



*The Journal of Academic Social Science Studies*

**JASSS**

*International Journal of Social Science*

Doi number:<http://dx.doi.org/10.9761/JASSS8016>

Number: 74 , p. 441-454, Spring 2019

*Araştırma Makalesi / Research Article*

**Yayın Süreci / Publication Process**

Yayın Geliş Tarihi / Article Arrival Date - Yayın Kabul Tarihi / Article Acceptance Date

04.02.2019

19.03.2019

Yayınlanma Tarihi / The Published Date

25.03.2019

## **EKONOMİK KATMA DEĞER YÖNTEMİ İLE ŞİRKET DEĞERİ BELİRLEME**

*DETERMINATION OF FIRM VALUE USING ECONOMIC  
VALUE-ADDED METHOD*

*Dr. Öğr. Üyesi Esin Yelgen*

**ORCID ID:** <https://orcid.org/0000-0003-4506-377X>

*Alanya Alaaddin Keykubat Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Ekonomi ve Finans Bölümü,  
[esin.yelgen@alanya.edu.tr](mailto:esin.yelgen@alanya.edu.tr)*

*Dr. Öğr. Üyesi Ercüment Okutmuş*

**ORCID ID:** <https://orcid.org/0000-0001-8630-7561>

*Alanya Alaaddin Keykubat Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü,  
[ercument.okutmus@alanya.edu.tr](mailto:ercument.okutmus@alanya.edu.tr)*

**Öz**

Son zamanlarda sermaye piyasalarında yaşanan gelişmeler ile işletmelerin halka arz edilme eğilimlerinin gittikçe yükselmesi, işletme birleşmeleri ve satın almaları ile franchising işlemlerinde yaşanan artışlar gibi nedenler menfaat sahiplerini işletmelerin değerini doğru bir şekilde hesaplama arayışına yöneltmiştir. Bugün, bir işletmenin gerçek değerinin hem satın alacak hem de satacak kişi veya kurumlar açısından ne kadar olduğunun tespit edilmesi muhasebe-finansman alanının en önemli problemlerinden birisi haline gelmiştir. Bir taraftan satın alma işlemi yapacak kişi veya kurumlar, mümkün olan en düşük fiyattan işletmeyi satın almak isterken, diğer taraftan satışı yapacak kişi ve kurumlar ise bu rakamın mümkün olan en yüksek fiyat olmasını istemektedirler. Dolayısıyla her iki taraf için de kabul edilebilir optimal satın alma/satış fiyatının bulunması önem arz etmektedir. Bu gibi sebeplerle son yıllarda işletme değerini belirlemeye ve değeri artırmaya yönelik benimsenen yaklaşımlar –muhasebe temelli, piyasa temelli veya gelir temelli- altında birçok yöntem geliştirilmiştir. Sermaye piyasalarında işlem gören işletme sayılarının artması ile beraber değer tespitinde klasik yaklaşım yerine daha sağlıklı sonuçlar veren gelir temelli yaklaşım tercih edilmektedir. Gelir temelli yakla-

şım altında geliştirilen yöntemlerin en önemlilerinden birisi de, işletme değerini belirlemede, işletmelerin ekonomik karlılığını temel alan Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added-EVA) yöntemidir. Ancak alan yazın incelendiğinde uygulamalar için genellikle halka açık işletmelerin tercih edildiği gözlemlenmektedir. Halka açık olmayan işletmelerde ise değer nasıl hesaplandığı konusunda yeterli çalışma bulunmamaktadır. Bu nedenle yapılan çalışmada halka açık olmayan bir konaklama işletmesinin değerini belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda çalışmada, Alanya'da faaliyet gösteren bir konaklama işletmesi örnek olarak alınmış ve ekonomik katma değer yöntemi kullanılarak işletmenin satış değeri tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC), Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM), Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC), Net Faaliyet Karı (NOPLAT), Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye (FYS), Devam Eden Değer (DED), Ekonomik Kar, Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemi

### Abstract

With the latest developments in capital markets, the gradual rise in the tendencies of enterprises to public offering and reasons like business combinations and purchasing besides growth in franchising operations canalized stake holders to seeking correct calculation of firm value. Today determination of how much the actual value of the enterprise is has become one of the most important problems of the accounting-finance field from the perspectives of the buyer and the seller person or institution. On one hand while the person or the institution to do the purchasing transaction wishes to buy the enterprise at the potential lowest price, on the other hand the person or institution to close the sale wants this price to be the potential highest one. Accordingly, finding out the allowable optimal purchase/sale price becomes more of an issue for both parties. Due to such reasons, in recent years, many methods have been developed under the adopted approaches towards appraisal of business and value increase - accounting-based, market-based and income-based -. With an increase in the number of operand enterprises in capital market, income-based approach giving healthier results is preferred rather than classical approach in valuation. One of the most significant of the methods developed under income-based approach is Economic Value Added – EVA method based on economic profitability of the enterprises in appraisal of business. However, when the literature is reviewed, public held enterprises are seen to be generally preferred for practices. On the other hand, no sufficient study has been found on how the value is calculated in non-public enterprises. Therefore, in the current study, it is aimed to determine the value of a non-public accommodation establishment. Within this scope, in the study an accommodation establishment operating in Alanya is taken as a sample and the disposal value of the enterprise is determined using economic value-added method.

**Key Words:** Weighted Average Cost of Capital (WACC), Capital Asset Pricing Model (CAPM), Return of Investment Capital (ROIC), Net Operational Profit Less Adjusted Taxes (NOPLAT), Operating Invested Capital, Terminal Value, Economic Profit, Economic Value Added (EVA)

### GİRİŞ

Bugün, bir işletmenin gerçek değerinin hem satın alacak hem de satacak kişi veya kurumlar açısından ne kadar olduğunun tespit edilmesi muhasebe-finansman alanının en önemli problemlerinden birisi haline gelmiştir. Bir taraftan satın alma işlemi yapacak kişi veya kurumlar, mümkün olan en düşük

fiyattan işletmeyi satın almak isterken, diğer taraftan satışı yapacak kişi ve kurumlar ise bu rakamın mümkün olan en yüksek fiyat olmasını istemektedirler. Dolayısıyla her iki taraf için de kabul edilebilir optimal satın alma/satış fiyatının bulunması önem arz etmektedir. Bir işletmenin gerçeğe uygun şirket değerini hesaplayabilmek; işletme defter de-

ğere göre mi satılacak?, defter değerine ek olarak şerefiye hesaplanacak mı? işletmenin duran varlıkları vb. yeniden değerlendirme yapılarak güncel değerlerini yansıtıyor mu? gibi birçok faktöre bağlıdır. Bu faktörler işletmelerin değerlerini de farklılaştıracak olup burada yaşanacak en önemli sorun “gerçeğe uygun değeri” tespit etmektir. Sonuç olarak hesaplanan değer, ödenecek tutara ne kadar yakın ise yapılan değerlendirme çalışmasının o kadar başarılı olduğu söylenebilir. Bununla beraber değerlendirme sürecinde kullanılan birçok yaklaşım ve bu yaklaşımların altında kullanılan birçok yöntem bulunmaktadır. Bu yöntemlerden hangisinin veya hangilerinin seçileceği, değerlemeyi gerçekleştirecek kişi veya kurumun amacına ve işletmenin halka açık bir işletme olup olmamasına göre değişmektedir. Değerleme sürecinde birden fazla yöntemin kullanılması ise değerlendirme işlemlerinin güvenilirliğini yükseltmektedir.

Değerleme faaliyetlerinde sıkça kullanılan yaklaşımlardan birisi olan gelir yaklaşımı, yatırım değeri yaklaşımı olarak da bilinmekte ve işletmenin kazanma gücünü tespit etmeye çalışmaktadır (Dukes, 2006: 3). Bu yaklaşıma göre değer, işletmenin geçmişte elde ettiği ve gelecekte elde edeceği gelirlerle ilgilidir. Çünkü bir yatırımcının en büyük isteği bir yatırımdan maksimum getiriyi elde etmektir. Son zamanlarda sermaye piyasalarının ve bu piyasalarda işlem gören işletme sayılarının artması ile birlikte değer belirlenmesinde klasik yöntemlerin yerini gelir yaklaşımli yöntemler almıştır (Kutukız ve Tunçbilek, 2009: 22). Gelir yaklaşımli yöntemler, maliyet ve piyasa yaklaşımli yöntemler ile karşılaştırıldığında değerlendirme sürecinde kullanılan en sağlıklı seçenekler olduğu kabul edilmektedir (Uluslan, 2007: 531). Gelir yaklaşımli yöntemler içinde en sık kullanılanlardan biri de muhasebe karlılığı yerine ekonomik karlılığı temel alan ekonomik katma değer yöntemidir (Kutukız ve Tunçbilek, 2009: 22).

Küresel rekabetin bir sonucu olarak

diğer bütün sektörlerde olduğu gibi konaklama işletmelerinin de faaliyetlerini devam ettirebilmeleri için stratejik bir konumda bulunmaları ve rekabet stratejilerini pazarı iyi bir şekilde analiz ederek belirlemeleri gerekmektedir. Stratejik rekabet kavramı, evrimsel bir olgu olup, yapısı gereği rekabet ilişkilerini belirleyecek büyük değişimler yaratmaktadır. Bundan dolayı stratejik rekabette hiçbir eylem şansa bırakılmamaktadır (İri, 2018: 444). Konaklama işletmelerine özgü olan mevsimsellik, konum, yatırım maliyetlerinin yüksekliği ve emek yoğun olması gibi özellikler düşünüldüğünde ilk kuruluş aşamasında veya faaliyetlerini devam ettirebilme noktasında birçok zorlukla karşı karşıya geldikleri bilinmektedir. Özellikle konaklama işletmelerinin yapısı gereği, büyük çapta maddi duran varlık yatırımı gerektirmesi şirket değerini olumsuz yönde etkilemektedir. Bu yüzden kuruluş amaçları şirket değerini maksimum kılmak, dolayısıyla hisse değerini yükseltmek olan bu işletmeler beklentilerini karşılayamayacak durumda kalabilmektedir.

Konuyla ilgili alan yazın incelendiğinde konaklama işletmelerinde, değerlendirme faaliyetlerine yer veren çalışmaların yetersizliği dikkat çekmektedir. Bunun yanında değerlendirme faaliyetlerinde kullanılacak yöntemlerin seçilmesi ve bu yöntemlerde kullanılacak formüllerin çeşitliliği de karmaşaya neden olmaktadır. Bu durumun bir sonucu olarak da değerlendirme faaliyetlerini yürüten kişiler, sektörün ve işletmelerin özelliklerine uygun, doğru yöntemleri ve formülleri belirleme konusunda zorluk yaşamaktadırlar. Ayrıca incelenen çalışmalarda, uygulamaların genellikle halka açık işletmeler üzerinde gerçekleştirildiği ve uygulamalarda kullanılan formüllerin ise birçok varsayıma dayandırıldığı görülmektedir. Bunlara ek olarak halka açık olmayan bir işletmede değer nasıl tespit edildiği konusunda alan yazında yeterli çalışma bulunmadığı görülmektedir.

Yukarıdaki gerekçelerle yapılan bu

çalışma, bir işletmeyi satın alan ve satan kişi veya kurumlar açısından optimal değerlemenin nasıl yapılması gerektiğini bir örnek üzerinde göstermeyi amaçlamaktadır. Bu amaç doğrultusunda optimal değeri hesaplayabilmek için gelir yaklaşımına bir yöntem olan Ekonomik Katma Değer yöntemi kullanılmıştır. Yöntem, varsayımlara dayanmayan gerçek veriler kullanılarak formüle edilmiştir. Bu bağlamda çalışmanın alt amaçlarını; birçok karmaşık veri analizi gerektiren WACC, CAPM, ROIC ve NOPLAT gibi formülleri gerçek veriler ile kullanarak sağlıklı bir şekilde uygulamak ve şirketin gerçeğe uygun değerini hesaplamak oluşturmaktadır. Bu bağlamda çalışmanın alan yazına katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

İki bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde Ekonomik Katma Değer yönteminin ne anlama geldiği, hesaplamalarda hangi verilere gereksinim duyulduğu ve hesaplamaların nasıl yapıldığı ayrıntılı bir şekilde ele alınmıştır. İkinci bölüm olan araştırma bölümünde ise bu değerlerin tespiti örnek bir uygulama üzerinde gösterilmiştir.

## 1. EKONOMİK KATMA DEĞER YÖNTEMİ

Dünya refahının artmasıyla birlikte sürekli olarak tasarruflarını yönlendirebilecek bir kanal arayışına giren yatırımcılar için (Yazıcı ve Yazıcı, 2018: 399) firma değerlendirme, bir şirkete yatırım yapılmadan önce atılması gereken önemli bir adım olmaktadır. Firma değerlemesi yoluyla yatırımcılar, bir şirketin özkaynaklarını almak, tutmak veya satmak için hangi adımların atılacağını seçmektedir. Ancak şirketin durumunun makul bir şekilde değerlendirilmesini sağlayacak doğru ve kapsamlı bir değerlendirme yöntemi olmadan bu adımlar atılamaz (Daengs, Ichromi and Rahmansyah, 2017: 8). Buna benzer nedenlerle 1980'lerde G.B. Stewart III ve Joel Stern Şirket Danışmanlık Grubu tarafından Ekonomik Katma Değer (EVA) yöntemi geliştirilmiştir. EVA yönteminin temelleri ise yine aynı yıllarda ünlü İngiliz ekonomist Alfred Mars-

hall'in kar ile toplam sermaye maliyeti arasındaki farklılığı ekonomik kar olarak ifade etmesi ile atılmıştır (Ercan, Öztürk ve Demirgüneş, 2003: 69; Gürbüz ve Ergincan, 2004: 246; Sichegea and Vasilescu, 2015: 489). Marshall'ın bu tanımlaması günümüzde kullanılan faiz ve vergi öncesi kar (FVÖK), faiz, vergi ve amortisman öncesi kar (FVAÖK), Net Faaliyet Geliri gibi muhasebe kar ölçütlerinden tamamen farklılık göstermektedir (Grant, 2003: 3). Günümüzde EVA, net faaliyet kârından tüm sermayenin maliyetinin düşmesinden sonra kalan artı gelir olarak tanımlanmaktadır. EVA ile geleneksel yöntemler arasındaki farkı yaratan EVA'daki sermaye maliyetinin, şirketin gerçek faaliyet karını ölçen bir yöntem olmasıdır (Daengs vd., 2017: 8). Stewart ise EVA'nın hissedarların varlıklarındaki değişimleri açıklamada muhasebe temelli yaklaşımlardan %50 daha başarılı olduğunu belirtmiştir. Böylece yöntem, içsel ve dışsal performans ölçütü olarak faaliyetlerden sağlanan nakit veya kazanç yerine de kullanılabilir bir hale getirilmiştir. Bu nedenle EVA, devamlı bir şekilde değer yaratabilmenin en iyi ve tek ölçütü olarak gündeme gelmektedir (Sharma and Kumar, 2010: 200).

Şirketlerin, yönetim kapasitesinin nasıl değer yarattığına öncelik verdikleri açıktır. Şirketin temel amacı olarak değer yaratma sadece bir başlangıçtır. Yöneticilerin ayrıca amaca ulaşmada büyüme ve ilerleme sağlamaları gerekmektedir. Ancak, hissedarlar için değer yaratabilme şirketin sermaye maliyetini aşan bir sermaye getirisi sağlaması ile mümkün olmaktadır (Daengs vd., 2017: 8). EVA teorisi, iki temel iddiaya dayanmaktadır. Bunlar; (1) bir işletmenin, yatırılan sermaye üzerinde (sermayenin fırsat maliyetini aşan) getiri kazanmadıkça gerçekten karlı sayılamayacağı ve (2) bir işletmenin yöneticilerinin, ortaklar için pozitif net bugünkü değer yatırımı kararları aldığı zaman refahın yaratılacağıdır (Grant, 2003: 4).

Finansal teori, bugüne kadar firmanın yaratılan değerini değerlendirmek için farklı kategoriler -geleneksel ve modern- geliştir-

miştir (Sichigea and Vasilescu, 2015: 488). Finansal bir ölçüm aracı olarak EVA, işletmenin reel karlılığına yenilikçi bir bakış açısı getirerek kurumsal otoriteler tarafından kabul görmektedir. EVA, karın hesaplamasında sermaye maliyetini de dikkate alarak, diğer ölçüm sistemlerinden farklılaşmaktadır. EVA; belli bir zaman döneminde işletmelerin vergi sonrası net faaliyet karının, sermaye maliyetini karşılayıp karşılamadığını da ölçmektedir. Dolayısıyla EVA hem borç sermayesinin doğrudan maliyetine hem de özsermayenin dolaylı maliyetine yani işletmenin ekonomik karlılığına odaklanmaktadır (Chambers, 2009: 28; Costin, 2017: 169; Ercan vd., 2003: 70; Grant, 2003: 2; Wang and Wang, 2016: 1643). Ayrıca EVA, birçok kişi ve kurum tarafından kurumsal performansı ölçmek ve yatırımları değerlemek için bir yönetim aracı olarak da uygulanmaya başlanmıştır (Sparling and Turvey, 2003: 255). EVA ile birlikte işletmelere sağlıklı bir finansal yönetim ile teşvik sistemi kurularak, en üst kademedan en alt kademeye kadar alınacak tüm kararlara kılavuzluk edilebilmektedir. Bu durum, işletmelerde çalışanların daha başarılı olmalarını sağlayacak bir işletme kültürü oluşturmaktadır (Düzer, 2008: 36).

EVA hesaplamalarında kullanılan formüller (Costin, 2017: 169; Daengs vd., 2017: 9; Ercan vd., 2003: 88; Hitchner, 2011: 1089; Sichigea and Vasilescu, 2015: 489; Üreten ve Ercan, 2000: 57);

EVA= NOPLAT- (Yatırılan Sermaye\*WACC) veya

EVA= (ROIC – WACC) \* Yatırılan Sermaye olarak ifade edilmektedir.

EVA yönteminin işletmelerde uygulanmasının birçok yararı bulunmaktadır. Bu yararlarından bazıları şu şekildedir (Çakıcı, 2008: 37);

- İşletmelerde değer kaybını önlemek ve daha yüksek işletme değerinin yaratılmasını sağlamak,

- Finansal araçlar içerisinde işletmenin yapısına en uygun olanları seçmek,
- İşletmenin yatırımlarını değerli, maksimum kılacak şekilde seçmek,
- İşletmeyi başka işletmelerle veya işletme içindeki birimleri birbiri ile kıyaslama olanağı sağlamak,
- Alt kademe ve üst kademe çalışanlarının yakınlaşmasını sağlamak,
- İşletme kontrolünü sağlamak, stratejik kararlara ve satın alma analizlerine önem vermektir.

EVA yönteminin işletmelere sağladığı yukarıda sayılan yararları yanında bazı olumsuz yönleri de bulunmaktadır. Bunlardan bazıları şunlardır (Bastı ve Yılmaz, 2013: 58-59; Çam, 2006: 103; Göğüş, 2011: 12);

- EVA yöntemi, ticari bir nitelik taşımadığı ve bilimsel olmadığı gibi gerekçelerle eleştirilmektedir. Ancak finans alanında kullanılan ekonomik kar kavramı ile aynı anlama gelip aynı formülizasyon kullanılmaktadır.

- Hesaplamalarda muhasebe verileri temel alındığı için yöneticiler tarafından rakamlar üzerinde değişikliklerin yapılması ihtimali bulunmaktadır.

- EVA yöntemini kullanabilmek için tüm şirket verilerine ulaşılması gereklidir. Bu nedenle de söz konusu değerlendirme faaliyetlerinin yürütülmesi oldukça zordur ve hesaplamalar zaman almaktadır.

- İşletmeler veya bölümleri arasındaki büyüklük farklarını dikkate almadığından daha büyük bir işletme veya bölüm daha fazla ekonomik kar elde ediyor gibi gözükmektedir.

- Yöntem ekonomik karlılığa dayandığından yöneticiler kısa vadeli karlılığı artırmak için uzun vadede kar getirecek yatırımlardan kaçınabilirler.

- Bu yöntemde geçmiş dönem analizi ile gelecekteki karlılık tahmin edildiğinden yeni kurulan işletmelerde bu yöntemin uygulanabilirliği zordur.

- Bu yöntem sermayenin etkin bir şekilde kullanımına dayanmaktadır. Bu yüzden yöntem, sanayi işletmeleri için kullanışlıyken hizmet işletmelerinde aynı performansı yakalamak oldukça zordur.

- Bu yöntemde hissedar değeri, varlıkların etkin bir şekilde kullanılıp kullanılmamasına göre hesaplanmaktadır. Ancak bu değer, gerçekte birçok unsur (genel ekonomik durum, kurumsal stratejiler, hisse senedi piyasalarının genel seyri vb.) tarafından etkilenmektedir.

## 2. UYGULAMA

### 2.1. Araştırmanın Önemi ve Amacı

İlgili alan yazın incelendiğinde çalışmaların genellikle halka arz edilmiş işletmeler üzerinde gerçekleştirildiği, şirket değerinin belirlenmesinde kullanılan mali tablolara çalışmalarda yer verilmediği, yukarıda WACC, CAPM, ROIC, NOPLAT ve FYS gibi değerlerin, formüllerinin ve hesaplamalarının gösterilmeyip varsayımsal değerlerin alındığı görülmüştür. Ayrıca her bir değeri hesaplamada kullanılacak formüllerin çeşitliliği de doğru şirket değerine ulaşma konusunda zorluklar yaşanmasına neden olmuştur. Bunlara ek olarak değerlendirme ihtiyacı duyulan verilere ulaşmanın nispeten daha zor olduğu halka arz edilmemiş işletmelerle ilgili olarak ise neredeyse hiç çalışma yapılmadığı tespit edilmiştir.

Çalışmada, birçok karmaşık veri analizi gerektiren WACC, CAPM, ROIC, NOPLAT ve FYS değerlerini gerçek veriler kullanılarak hesaplamaların adım adım gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır. Çalışmanın halka arz edilmemiş bir işletme ile gerçekleştirilmesi, hangi verilerin kullanılacağı, bu tür işletmelerde bu değerlerin nasıl hesaplanacağı ve sonuç olarak gerçeğe uygun şirket değerine nasıl ulaşılacağı noktasında alan yazına katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

### 2.2 Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları

Çalışma için Alanya'da faaliyet gösteren bir konaklama işletmesi örnek olarak se-

çilmiştir. Örneğin bu bölgeden seçilmesinin nedeni Alanya ilçesinin Türkiye'nin önde gelen turizm destinasyonlarından birisi olması, bölgede önemli ölçüde konaklama işletmesinin faaliyet göstermesi ve çalışmada kullanılan verilere erişilebilirlik, zaman ve maliyet kolaylığı sağlamasıdır. Örnek olarak seçilen beş yıldızlı bir konaklama işletmesinin değerinin hesaplanması sırasında gereken tüm veriler söz konusu işletmeden<sup>1</sup> ve ikincil kaynaklardan tedarik edilmiştir. İşletmenin ismi, yönetimin isteği üzerine rekabet ve mali bilgilerin güvenliği nedeniyle gizli tutulmuştur. Araştırmanın kısıtı çalışmanın bir örnek üzerinde yapılmasıdır.

### 2.3 Araştırmanın Yöntemi ve Veri Toplama Araçları

Araştırma yöntemi, şirket değerinin tespitinde gerekli olan değerleri hesaplamada<sup>2</sup> kullanılacak veriler için beş yıldızlı bir konaklama işletmesinde alan araştırması yapılmıştır. Uygulamada kullanılan veriler için konaklama işletmesinden değerlendirme gününe kadar geçmiş 7(yedi) yıllık bilanço ve gelir tabloları temin edilmiştir. Ancak yedi yıllık süreyi kapsayan bu mali tabloların enflasyondan dolayı gerçeği yansıtmadığı düşünülerek bu tablolar Toptan Eşya Fiyat Endeksi (TEFE) oranları ile değerlendirme günündeki değerine göre düzeltilmiştir. Enflasyona göre düzenlenen mali tablolar enflasyonun neredeyse hiç olmadığı düşünülen Amerika Birleşik Devletleri para birimine (USD-\$) çevrilmiştir. \$ kuru olarak merkez bankasının değerlendirme günündeki kuru baz alınmıştır. WACC, CAPM gibi formüllerde sadece bir işletmenin verilerinin kullanılmasının sağlıklı sonuçlar vermemesi ve dolayısıyla sektörde faaliyet gösteren finansal yapı olarak benzer işletme ortalamala-

<sup>1</sup> İşletmeden alınan veriler, stratejik maliyet bilgileri olarak görüldüğünden işletme yönetimi tarafından işletmenin isminin açıklanması istenmemiştir. İşletme dokümanları "Doktora Jüri Üyeleri" tarafından incelenmiştir.

<sup>2</sup> Aykan ÜRETEN ve Metin Kamil ERCAN'ın "Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi" adlı kitabında bilgisayar ortamı için geliştirilen excel formatındaki firma değerlemesi çalışması temel alınmıştır.

rının dikkate alınması gerekçesi ile hesaplamalarda halka arz edilmiş işletmelerin değerlerinden faydalanılmıştır. Ayrıca WACC ve CAPM formüllerinin hesaplanmasında ise işletmelerin sermaye maliyetlerini hesaplamının karmaşıklığı ve zorluğu nedeni ile risksiz kabul edilen, vergi kesintisi yapılmayan kısa ve uzun vadeli devlet tahvili oranları baz alınmıştır. Bazı hesaplamalarda gerekli olan kurumlar vergisi ve gelir vergisi oranları için Gelir İdaresi Başkanlığının verilerinden yararlanılmıştır.

#### 2.4 EVA Yöntemi ile Şirket Değerinin Tespiti

Bu yöntemde ilk olarak işletmenin yıllar itibari ile tahmini ekonomik karları bulunmuştur. Tahmini ekonomik karlar dönem başı yatırılan sermaye ile net getiri oranının (ROIC – WACC) çarpılması ile hesaplanmıştır.

##### Yıllara Göre Tahmini Ekonomik Karların Bulunması

Ekonomik kar, iki farklı formüle göre hesaplanabilir. Bu yöntemde kullanılan formüller şu şekildedir;

Ekonomik Kar= NOPLAT – (WACC \* Yatırılan Sermaye)

Ekonomik Kar= (ROIC – WACC) \* Yatırılan Sermaye

##### Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)

WACC aşağıdaki şekilde formülize edilebilir (Bayrakdaroğlu ve Ünlü, 2009: 299; Ünlü, 2008: 179):

$$WACC = (w_1 * k_1) + (w_2 * k_2) + (w_3 * k_3).$$

Bu formülde kullanılan;

$w_1$  = kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklar içindeki ağırlığını,

$k_1$  = kısa vadeli yabancı kaynakların maliyetini,

$w_2$  = uzun vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklar içindeki ağırlığını,

$k_2$  = uzun vadeli yabancı kaynakların maliyetini,

$w_3$  = özsermayenin toplam kaynaklar içindeki ağırlığını,

$k_3$  = özsermayenin maliyetini, sembolize etmektedir.

Yukarıdaki formülde de görüldüğü gibi WACC, özsermaye maliyetinin bulunmasını da gerektirmektedir. Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında ise finansal varlıkları fiyatlama modeli (CAPM) kullanılmaktadır.

Bu bağlamda formül aşağıdaki şekilde de yazılabilir:

$$WACC = (w_1 * k_1) + (w_2 * k_2) + (w_3 * CAPM).$$

Finansal varlıkları fiyatlama modeli (CAPM) ise aşağıdaki şekilde yazılabilir:

$$CAPM = R_f + \beta (R_m - R_f).$$

Bu bağlamda formül aşağıdaki hale gelmiş olur;

$$WACC = (w_1 * k_1) + (w_2 * k_2) + (w_3 * (R_f + \beta (R_m - R_f))).$$

Bu formüldeki kalemleri hesaplarken kısa vadeli borçlanma maliyeti ( $k_1$ ) olarak kısa vadeli devlet tahvili; uzun vadeli borçlanma maliyeti ( $k_2$ ) olarak da 10 yıllık devlet tahvili ortalama bileşik faiz oranları kullanılmıştır. Piyasa risk primi, piyasa ortalama getiri oranından risksiz getiri oranının çıkartılması ile bulunmuştur. Özsermaye maliyetinin bulunmasında işletme, halka açık olmadığından faaliyet gösterdiği sektördeki halka açık olan işletme verilerinin ortalaması alınmıştır. Bu veriler beta katsayısı ve piyasanın ortalama getiri oranıdır. Risksiz getiri (faiz) oranı olarak ise, uzun vadeli (10 yıllık) devlet tahvili bileşik faiz oranı alınmıştır. İskonto oranı olarak, gelecek 10 yıl boyunca hesaplanan WACC değerlerinin ortalaması kullanılmıştır. İlk tahmini yıl için WACC hesaplaması aşağıda verilmiştir.

Tablo 2.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)

<b>WACC (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)</b>	<b>0,148840582</b>
KVYK/T.Pasif(KVYK Ağırlığı) ( $w_1$ )	0,12
UVYK/T.Pasif ( $w_2$ )	0,37
Özsermaye/T.Pasif ( $w_3$ )	0,51
KVYK Maliyeti ( $k_1$ )	0,0905
UVYK Maliyeti ( $k_2$ )	0,0944
Özsermaye Maliyeti (CAPM) ( $k_3$ )	0,201094653

$$\begin{aligned}
 w_1 &= 1.733.759 \text{ (KVYK)} / 14.145.125 \text{ (Toplam Pasif)} = 0,12 \\
 w_2 &= 5.130.490 \text{ (UVYK)} / 14.145.125 \text{ (Toplam Pasif)} = 0,37 \\
 w_3 &= 7.280.876 \text{ (Özsermaye)} / 14.145.125 \text{ (Toplam Pasif)} = 0,51 \\
 k_3 &= 0,0944 + 0,792 * (0,229115470448315 - 0,0944) = 0,201094653 \\
 \text{WACC} &= (w_1 * k_1) + (w_2 * k_2) + (w_3 * k_3) \\
 \text{WACC}_{1,\text{yıl}} &= (0,12 * 0,0905) + (0,37 * 0,0944) + (0,51 * 0,201094653) \\
 &= \mathbf{0,148840582}
 \end{aligned}$$

Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC)

Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC) hesaplamalarında ise kullanılan formül şu şekildedir;

ROIC= Net Faaliyet Karı (NOPLAT) / Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye (FYS).

Net faaliyet karı (NOPLAT- Net Operational Profit Less Adjusted Taxes) aşağıdaki formül ile hesaplanabilir:

NOPLAT= Faaliyet Karı – Faaliyet Ka-

rı Üzerinden Vergi.

Faaliyet Karı = Net Satışlar - Satılan Malın Maliyeti (Amortisman Hariç) - Faaliyet Giderleri – Amortisman Giderleri

Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye (FYS)= Net İşletme Sermayesi + Net Maddi Duran Varlıklar + Net Diğer Varlıklar

Aşağıdaki tabloda örnek olarak ilk tahmini yıl için ROIC hesaplaması verilmiştir.

Tablo 2.2. ROIC Değeri

<b>NOPLAT</b>	
(+) Net Satışlar	6.191.998
(-) Satılan Malın Maliyeti	-1.671.839
(-) Faaliyet Gideri	-928.800
(-) Amortisman Gideri	-1.418.780
Faaliyet Karı	2.172.579
(-) Vergi (0.20)	-434.516
<b>NOPLAT</b>	<b>1.738.063</b>
<b>FAALİYETLER İÇİN YATIRILAN SERMAYE (FYS)</b>	
(+) Net İşletme Sermayesi	792.288
(+) Net Maddi Duran Varlıklar	16.914.046
(+) Net Diğer Varlıklar	9.803
<b>FYS</b>	<b>17.716.137</b>
<b>ROIC</b>	
ROIC (Yatırılan Sermayenin Getirisi) = NOPLAT / FYS	0,09811

Gerekli hesaplamalar sonucunda yukarıda verilen tablo 2.2’de ROIC değeri, 0,098



olarak tespit edilmiştir.

İşletmenin ekonomik karını hesaplamada yukarıda verilen ikinci formül kullanılmıştır. EVA yöntemine göre şirket değerini hesaplayabilmek için tahmin dönemindeki yıllık ekonomik karların bulunması gerekmektedir. Formüldeki yatırılan sermaye, dönem başı faaliyetler için yatırılan sermayeyi ifade etmekte olup ROIC – WACC ise net getiri oranını vermektedir. Bu verilere göre işletmenin ilk tahmin döneminin ekonomik karı aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır;

Ekonomik Kar= (ROIC – WACC) \* Yatırılan Sermaye

Ekonomik Kar= (0,09811 – 0,14942) \* 17.716.137= -919.358

Formüle göre işletmenin ekonomik karı, -919.358 \$ olarak hesaplanmıştır. Buna göre işletme tahminlenen ilk yılda değer yaratamamıştır. Sonraki yıllar için bu hesaplamalar ayrı ayrı yapılarak tahmin dönemi boyunca (10 yıllık) işletmenin ekonomik karları bulunmuştur. İşletmenin 10 yıllık tahmini ekonomik karları Tablo 2.3'te gösterilmiştir.

**Tablo 2.3. Tahmini Ekonomik Karlar (\$)**

	1. Yıl	2. Yıl	3. Yıl	4. Yıl	5. Yıl	6. Yıl	7. Yıl	8. Yıl	9. Yıl	10. Yıl	11. Yıl
ROIC	9,8%	19,2%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19%	19%
WACC	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Net Getiri Oranı	-5,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4%	4%
Yatırılan Sermaye (Dönem Başı)	17.716.137	11.037.751	11.148.030	11.259.412	11.371.909	11.485.530	11.600.287	11.716.192	11.833.256	11.951.490	12.070.907
Eko. Kar (MOD-VY Öncesi)	-919.358	459.080	461.920	464.781	467.664	470.568	473.494	476.442	479.413	482.406	485.422

Bu adımdan sonra işletmenin ekonomik karın devam eden değeri hesaplanmıştır.

İşletmenin Devam Eden Değerinin Hesaplanması

İşletmenin sonsuza kadar devam eden değeri (Terminal Value-Artık Değer-DED), bir işletmenin tahmin döneminden sonraki değeridir. Değerleme modellerinde genellikle gelecekteki bir zamanda nakit akımlarının tahminlenmesi durdurularak bir kapanış uygu-

lanmaktadır. Bu noktadan sonra tahmini sonsuza giden bir değer hesaplanmaktadır. Ancak bu değer hesaplanırken formüllerdeki en ufak değer hatası ekonomik kar ve devam eden değer üzerinde büyük hatalara neden olabilmektedir. Çoğunlukla bu hatalar, WACC ve ROIC değerlerinin bileşenlerinin yanlış hesaplanmasından kaynaklanmaktadır.

EVA yönteminde DED, aşağıdaki formül ile hesaplanabilir;

$$DED = \left( \frac{\text{Ekonomik Kar}_{\text{ertik yıl}}}{WACC_{ORT}} \right) + \frac{\left[ \left( \text{NOPLAT}_{\text{ertik yıl}} * \left( \frac{g}{ROIC_{ORT}} \right) \right) * (ROIC_{ORT} - WACC_{ORT}) \right]}{(WACC_{ORT} * (WACC_{ORT} - g))}$$

Bu formülden hareketle işletmenin DED'i; = 3.426.830 \$ sonucuna ulaşılmaktadır.

**Tablo 2.4. Devam Eden Değer (\$)**

DEVAM EDEN DEĞER (\$)	
NOPLAT (11.YIL)	2.296.058
WACC	0,15
ROIC	0,182
g (büyüme)	0,010
Ekonomik Kar'ın DED'i	3.426.830

Ekonomik Katma Değer (EVA- Economic Value Added) yönteminde gelecek dönemler için tahminlenen ekonomik kar değerleri iskonto oranı ile bugünkü değerine indirgenmiştir. EVA yöntemine göre işletmenin tahmin döneminden sonraki ekonomik karın devam eden değeri (DED) de bugünkü değerine indirgenmiştir. Yapılan indirgeme işlemlerinden sonra tüm değerler toplanarak ekonomik karın bugünkü değerine ulaşılmış-

tır. İşletmenin düzeltme öncesi faaliyet değerini bulmak için ekonomik karın bugünkü değerine faaliyetler için yatırılan sermaye değeri eklenmiştir. Bulunan değer yıl ortası düzeltme faktörü ile çarpılarak işletmenin faaliyet değerine ulaşılmıştır.

İşletmenin EVA yöntemine göre hesaplanan işletme faaliyetlerinin değeri Tablo 2.5'te gösterilmiştir.

**Tablo 2.5. Ekonomik Kara Göre İşletmenin Faaliyetlerinin Değeri (\$)**

YILLAR	EKONOMİK KAR	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
1. YIL	-919.358	1,15000	0,8696	-799.441
2. YIL	459.080	1,32250	0,7561	347.131
3. YIL	461.920	1,52087	0,6575	303.720
4. YIL	464.781	1,74901	0,5718	265.740
5. YIL	467.664	2,01136	0,4972	232.511
6. YIL	470.568	2,31306	0,4323	203.44
7. YIL	473.494	2,66002	0,3759	178.004

8. YIL	476.442	3,05902	0,3269	155.750
9. YIL	479.413	3,51788	0,2843	136.279
10. YIL	482.406	4,04556	0,2472	119.243
DED	3.426.830	4,04556	0,2472	847.060
Ekonomik Karın Bugünkü Değeri				1.989.436
Yatırılan Sermaye				17.716.137
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				19.705.573
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1,0724
<b>Faaliyetlerin Değeri (\$)</b>				<b>21.131.873</b>

Tablo 2.5'e göre bulunan on yıllık tahmini ekonomik karlar, iskonto oranı (WACC) kullanılarak bugünkü değerine indirgenmiştir. Tahmini ekonomik karların bugünkü değerleri toplamı 1.142.376 \$ olarak bulunmuştur. Ekonomik karın devam eden değeri formülünde kullanılan değerler; ekonomik kar (485.422 \$), net faaliyet karı (2.296.058 \$), yatırılan sermayenin getirisi (0,182), büyüme (0,010) ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de (0,15)'dir. EVA yöntemi-ne göre ekonomik karın devam eden değerinin bugünkü değeri 847.060 \$'dır. Ekonomik karın bugünkü değerine (1.989.436 \$), faaliyetler için yatırılan sermaye (17.716.137 \$) eklenerek işletmenin düzeltme öncesi faaliyet değeri 19.705.573 \$ olarak hesaplanmıştır. İşletmenin düzeltme öncesi faaliyet değeri yıl ortası düzeltme faktörü ile çarpılarak işletmenin faaliyet değeri 21.131.873 \$ olarak tespit edilmiştir.

### SONUÇ

İşletmelerin en önemli problemlerinden birisi, şirket değerinin gerçeğe uygun olarak tespit edilmesidir. Satın alma işlemi yapacak kişi veya kurumlar, mümkün olan en düşük fiyattan bu işlemi gerçekleştirmek is-

terken, satan taraf da bu fiyatı mümkün olan en yüksek rakamdan belirlemek istemektedir. Dolayısı ile bu süreçte her iki tarafında onayladığı bir kişi veya kurum tarafından satışa konu olan işletmenin optimal değerinin hesaplanması önem arz etmektedir.

Konaklama işletmelerinde şirket değerlendirme konusunda yapılan alan yazın incelemesinde bu konuda yapılan çalışmaların yetersiz olduğu görülmüş ve aşağıdaki ön bulgular tespit edilmiştir.

Hisse senetleri halka arz edilmemiş konaklama işletmelerinde değerlendirme konusunda yapılan çalışmalar yetersizdir. Değerleme faaliyetleri konusunda yapılan çalışmalar genellikle hisse senetleri halka arz edilmiş sanayi sektöründe faaliyet gösteren işletmelerde yapılmıştır. Yapılan çalışmaların hemen hepsinde şirket değerini etkileyen ana unsurlardan olan ve birçok karmaşık veri analizi gerektiren ROIC, NOPLAT, FYS, WACC ve CAPM gibi formüller kullanılmıştır. Ancak bu değerlerin hesaplanmasında gerçek veriler yerine varsayımsal değerler kullanılmıştır. Uygulamalarda hesaplamaların nasıl yapıldığı ve değerlere nasıl ulaşıldığı anlatılmamıştır. Değerleme faaliyetlerinin hisse senetleri halka arz edilmemiş işletme verileri ile yürü-

tülmesi, bu işlemlerde gerekli olan birçok veriye ulaşılabilirliği zorlaştırmıştır. Bu noktada izlenecek yol değerlendirilmesi yapılan işletme ile benzer özellikler gösteren halka arz edilmiş işletmelerin verilerinden yararlanılması olabilmektedir. Çalışmadan elde edilen sonuçlar ve bu sonuçlar çerçevesinde ortaya konan öneriler şunlardır:

Örnek alınan işletmede ilk olarak değerlemenin sağlıklı bir şekilde gerçekleştirilebilmesi için bilgi işlem ortamına girilen geçmiş dönem mali tabloları enflasyon düzeltmesine tabi tutulmuş ve sonrasında Amerika Birleşik Devletleri'nin para birimine (USD-\$) çevrilmiştir. Bu adımdan sonra gerçekleştirilen tüm işlemler USD üzerinden yapılmıştır. Geçmiş yıllar verileri üzerinde performans analizleri yapılarak işletmenin geleceği ile ilgili öngörüler oluşturulmuş ve işletmenin on yıllık proforma bilanço ve gelir tabloları hazırlanmıştır.

Uygulama aşamasında şirket değerini etkileyen en önemli faktörlerden olan, ekonomik karın hesaplanmasında, ekonomik karların bugünkü değerlerine indirgenmesinde ve devam eden değer bulunmasında gerekli olan WACC, CAPM, ROIC, NOPLAT ve FYS değerleri tespit edilmiştir. Yapılan hesaplamalar sonucunda tahminlenen ilk yıl için ROIC (0,0981), NOPLAT (1.738.063 \$), FYS (17.716.137), WACC (0,148) ve CAPM (0,2011) olarak bulunmuştur.

Şirket değerini en çok etkileyen faktörlerin yatırılan sermayenin getirisi, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve net maddi duran varlıklar / net satışlar oranı olduğu görülmüştür. Örneğin, konaklama işletmelerinde olağan bir durum olan net maddi duran varlıklar / net satışlar oranının çok yüksek çıkması işletmelerin ekonomik karlılığını ve dolayısı ile işletmenin faaliyet değerini düşürmektedir. Diğer taraftan işletme faaliyetlerinin değerinin yüksek çıkması için yatırılan sermayenin getirisi (ROIC) değerinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) değerinden yüksek olması gerekmektedir. Ancak bu koşullar altında işletmeler değer yaratabil-

mektedir.

Değerleme sürecinde yukarıda isimleri geçen değerleri hesaplarken yapılabilecek hatalar; ekonomik kar, devam eden değer ve dolayısıyla da şirket değeri üzerinde çok daha büyük hatalara neden olabilecektir. Bu yüzden hesaplamalarda kullanılacak formüllerin işletmelere uygunluğu ile bu formüllerin zayıf ve güçlü yönleri tespit edilerek, çalışmaların aksayan noktaları üzerinde yoğunlaşılmalıdır. Dolayısıyla elde edilen tüm veriler, iyi bir muhasebe alt yapısında finansal yaklaşımlarla desteklenerek değerlendirilmelidir. Bu yüzden değerlemeyi gerçekleştiren kişilerin mesleki donanımları da değerlendirme sürecinde formüllerin seçiminde ve uygulanmasında önem arz etmektedir.

Bu alanda yapılan çalışmaların ve hesaplamada kullanılan formüllerin, araştırmayı yapan kişilere göre değiştiği ve uygulamaların çeşitli varsayımlarla desteklendiği görülmektedir. Değerlemeyi gerçekleştiren kişinin tahminleri değiştiği zaman şirketlerin değeri de değişebilmektedir. Bu bağlamda araştırmacılar, mümkün oldukça varsayımlardan uzak durmaya çalışmalı ve muhasebe-finans temelinde ihtiyaç duyulan veriler kullanılarak hesaplamalar gerçekleştirilmelidir. Ancak bu şekilde işletmenin mali durumunu yansıtan gerçeğe en yakın değeri hesaplanabilmektedir. Bunlara ek olarak dikkat edilmesi gereken bir diğer nokta ise değerlendirme çalışmalarının içinde bulunulan zaman diliminde değerlendirilmesi gerekliliğidir. Belirlenen bir zaman dilimi için geçmiş bir tarihte değerlendirilmesi yapılan bir işletmenin değeri gerçeği yansıtmayabilir.

Bu çalışma ile sektörde veya akademik alanda değerlendirme faaliyetlerini gerçekleştirmek isteyen araştırmacılara yol gösterilmesi amaçlanmıştır. Bundan sonraki çalışmalarda halka açık işletmelerden örnekler seçilerek veya daha farklı yöntemler kullanılarak şirket değeri hesaplanabilir.

#### KAYNAKÇA

Bastı, E. ve Yılmaz, T. (2013). İMKB'de İşlem

- Gören Yerli ve Yabancı İmalat Sanayi Şirketlerinin Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Piyasa Katma Değerine (MVA) Dayalı Performans Analizi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, C/S. 50 (578): 55-74.
- Bayrakdaroğlu, A. ve Ünlü, U. (2009). Performans Değerlemede EVA ve MVA Ölçütleri: Bu Ölçütler Açısından İMKB ve NYSE'nin Karşılaştırmalı Analizi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C/S. 14 (1): 287-312.
- Chambers, N. (2009). *Firma Değerlemesi*, İstanbul: Beta Yayınları.
- Costin, D.M. (2017). Economic Value Added – A General Review of the Concept. "Ovidius" University Annals. *Economic Sciences Series*, V/N. 17 (1): 168-173.
- Çakıcı, C. (2008). *Ekonomik Katma Değer (EVA) Yaklaşımı*, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Çam, M. (2006). Stratejik Bir Yönetim Aracı Olarak Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Faaliyet Tabanlı Maliyet Yönteminin (FTMY) Birlikte Kullanımı. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C/S. 15 (2): 95-118.
- Daengs, A.; Ichromi, L.D. and Rahmansyah, M.R. (2017). Implementation Of Economic Value Added And Market Value Added Analysis As Valuation Tools Of Invest Feasibility, *Sinergi*, V/N. 7 (2): 6-15.
- Dukes, W.P. (2006). Business Valuation Basics for Attorneys. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, V/N. 1 (1): 1-19.
- Düzer, M. (2008). *Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi, İMKB'de Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.
- Ercan, M.K.; Öztürk, M.B. ve Demirgüneş, K. (2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Grant, J.I. (2003). *Foundations of Economic Value Added*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Göğüş, E.H.S. (2011). Ekonomik Katma Değer ve Hesaplanması. *Yönetim*, C/S. 22 (69): 9-23.
- Gürbüz, A.O. ve Ergincan, Y. (2004). *Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Hitchner, J.R. (2011). *Financial Valuation – Applications and Models*. New Jersey: John Wiley and Sons Inc.
- İri, R. (2018). İşletmelerin Uyguladıkları Rekabete Dayalı Fiyatlandırma Stratejilerinin Müşteri Memnuniyetine Etkisine Yönelik Bir Araştırma: Niğde ve Yöresi Kuyumcu İşletmeleri Örneği. *The Journal of Academic Social Science Studies*, C/S. (69): 441-460.
- Kutukız, D. ve Tunçbilek, M. (2009). Küreselleşme Sürecinde Firma Değeri ve Yönetim Sürecindeki Değişimler. *Journal of Azerbaijani Studies*, 18-26.
- Sharma, A.K. and Kumar, S. (2010). Economic Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues. *International Journal of Economics and Finance*, V/N. 2 (2): 200-220.
- Sichigea, N. and Vasilescu L. (2015). Economic Value Added and Market Value Added - Modern Indicators for Assessment the Firm's Value. *Annals of the Constantin Brâncuși University of Târgu Jiu, Economy Series*, Special Issue ECOTREND, 488-493.
- Sparling, D. ve Turvey, C.G. (2003). Further Thoughts on the Relationship Between Economic Value Added and Stock Market Performance. *Agribusiness*, V/N. 19 (2): 255-267.
- Ulusan, H. (2007). Finansal Raporlama Açısından Değerleme. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler*

- Enstitüsü Dergisi*, C/S. 16 (2): 525-544.
- Ünlü, S. (2008). *Firma Değerlemesi ve Alternatif Değerleme Yaklaşımları*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Üreten, A. ve Ercan, M. K., (2000). *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Wang, Y. and Wang, Y. (2016). Economic Value Added, Corporation Growth and Overinvestment—Based on State-Owned Corporations. *Modern Economy*, V/N. (7): 1640-1652.
- Yazıcı, R. ve Yazıcı, A. (2018). Gayrimenkul Sektörünün Gelişiminde Sermaye Piyasalarının Önemi. *The Journal of Academic Social Science Studies*, C/S. (68): 391-411.

#### Citation Information/Kaynakça Bilgisi

- Yelgen, E. ve Okutmuş, E. (2019). Ekonomik Katme Değer Yönetimi İle Şirket Değeri Belirleme, *Jass Studies-The Journal of Academic Social Science Studies*, Doi number:<http://dx.doi.org/10.9761/JASSS8016>, Number: 74 Spring 2019, p. 441-454.