında işletme hedefleri, finans planlaması, performans ölçümü ve özellikle harici iletişim faaliyetleri düzenlenebilir. Aşırı kazanç sağlama sürecine sıkı bir şekilde bağlı olarak EVA, bir işletmenin elde ettiği başarının, sadece işletme masraflarını değil, ayrıca yatırılan sermaye için oluşan masrafları karşılamasının ya da aşmasının ne ölçüde mümkün olduğunu ölçmektedir (formül 1.1). Döneme ilişkin performans değerlendirmesinde negatif bir EVA değeri bir değer kaybı anlamına gelirken, pozitif bir EVA değeri şirketin değerinin arttığı anlamı

na gelir. Prensipite yeni olmayan bu hesaplama tekniği, mevcut yöntemlere karşın, veri malzemesi kesin işletme konuları açısından işlendiğinde bir iyileştirmeye karşı karşıyadır. Bunun için; geleneksel finansal muhasebe verileri, dört ana kademedeki ekonomik değerlere dönüş-türülmelidirler:

- İşletmeye ait olan ve olmayan gelir ve sermaye unsurlarının sınırlandırılması,
- Tüm finansman kaynaklarının ele alınması,
- Gerçek vergi yükünün hesaplanması,
- Hissedarın risk görüşüne uyum.

Seçilen raporlama standardı ve esas faaliyet konusuna dayanarak gerçekleştirilecek ayrıntılı uyum çalışmaları işletmeden işletmeye

farklılık gösterebilirler. Buradan da **Ekonomik Katma Değer**'in tek tip bir standart olmadığı, daha çok bireylere göre uyumlaştırılabilme özelliğine sahip bir performans ve değerlendirme aracı olduğu ortaya çıkmaktadır.

Gelecekteki EVA değerleri ile Piyasa Katma Değeri'nin (**Market Value Added, MVA**) kalanının iskonto edilmesi ile de (formül 1.2) EVA yaklaşımı uygulanabilir. Şirket değeri, başlangıçtaki **Yatırım Sermayesi ve Piyasa Katma Değeri** toplamından oluşur (formül 1.3). Böylece teorik olarak bir borsa kapitalizasyonunu ya da bir teorik hisse değerini gösterir ki, bunun sonucunda gelecekteki döneme ilişkin EVA'ların maksimizasyonu, **hissedarlık değerini** ortaya koyar.

#### Döneme ilişkin performans ölçümü

$$EVA = NOPAT - \text{Yatırım Sermayesi (Invested Capital)} \times WACC \quad (1.1)$$

#### Geleceğe yönelik değerlendirme / planlama

$$MVA = \sum_{t=1}^T \frac{\overline{EVA}_t}{(1+k)^t} + \frac{\overline{RV}_{EVA,T}}{(1+k)^T} \quad (1.2)$$

$$U = \text{Invested Capital} + \sum_{t=1}^T \frac{\overline{EVA}_t}{(1+k)^t} + \frac{\overline{RV}_{EVA,T}}{(1+k)^T} \quad (1.3)$$

EVA	=	Ekonomik Katma Değer	WACC	=	Sermaye Maliyetleri
NOPAT	=	Vergi Sonrası Net Kâr	$RV_{EVA,T}$	=	Bakiye Değer
Invested Capital	=	Yatırım Sermayesi	t	=	Dönem, Yıllar

Sadece işletmelerin satılması ve satın alınması ile bağlantılı olarak değil, değer odaklı yönetim çerçevesinde de bu değerlendirme hususlarının kullanımı, Avrupa'da da etkisi artmaktadır ve sunulan iki yöntemin bir kombinasyon olarak kullanılması tavsiye edilmektedir. Böylece farklı süreçlerin avantajları optimum olarak kullanılabilir ve yöntemin uygulamasında muhtemel hatalar erken tespit edilebilirler.

### 3. Değer Odaklı İşletme Yönetimi

EVA yaklaşımının başarıyla devreye sokulması sunulan hesaplama tekniği uygulamalarının çok üstündedir. Bu ilk adımın etkisinin tam kapsamlı olarak hissedilmesi ancak işletme yönetiminin ve yönetim sistemlerinin katma değer odaklı hale getirilmesiyle mümkündür. Bunun için de aşağıdaki konular dikkate alınmalıdır:

- **Hesaplama Süreçlerinin Planlama ve Raporlama Sürecine Entegrasyonu**

Çoğu zaman DCF veya EVA süreçlerinin, bunları yönetimin stratejik ve işlemsel kararlarını iyileştirici ekonomik bir yönetim aracı olarak görmeden, "ele alınması" tehlikesi vardır. Ön planda olması gereken, değerlendirme tekniği boyutu değildir. En önemlisi, işletmenin planlama, karar ve raporlama süreçlerine tutarlı bir uyumu ve bütünleştirilmesidir.

- **Değer Oluşumunda Etkin Faktörler (Value Drivers) Tanımlaması**

**Değer Oluşumunda Etkin Faktörler** olarak, işletme değerine yönelik doğrudan veya dolaylı bir ilgisi olan, ya yönetim ya da çevresi (rakipler, müşteri karakteristiği, devlet vs.) tarafından etki edilebilecek olan faktörlerdir. İşlemsel ve mali **Değer Oluşumunda Etkin Faktörlerin** duyarlılık analizi ile mümkün tanımlaması, değer yönetimi çerçevesinde merkezi bir önem gösterir. **Değer Oluşumunda Etkin Faktörlerin** önce işlemselleştirilebilir ve böylece hem

günlük kararlara, hem de stratejik planlamaya, hedef belirlemeye ve kaynak dağılımına esas alınabilir.

- **İşletme Teşvik Sistemine Bağlantı**

İşletme katma değer kazanımına uzun vadeli ayarlama, yönetimin ve hissedarların menfaatlerinin uyumlu hale getirilmesini sağlar. Bunun için dahili verim değerlendirmesi, her zaman yetkinlikler ve sorumluluklar dikkate alınmak suretiyle, **Ekonomik Katma Değer** ya da mali ve işlemsel **Değer Oluşumunda Etkin Faktörlerin** de ayarlanması gerekir. Ayrıca ikramiye ödemeleri, karar verenlerin uzun vadeli bir kâr düşüncesini teşvik etmelidir.

- **Değer Raporlaması (Value Reporting)**

Yatırımcılar ile olan iletişim faaliyetleri, güncel veya tahmin edilen EVA'lar ve ayrıca önemli **Değer Oluşumunda Etkin Faktörler** aracılığıyla değer artışına ilişkin verilerin sunulabilmesiyle temelden bir değişikliğe maruz kalırlar. Finans piyasalarının işletme değeri oluşturma için önemli ve ilgili olan bilgilerle beslenmesi, komple ekonomik etkin bir sermaye dağılımını, aşırı ve göz ardı edilebilir değerlendirmelerin engellenmesini ve değer hareketliliğinin azaltılmasıyla öz sermaye maliyetlerinin düşürülmesini sağlar.

Günümüzde uygulamada bu konulara fazla dikkat edilmemektedir. Birçok işletme, değer yaratma için belirleyici olan yönetim süreci ve yönetim sistemi tedbirlerini devreye sokmadan EVA'yı komple işletmeye uygulamakla sınırlı kalmaktadırlar.

### 4. Uygulamaya Dönük Düşünceler

Yazarların değer odaklı yönetim sistemlerinin devreye sokulmasına ilişkin deneyimleri, bir uygulama çerçevesinde aşağıdaki ideal, tipik süreç adımlarının gerçekleştirilmesi gerektiğini göstermektedir:

### ● En Üst İşletme Yönetiminin Açık İnancı

Proje başlangıcı öncesinde değer odaklı işletme yönetiminin uygulanmasına olan inanç en üst işletme yönetimi tarafından açık olarak savunulmalı ve konuşulmalıdır.

### ● Anlayış Açısından Temel Yapının Oluşturulması

Burada hesap modellerinin ya da bireysel bileşenlerinin (DCF, EVA, Sermaye Maliyetleri, Serbest Nakit Akışı, Net Faaliyet Kârı vs.) grup, şirket ve iş alanı boyutlarında tanımı merkezde yapılmalıdır. İkinci bir adımda tanımlanan mali **Değer Oluşumunda Etkin Faktörlerin** uygun analitik süreçlerle sonuçlara ulaşmadaki geçerlilikleri kontrol edilmelidirler.

### ● Mali ve İşlemsel Boyutların Birbirine Bağlanması

Ele alınan temel finansal yapının temelinde bu aşamada işlemsel faaliyetlere proje başı için merkezi durumda bulunan bağlantı oluşturulur. İşletme bütününden hareketle bireysel iş alanları için işlemsel **Değer oluşumunda etkin faktörler** (örneğin müşteri memnuniyeti, çalışan değişiklikleri) ele alınırlar. Buradan, değer artış düşüncesinin uygulanmasının, desteklenecek birimler dahil olmak üzere tüm yönetim kademelerine ilişkin olduğu ortaya çıkar.

### ● Yönetim Sistemlerinin ve Süreçlerinin Uyumlu Hale Getirilmesi

Bu faaliyetin merkezinde planlama ve raporlama araçları, bireysel hiyerarşik boyutlar için teşvik ya da ikramiye sisteminin yeniden ayarlanması, bilgi sisteminin uyumlu hale getirilmesi ve Yatırımcı Komitesi (**Investor Community**) ile olan iletişim vardır.

Bütün bu projenin daha iyi anlaşılması ve proje karşıtı davranışların engellenmesi için tüm proje boyunca daha yoğun bir iç ve dış iletişimin sağlanması, iyi yönetilen bir Değişim Yönetimi (**Change Management**) süreci ve ihtiyaçlara uygun işletme içi eğitim gereklidir.

## 5. Özet ve Sonuç

Anlaşıldığı üzere değer odaklı yönetim, işletme artı değerini ortaya koyan ve nihai bir ayarlama yapan, işletmeyi ilgilendiren tüm gruplarla ilgili entegre bir yönetim anlayışıdır. EVA yaklaşımı bu komple yaklaşım içinde birincil olarak, performans ölçümü açısından hem döneme ilişkin değer kazanımını, hem de planlama çerçevesinde geleceğe yönelik işletme değerlendirmesini mümkün kılan bir hesaplama yöntemini ortaya koymaktadır. Hesaplama verilerinin ekonomik büyüklüklere dönüştürülmesiyle ve ayrıca sermaye maliyetlerinin dahil edilmesiyle sermaye piyasası odaklı değerlendirme istemleri yerine getirilmiş olur. Ayrıca özellikle dönüştürmenin hiçbir şekilde kesin ve tüm taraflar için bağlayıcı olarak tanımlanmadığı unutulmamalıdır ki, bu sayede bireysel bir şekillendirme, değerlendirme ve yorumlama alanı ortaya çıkmaktadır. Değer odaklı işletme yönetim anlayışının etkinliği için EVA'nın devreye sokulmasını yanında zorunlu diğer tedbirlerle birlikte uygulanması gerekmektedir. Bu tedbirler arasında hesap yönteminin, bütünleşik olarak işletmenin ve faaliyet alanlarının planlama ve raporlama süreçlerine entegrasyonu, mali ve işlemsel **Değer Oluşumunda Etkin Faktörlerin** belirlenmesi, teşvik sistemine bağlantı ve yatırım komitesine yönelik değerlendirme raporu yer almaktadır.

