

Konaklama İşletmelerinde Finansal Performans Ölçütü Olarak Yatırılan Sermayenin Getirisi*

Return on Invested Capital as a Financial Performance Criterion in Lodging Companies

Erdirinç KARADENİZ, Selda DALAK***, Fatih GÜNAY****, Mehmet BEYAZGÜL*******

**Doç. Dr., Mersin Üniversitesi Turizm Fakültesi, Çiftlikköy Kampüsü, 33343, Yenişehir, Mersin.

E-posta: ekaradeniz@mersin.edu.tr

ORCID No: 0000-0003-2658-8490

***Arş. Gör., Mersin Üniversitesi Turizm Fakültesi, Çiftlikköy Kampüsü, 33343, Yenişehir, Mersin.

E-posta: seldakhl@mersin.edu.tr

ORCID No: 0000-0003-2735-1006

****Arş. Gör., Mersin Üniversitesi Turizm Fakültesi, Çiftlikköy Kampüsü, 33343, Yenişehir, Mersin.

E-posta: fgunay@mersin.edu.tr

ORCID No: 0000-0003-0892-514X

*****Arş. Gör., Mersin Üniversitesi Turizm Fakültesi, Çiftlikköy Kampüsü, 33343, Yenişehir, Mersin.

E-posta: mbeyazgul@mersin.edu.tr

ORCID No: 0000-0002-3139-4351

MAKALE BİLGİLERİ

Makale İşlem Bilgileri:

Gönderilme tarihi: 8 Mart 2018

Düzeltilme: 21 Haziran 2018

Kabul: 25 Temmuz 2018

Anahtar sözcükler: Finansal performans, YSG, Konaklama işletmeleri, BİST, Brand finance.

ARTICLE INFO

Article history:

Submitted: 8 March 2018

Resubmitted: 21 June 2018

Accepted: 25 July 2018

Key words: Financial performance, ROIC, Lodging companies, BİST, Brand finance.

ÖZ

Bu çalışmanın amacı, son yıllarda finansal performansın analizinde önem kazanan yatırılan sermayenin getirisi (YSG) ölçütünü açıklamak ve payları Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören konaklama işletmeleri ile dünyada marka değeri en yüksek olan konaklama işletmelerinin YSG değerlerini hesaplayarak finansal performanslarını karşılaştırmalı olarak incelemektir. Bu amaçla BİST'te işlem gören 12 Türk konaklama işletmesinin ve Brand Finance 2017 sıralamasına göre dünyada marka değeri en yüksek ilk on konaklama işletmesinin, 2012-2016 yılları arasında YSG değerleri hesaplanarak işletmelerin beş yıllık finansal performansları karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, incelenen dönemlerde VSNFK, YS ve YSG değerleri itibarıyla dünyada marka değeri en yüksek konaklama işletmelerinin, BİST konaklama işletmelerine göre daha başarılı bir performans gösterdikleri belirlenmiştir. Analiz sonuçları incelendiğinde; Brand Finance sıralamasında yer alan konaklama işletmelerinde, en yüksek YSG değerinin 2014 yılında B1 işletmesinde 23,54 en düşük YSG değerinin ise 2015 yılında yine B1 işletmesinde -1,07 olarak gerçekleştiği belirlenmiştir. BİST işletmelerinde ise en yüksek YSG değerinin 2012 yılında A10 işletmesinde 3,02; en düşük YSG değerinin ise 2016 yılında A5 işletmesinde -1,06 olarak gerçekleştiği saptanmıştır.

ABSTRACT

The aim of this study is to explain return on invested capital (ROIC) criterion that have gained importance in analyzing financial performance in recent years and to compare the financial performance of the lodging companies which have the highest brand value in the world and the lodging companies which shares are traded in Borsa İstanbul (BİST). For this purpose, five year financial performances are analysed of the 12 Turkish lodging companies which are traded in BİST and with the highest brand value of the top ten lodging companies in the world according to the ranking of Brand Finance 2017, by calculating the ROIC values between the years 2012-2016. As a result of the study, it was determined that the highest branded lodging companies in the world have better performance than the ones in BİST in terms of NOPLAT, IC and ROIC. When the analysis results are examined; it has been observed that; the highest ROIC value in Brand Finance Lodging companies was realized 23,54 in 2014 of company B1; the lowest in 2015 at the B1 company was realized as -1,07. In the case of BİST companies, the highest ROIC value was determined as 3,02 in A10 company in 2012, the lowest in 2016 at the A5 company as -1,06.

*Bu makale, 28.09.2017-30.09.2017 tarihleri arasında Mersin Üniversitesi, Turizm Fakültesi'nde düzenlenen 1. Uluslararası Turizmin Geleceği; İnovasyon, Girişimcilik ve Sürdürülebilirlik Kongresi'nde tam metin olarak sunulan ve bildiri kitabında yayımlanan "Yatırılan Sermaye Getirisinin Hesaplanma Süreci: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Bir Turizm İşletmesinde Uygulama" başlıklı bildirinin geliştirilmiş halidir.

GİRİŞ

Son yıllarda yaşanan finansal krizler, terör saldırıları ve savaşlara rağmen turizm hareketleri hız kesmeden devam etmektedir. Bu hareketlilik neticesinde turizm sektörünün ülke ekonomilerine

olan katkısının artarak devam ettiği gözlenmektedir. Dünya turizm örgütünün verilerine göre, dünya gayri safi yurt içi hâsılasının yüzde 10'u, istihdamın yüzde 9'u, ihracattaki 1,5 trilyon dolarlık pay ile dünya ihracatının yüzde 7'si ve hizmet ihracatının yüzde 30'u turizm faaliyetlerinden elde edilmektedir (WTO 2017).

Turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmeleri yatırım aşamasında yüksek sabit sermayeye, işletme döneminde ise yüksek çalışma sermayesine gereksinim duyan ve likidite, faiz ve kur risklerine açık olan işletmelerdir. Söz konusu işletmelerin, firma değeri yaratabilmesinin yolu sermaye maliyetini en aşağı düzeye çekerek yatırılan sermaye getirisinin (YSG, Return On Invested Capital-ROIC) ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM) üstünde gerçekleşmesi ile mümkün olabilmektedir. Yatırılan sermaye getirisi, işletmenin gerçek faaliyet performansının göstergesi olması nedeniyle firma değeri yaratılıp yaratılmadığı konusunda ve işletme performansının değerlendirilmesinde geleneksel muhasebe performans ölçütlerine göre daha gerçekçi sonuçlar vermektedir (Önal, Karadeniz ve Kandır 2006).

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'a (BİST) kote olan konaklama işletmeleri ile Brand Finance kuruluşu tarafından 2017 yılında dünyada marka değeri en yüksek olarak belirlenen ilk 10 konaklama işletmesinin YSG değerlerinin hesaplanması ve bu bağlamda finansal performanslarının karşılaştırılmasıdır. Çalışmanın, alanyazında konuyla ilgili kısıtlı olan bilgiye katkı sağlamanın yanı sıra YSG değerinin hesaplanması konusunda, konaklama işletmeleri yöneticilerine finansal performans ölçümü ve kararlarında yeni bir bakış açısı sunacağı düşünülmektedir. Belirlenen amaçlar doğrultusunda çalışma dört bölüme ayrılmıştır. Bu kapsamda çalışmanın ilk bölümünde yatırılan sermayenin getirisinin tanımı yapılarak, hesaplama sürecinde yer alan değişkenlere ilişkin açıklamalara yer verilmiştir. İkinci bölümde konuyla ilgili daha önce yapılmış çalışmalar kısaca açıklanmaya çalışılmıştır. Üçüncü bölümde Borsa İstanbul'a kote olan konaklama işletmelerinin ve Brand Finance sıralamasına göre marka değeri en yüksek 10 konakla-

ma işletmesine ait YSG değerinin hesaplanmasına ilişkin bulgulara yer verilmiştir. Son bölümde çalışmanın sonuçları tartışılmış ve önerilere yer verilmiştir.

YATIRILAN SERMAYENİN GETİRİSİ

Yatırılan sermaye kavramı genel olarak işletmenin esas faaliyetlerini yerine getirebilmesi için gerçekleştirdiği yatırım miktarı olarak tanımlanmaktadır (Mauboussin ve Callahan 2017). YSG ise gerçekleştirilen yatırımlar üzerinden elde edilen getirinin ölçülmesi sonucunda oluşan değerdir. Başka bir ifadeyle YSG; "İşletme faaliyet dönemi içerisinde yapılan yatırımlar için kullanılan fonlardan daha yüksek bir getiri elde edebiliyor mu?" ve "Gelecek yatırımlardan beklenen getiri oranı ne olmalıdır?" sorularına cevap verebilmek üzere dikkate alınan değişkenleri ifade etmektedir (Damodaran 2007). Bu bağlamda YSG, işletmenin gerçek yatırım ve faaliyet performansının bir ölçüsü olması sebebiyle öz sermaye getirisi, varlık getirisi veya satış getirisi gibi geleneksel muhasebe ölçütlerinden daha gerçekçi sonuçlar veren bir ölçü olarak değerlendirilmektedir (Önal, Karadeniz ve Kandır 2008). Günümüzde firma değerini belirleyen en önemli unsurların başında yatırılan sermaye üzerinden sağlanan getiri oranı gelmektedir. Bir firma ancak YSG değeri, AOSM değerini aştığı zaman değer yaratabilmektedir. Dolayısıyla YSG değeri, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile karşılaştırılarak değer yaratılıp yaratılmadığı konusunda bilgi veren önemli bir değişkendir (Üreten ve Ercan 2000).

YSG'nin doğru bir şekilde hesaplanabilmesi için öncelikle finansal raporlarda bilgi asimetrisinin bulunmaması ve bu raporların düzenli bir şekilde hazırlanması gerekmektedir. Finansal raporlarda yer alan bilgiler içerisinde YSG'nin hesaplanması sürecinde kullanılacak bilgilerin alınarak ilgili formülde yerine konulması ve sonuçların sermaye maliyeti ile karşılaştırılarak yorumlanması, işletmenin firma değeri yaratma durumu konusunda bilgi vermektedir (Koller, Goedhart ve Wessels 2010). YSG hesaplanmasına ilişkin formül, hesaplama süreci ve süreçte yer alan değişkenler aşağıda sunulmaktadır (Önal,

Karadeniz ve Kandır 2006; Damodaran 2007; Koller, Goedhart ve Wessels 2010);

$$YSG = \frac{\text{Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı (VSNFK)}}{\text{Yatırılan Sermaye (YS)}}$$

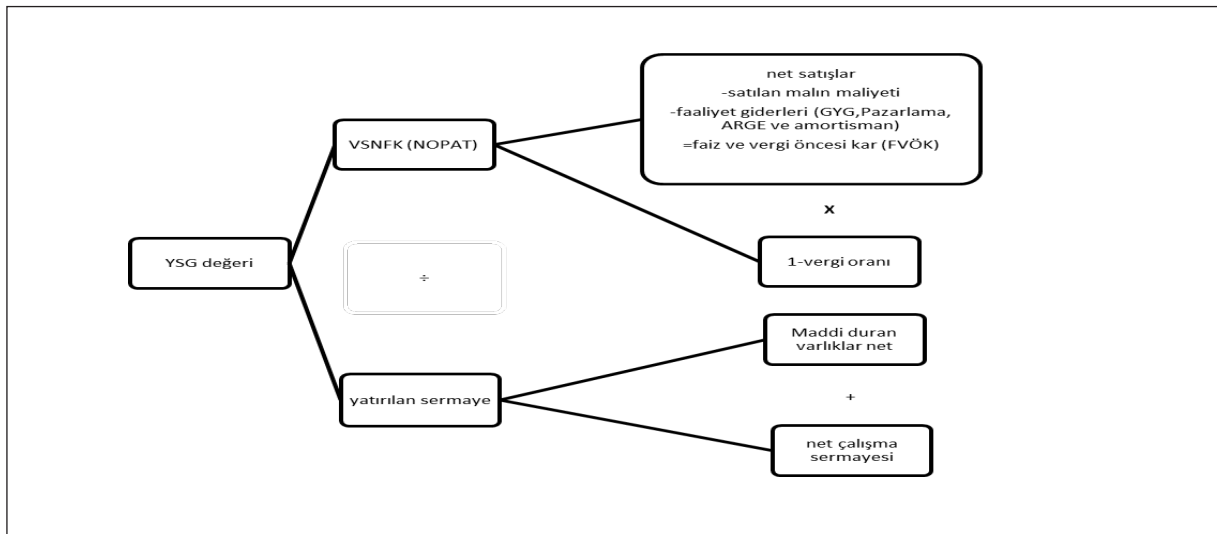
YSG'nin hesaplanmasında yer alan Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı (VSNFK), işletmenin esas faaliyetleri sonucunda elde ettiği gelir üzerinden yani faiz ve vergi öncesi kârdan (FVÖK) vergilerin düşülmesi sonucunda elde edilen değer olarak tanımlanmaktadır (Lovata ve Costigan 2002). VSNFK, yatırımlarda kullanılan sermayeye karşılık ne kadarlık bir gelir elde edildiğini göstermesi bakımından önem arz etmektedir. Söz konusu değer negatif olması, YSG değerinin de negatif gerçekleşmesine neden olduğundan istenen bir durum değildir. Başka bir ifadeyle VSNFK'nin negatif olması işletmenin faaliyetleri sonucunda zarar ettiği ve yatırılan sermaye üzerinden bir değer yaratamadığı anlamına gelmektedir. VSNFK değişkeninin hesaplanma formülü aşağıdaki gibidir (Ercan ve Ban 2010);

$$VSNFK = FVOK * 1 - \text{Vergi Oranı}$$

VSNFK'nin hesaplanması basit görünmekle birlikte FVÖK değeri bu değişkeni etkileyen en önemli unsurdur. Konaklama işletmeleri açı-

sından en önemli gider kalemleri olarak dikkat çeken satılan hizmet maliyeti ve genel yönetim giderleri FVÖK değerinin pozitif veya negatif gerçekleşmesi üzerinde etkili olabilmektedir. Bu bağlamda işletmelerin pozitif FVÖK değerine ulaşabilmek için satış gelirlerini arttırmaları, buna karşın satışların maliyeti ve faaliyet giderleri ile ilgili politikaları konusunda daha titiz davranmaları gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Yatırılan sermaye (YS) tutarı ise işletmenin faaliyetlerini yerine getirebilmek için kullandığı yatırım miktarı olarak tanımlanmaktadır. YS, işletmenin net çalışma sermayesine net maddi duran varlıkların değeri eklenerek hesaplanmaktadır (Ercan ve Ban 2010). Dolayısıyla YS ile VSNFK işletmenin faaliyetlerini yerine getirebilmek için ne kadarlık bir sermaye kullandığını ve bu sermaye üzerinden ne kadarlık bir kâr elde ettiğini göstermeleri sebebiyle firma değerinin yaratılmasında önemli değişkenler olarak yer almaktadır. Söz konusu değişkenlerin YSG değerini ne şekilde etkilediğinin bilinmesi çözüm üretilebilmesi açısından önem taşımaktadır. Yatırılan sermaye getirisinin hesaplanmasında Şekil 1'de yer alan sürecin izlenerek yapılması, getirinin oluşması ya da pozitif getirinin oluşup oluşmaması bağlamında hangi kalemlerin etkili olduğunun belirlenmesi açısından kolaylık sağlamaktadır. Süreç sayesinde YSG hesaplanmasında yer alan



Şekil 1. Yatırılan Sermayenin Getirisinin Hesaplanma Süreci

her bir değişkenin YSG değerine katkısı daha net görülmekle birlikte YSG'yi artırıcı önlemlerle nihai olarak firma değerinin arttırılması mümkün olmaktadır (Koller 1994).

Şekil 1 incelendiğinde işletmelerin YSG değerlerini arttırmak istemeleri durumunda yatırılan sermaye tutarları ile VSNFK arasındaki farkın mümkün olduğunca yüksek, VSNFK'nin pozitif ve yatırılan sermaye tutarından büyük olması gerektiği anlaşılmaktadır. Bu yatırılan sermaye miktarını azaltmaktan veya sabit tutmaktan buna karşın VSNFK'yi arttırmakla mümkün olabilmektedir (Young ve O'Byrne 2003; Ercan, Öztürk ve Demirgüneş 2003). Firma değerinin yaratılması konusunda YSG değerinin AOSM'den daha yüksek gerçekleşmesi unutulmaması gereken bir diğer noktadır (Young ve O'Byrne 2000).

İLGİLİ ÇALIŞMALAR

Konuyla ilgili yapılan alanyazın incelemesi sonucunda, yatırılan sermaye getirisi kavramını açıklayan, önemini vurgulayan ve hesaplanma süreci konusunda detaylı bilginin yer aldığı az sayıda çalışmaya rastlanmıştır. YSG'yi konu alan ve konaklama işletmeleri üzerinde uluslararası karşılaştırmanın yapıldığı bir çalışmaya ise tarafımızca rastlanmamıştır. YSG'nin yer aldığı çalışmalar incelendiğinde, YSG'ye firma değerinin hesaplanması sürecinde bir değişken olarak yer verildiği saptanmıştır (Lovata ve Costigan 2002; Kim 2006; Kaur ve Narang 2009; Sharma ve Kumar 2010; Patel ve Patel 2012; Madhavi ve Prasad 2015). Özellikle ekonomik katma değer (EVA-Economic Value Added) hesaplanması sürecinde YSG'den kilit değişken olarak söz edildiği görülmektedir. Bu bağlamda yapılan alanyazın incelemesi ve ulaşılan çalışmalar aşağıda özetlenmektedir.

Strack ve Villis (2002), çalışmalarında yeni bir yaklaşım olan bütünleşik değer yönetimini açıklamış ve hesaplanma sürecinde yatırılan sermaye getirisinin öneminden söz etmişlerdir. Öztürk (2004), ekonomik katma değer hesaplanması sürecini açıkladığı çalışmasında yatırılan sermaye getirisine kısaca yer vermiştir. Wet (2005), hissedar değeri yaratılıp yaratılmadığının ölçülmesinde ekonomik katma değer, aktif kârlılığı,

özsermaye kârlılığı, hisse başına kâr, hisse başına temettü ve piyasa katma değeri karşılaştırdığı çalışmasında ekonomik katma değer hesaplanması sürecinde YSG değerine yer vermiştir. Önal, Karadeniz ve Kandır (2005), çalışmalarında bir konaklama işletmesinin verilerini kullanarak devam eden değeri hesaplamışlardır. Söz konusu çalışmada yapılan devam eden değer hesaplamasında yatırılan sermayenin getirisi hesaplanmış ve ilgili formülde kullanılmıştır. Wet ve Toit (2007), hissedar değerinin yaratılmasında özsermaye kârlılığı ve ekonomik katma değeri karşılaştırdıkları çalışmalarında hesaplanma sürecinde yer alan bir değişken olarak YSG değerine yer vermişlerdir.

Ebben ve Johnson (2012), çalışmalarında nakit dönüşüm süresi ile likidite, yatırılan sermaye ve performans arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma sonucunda nakit dönüşüm süresinin her üç değişkenle ilişkili olduğu, etkin bir nakit dönüşümünün daha yüksek getiri ve likidite sağladığı belirlenmiştir. Erem ve Akyüz (2014), çalışmalarında ekonomik katma değer ve piyasa katma değeri arasındaki ilişkiyi YSG, aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, satış kârlılığı, VSNFK ve hisse başı kazanç gibi performans ölçüleriyle karşılaştırmışlardır. Çalışma sonucunda ekonomik katma değer ve piyasa katma değeri ile hisse başı kazanç arasında pozitif yönlü, satış kârlılığı ile negatif yönlü bir ilişki olduğu belirtilmiştir.

Yelgen ve Uyar (2016), çalışmalarında değeri etkileyen değişkenleri açıklayarak gerçek değerlerle uygulamalı olarak hesaplama süreçlerini açıklamışlardır. Ayrıca halka açık bir konaklama işletmesinin verilerini kullanarak yapılan hesaplamalarda süreç detaylı bir şekilde anlatılmaktadır. Çalışma sonucunda firma değerinin doğru bir şekilde hesaplanabilmesi için kullanılan verilerin hesaplama uygun hale getirilmesi gerektiği vurgulanmaktadır. YSG'nin firma değerinin hesaplanmasında önemli bir değişken olduğu ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden daha yüksek bir oranda gerçekleşmesiyle işletmelerin daha yüksek bir performansa sahip olacağı ve büyüyeceği ifade edilmektedir.

Mauboussin ve Callahan (2017), çalışmalarında yatırılan sermaye getirisi kavramının ne oldu-

ğunu, hesaplanma sürecini ve kullanılan değişkenleri bir işletmenin beş yıllık verilerinden hareketle uygulamalı olarak açıklamışlardır. Çalışma sonucunda, işletmenin faaliyetleri sonucunda değer yaratıp yaratmadığını öğrenebilmek için dönem sonunda yatırılan sermaye tutarının üzerinde bir değer yaratıp yaratmadığına bakılması gerektiği ve söz konusu değer, işletmenin yatırılan sermaye getirisinin sermaye maliyetinden daha fazla olması durumunda oluşacağı belirtilmektedir.

YÖNTEM

Yatırılan sermayenin getirisi kavramıyla birlikte, getirinin hesaplanması sürecinin açıklanması ve payları BİST’te işlem gören konaklama işletmeleri ile Brand Finance’de yer alan 2017 yılında marka değeri en yüksek ve finansal verileri kullanılabilir konaklama işletmelerinin yatırılan sermaye getirisinin ölçülerek performanslarının ortaya konması, çalışmanın temel amaçlarını oluşturmaktadır. Bu bağlamda çalışmanın, alanyazında konuyla ilgili kısıtlı olan bilgiye katkı sağlaması ve yapılacak çalışmalara kaynak teşkil etmesinin yanı sıra YSG değerinin hesaplanması konusunda, konaklama işletmeleri yöneticilerine finansal performans yönetiminde yeni bir bakış açısı sunacağı düşünülmektedir. Ayrıca BİST Konaklama İşletmeleri ile marka değeri en yüksek konaklama işletmelerinin YSG değerinin hesaplanmasında yer alan YS ve VSNFK değerlerinin yıllar itibarıyla nasıl bir eğilim gösterdikleri ve bu eğilime bağlı olarak YSG değerlerinin değişiminin karşılaştırmalı olarak incelenmesi amaçlanmaktadır.

Çalışmanın teorik alt yapısının oluşturulmasında konuyla ilgili yazılmış ulusal ve uluslararası akademik yayınlar incelenmiştir. Bu bağlamda YS, VSNFK ve YSG açıklanarak hesaplama süreci şekil yardımıyla gösterilmiştir. Borsa İstanbul’a kote olan ve beş yıllık verilerine ulaşılabilen 12 konaklama işletmesi ile Brand Finance tarafından yapılan sıralamada 2017 yılının marka değeri en yüksek 10 konaklama işletmesinin YSG değerleri ölçülerek performanslarının karşılaştırıldığı bu çalışmada finansal tablo verilerinden hareket edilerek ilgili alanyazında yer alan

formüller kullanılmıştır. Çalışmada konaklama sektörünün seçilmesinin iki farklı nedeni bulunmaktadır. Bunlardan birincisi Türkiye’de yapılan sektör ayrımının uluslararası alanda yapılan ayırmadan farklı olması ve ülkemizde turizm sektöründe halka açık işletmelerin konaklama işletmesi olmasından kaynaklanmaktadır. İkinci neden, analiz konusunda en sağlıklı verinin konaklama işletmelerinden sağlanabiliyor olmasıdır.

Brand Finance’in yapmış olduğu sıralamada marka değeri en yüksek 10 konaklama işletmesi sırasıyla; Hilton, Marriot, Hyatt Hotels Corp., Sheraton, Holiday Inn (InterContinental Hotels Group PLC.), Courtyard Marriot, Hampton, Ramada, Shangri-La Asia Ltd. ve West-Inn şeklindedir. BİST’te işlem gören konaklama işletmeleri ise Altinyunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş., Petrokent Turizm A.Ş., Metemtur Otelcilik ve Turizm İşletmeleri A.Ş., Marmaris Altinyunus Turistik Tesisleri A.Ş., Martı Otel İşletmeleri A.Ş., Net Turizm Ticaret ve Sanayi A.Ş., Merit Turizm Yatırım ve İşletme A.Ş., Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş. ve Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş.’dir. Bu kapsamda Thomson Reuters Eikon veri tabanında Brand Finance 2017 listesinde ilk onda yer alan; Marriott, Courtyard, Sheraton ve West-Inn, Marriott International Inc. grubu olarak tek bir işletme çatısı altında yer almaktadır. Ayrıca Hilton ve Hampton, Hilton Worldwide Holdings Inc. çatısı altında; Ramada ise Wyndham Worldwide Corp. işletmesinin bünyesinde yer almaktadır. Bu sebeple Brand Finance kuruluşunun 2017 yılında sıralamasındaki en yüksek marka değerine sahip ilk on konaklama işletmesinden bazılarının Thomson Reuters Eikon veri tabanında bir işletme çatısı altında olması nedeniyle altı konaklama işletmesinin verisi kullanılarak hesaplama yapılmıştır. Payları BİST’te işlem gören 12 konaklama işletmesinden Net Turizm Ticaret ve Sanayi A.Ş. ve Merit Turizm Yatırım ve İşletmeleri A.Ş. verileri aynı çatı altında Net Holding A.Ş. olarak sunulmaktadır. Dolayısıyla payları BİST’te işlem gören on iki konaklama işletmesi olmasına rağmen on bir işletmenin YSG değeri hesaplanabilmiştir. Çalışmaya dâhil edilen ve verilerine eksiksiz ulaşılabilen işletmelerin 2012-2016 yıllarını kapsayan beş yıllık finansal verileri Mersin Üni-

versitesi Bilimsel Araştırma Proje Birimi tarafından desteklenen 2017-2-TP3-2657 kodlu proje kapsamında Thomson Reuters Eikon veri tabanından elde edilmiştir. İşletme bilgilerinin gizliliği ve halka açık işletmeler hakkında spekülasyon yaratmama ilkesine dayanılarak; payları BİST'te işlem gören konaklama işletmeleri; A1, A2, A3, A4, A5, A6, A7, A8, A9, A10 ve A11 işletmesi; uluslararası konaklama işletmeleri ise B1, B2, B3, B4, B5 ve B6 olarak kodlanmıştır.

BULGULAR

Çalışmanın amaçları doğrultusunda Yatırılan Sermayenin Getirisi (YSG) hesaplanmasında ilk adım olan yatırılan sermaye (YS) ve vergi sonrası net faaliyet kârının (VSNFK) hesaplanmasına

ilişkin payları BİST'te işlem gören konaklama işletmelerine ait bulgular Tablo 1'de sunulmaktadır.

Yatırılan sermaye tutarlarına ilişkin bulgular incelendiğinde BİST'te işlem gören konaklama işletmelerinden A8 dışındaki işletmelerin pozitif yatırılan sermayeye sahip olduğu görülmektedir. A8 işletmesinin net çalışma sermayesinin negatif ve maddi duran varlık tutarından daha yüksek olması nedeniyle yatırılan sermayesi, 2012 ve 2013 yıllarında negatif olarak gerçekleşmiştir. Yatırılan sermayenin hesaplama sürecinde işletmelerin ağırlıklı olarak negatif net çalışma sermayesiyle faaliyet gösterdikleri gözlenmiştir. Bununla birlikte maddi duran varlık tutarlarının net çalışma sermayesinden daha yüksek ve pozitif olmasından dolayı yatırılan sermaye tutarının pozitif

Tablo 1. BİST Konaklama İşletmelerinin Yatırılan Sermaye ve VSNFK Tutarları

Bin (\$)		2012	2013	2014	2015	2016
A1	YS	16.251	12.204	13.002	11.988	9.379
	VSNFK	1.145	-142	540	550	-595
A2	YS	122.222	91.574	213.392	150.663	123.306
	VSNFK	-2.523	4.494	3.635	-4.527	-6.247
A3	YS	128.770	445.576	600.371	668.016	601.449
	VSNFK	-5.494	19.166	16.026	7.358	15.174
A4	YS	58.013	51.010	44.880	58.887	47.732
	VSNFK	135	413	-89	-62	-1.714
A5	YS	10.521	10.318	8.290	6.896	2.345
	VSNFK	-1.441	1.909	-172	789	-2.488
A6	YS	6.811	6.075	5.198	15.212	3.551
	VSNFK	1.049	-582	-491	8.082	2.464
A7	YS	94.301	55.677	52.528	66.235	54.925
	VSNFK	113	898	358	392	-1.721
A8	YS	-705	-881	27.388	23.824	6.873
	VSNFK	-89	-261	-720	184	-966
A9	YS	83.621	60.264	52.892	63.293	45.835
	VSNFK	3.888	-342	1.730	-254	-1.656
A10	YS	328	3.019	7.987	10.187	10.750
	VSNFK	992	-180	-298	3.473	2.773
A11	YS	10.260	9.907	9.408	6.211	1.117
	VSNFK	-228	-134	-13	-544	-343
Ortalama	YS	53.110	74.562	94.121	98.310	82.478
Ortalama	VSNFK	-223	2.295	1.864	1.404	426

gerçekleştiği saptanmıştır. Tablo 1 incelendiğinde tüm yıllarda en yüksek yatırılan sermaye ve VSNFK değerinin A3 işletmesinde olduğu gözlenmektedir.

Yatırılan sermaye tutarı bağlamında en yüksek ikinci değere sahip olan A2 işletmesinin 2016 yılında en düşük aynı zamanda negatif VSNFK değerine sahip olduğu gözlenmektedir. Payları BİST’te işlem gören konaklama işletmelerinin yatırılan sermaye ve VSNFK tutarları incelendiğinde; A3, A6 ve A10 işletmeleri dışında diğer işletmelerin hepsinin 2016 yılında faaliyetleri sonucunda negatif VSNFK değerine sahip olduğu gözlenmiştir. Söz konusu durumun analiz edilen işletmelerin faaliyet kârlarının negatif gerçekleşmesinden kaynaklandığı saptanmıştır. Ayrıca A8 işletmesinin 2015 yılı dışında tüm yıllarda negatif VSNFK değerine sahip olduğu, A11 işletmesinin VSNFK değerinin ise tüm yıllarda negatif olduğu görülmektedir. Bu bağlamda A8 işletmesinin brüt satış kârının oluşumunda önemli olan satış maliyetleri ile faaliyet kârının oluşumunda önemli olan faaliyet giderleriyle ilgili politikalarını gözden geçirmeleri ve düzeltici önlemler almaları gerektiği düşünülmektedir. VSNFK değerinin hesaplanmasında etkili olan kalemler incelendiğinde payları BİST’te işlem gören konaklama işletmelerinde satılan malın maliyeti ve genel yönetim giderleri kalemlerinin yüksek olmasının faaliyet kârının ve bu bağlamda VSNFK değerinin negatif gerçekleşmesinin altındaki temel etken olduğu gözlenmiştir.

Tablo 1 incelendiğinde BİST konaklama işletmelerinin yatırılan sermaye ve VSNFK tutarlarının analiz döneminde dalgalı bir seyir izlediği, artış veya azalışların devamlılık göstermediği gözlenmektedir. Analiz edilen on bir konaklama işletmesinden en fazla VSNFK değeri negatif olan işletme sayısının olduğu yılın 2016 yılı olduğu görülmektedir. 2016 yılında BİST’te işlem gören on bir konaklama işletmesinden sekizinin VSNFK değerleri negatif gerçekleşmiştir. Bu durumun temel sebebinin 2016 yılında Rusya ile yaşanan uçak krizi nedeniyle satışların ve bu bağlamda faaliyet kârlarının azalmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Söz konusu durum, turizm sektörünün gerek çevresel gerekse politik

faktörlerden çok çabuk etkilenen ve bu nedenle talebin son derece esnek olduğu bir sektör olmasının göstergesi niteliğindedir. Ortalama değerler itibariyle en yüksek yatırılan sermaye tutarının gerçekleştiği yılın 2015 olduğu bununla beraber en yüksek VSNFK değerinin gerçekleştiği yılın ise 2013 olduğu görülmektedir.

YSG’nin hesaplanmasında ilk adım olan yatırılan sermaye ve VSNFK’nin hesaplanmasına ilişkin 2017 yılında dünyada marka değeri en yüksek altı konaklama işletmesine ait bulgular ise Tablo 2’de yer almaktadır. Tablo 2 incelendiğinde, analiz sürecinde hem yatırılan sermaye hem de VSNFK açısından en yüksek tutarların B2 işletmesine ait olduğu görülmektedir. Yine bu işletmelerde analiz sürecinde yalnızca B1 işletmesinin 2015 yılında negatif yatırılan sermaye tutarına sahip olduğu görülmektedir. B1 işletmesinin finansal verileri incelendiğinde, söz konusu durumun 2015 yılında net çalışma sermayesinin maddi duran varlıklarından daha yüksek ve negatif değerde olmasından kaynaklandığı belirlenmiştir. Bunun dışında analiz sürecinde bu işletmelerin yatırılan sermaye ve VSNFK değerlerinin oldukça yüksek ve pozitif gerçekleştiği belirlenmiştir. Hatta B5 işletmesinin 2014 ve 2016 yıllarında VSNFK tutarlarının yatırılan sermaye tutarlarından büyük olduğu belirlenmiştir. Analize dahil olan marka değeri en yüksek altı konaklama işletmesinin incelenen yıllarda pozitif VSNFK tutarlarına sahip olmalarının nedeni bu işletmelerin incelenen dönemlerde itibariyle pozitif vergi öncesi faaliyet kârına sahip olmalarıdır. Bu bağlamda uluslararası konaklama işletmelerinde etkin bir gider ve maliyet politikasının izlendiği ve faaliyetlerden etkin bir kâr sağlandığı söylenebilir. Ortalama değerlere bakıldığında en yüksek yatırılan sermaye tutarının 2015 yılında, en yüksek ortalama VSNFK tutarının ise 2016 yılında gerçekleştiği belirlenmiştir.

Ortalama alınırken A8 işletmesinin 2012-2013 yılları ile B1 işletmesinin 2015 yılı negatif YS değerleri olması sebebiyle söz konusu tarihler hesaplamaların dışında tutulmuştur. Analize dahil edilen BİST konaklama işletmeleri ile dünyada marka değeri en yüksek konaklama işletmelerinin yatırılan sermaye ve VSNFK tutarlarının or-

Tablo 2. Dünyada Marka Değeri En Yüksek Konaklama İşletmelerinin Yatırılan Sermaye ve VSNFK Tutarları

Bin (\$)	2012	2013	2014	2015	2016	
B1	YS	241.000	771.000	32.000	-820.000	559.000
	VSNFK	611.000	642.200	753.350	877.500	1.140.100
B2	YS	9.675.000	9.288.000	7.701.000	9.261.000	1.214.000
	VSNFK	750.100	716.300	1.087.450	1.153.100	1.213.550
B3	YS	5.279.000	4.963.000	5.165.000	4.048.000	4.485.000
	VSNFK	103.350	151.450	181.350	209.950	194.350
B4	YS	1.227.000	1.705.000	1.508.000	1.185.000	1.120.000
	VSNFK	568.100	603.200	641.550	679.250	703.300
B5	YS	936.000	941.000	422.000	665.000	63.000
	VSNFK	457.520	399.630	512.710	546.400	567.200
B6	YS	5.922.477	6.389.765	6.795.402	5.493.301	5.656.961
	VSNFK	188.799	156.241	152.706	136.008	146.342
Ortalama	YS	3.880.080	4.009.628	3.603.900	4.130.460	2.182.994
Ortalama	VSNFK	446.478	444.837	554.853	600.368	660.807

talamaları karşılaştırmalı olarak incelendiğinde payları BİST'te işlem gören konaklama işletmelerinin yatırılan sermaye tutarlarının ve ortalamalarının marka değeri en yüksek konaklama işletmelerine göre çok düşük kaldığı görülmektedir. BİST konaklama işletmelerinin yatırılan sermaye tutarlarının ortalamasının beş yüz bin doları geçmediği; buna karşın marka değeri en yüksek konaklama işletmelerinin ise iki milyon doların altına inmediği görülmektedir. Yine BİST konaklama işletmelerinde yatırılan sermaye tutarlarının analiz sürecinde yıllar itibarıyla yükseliş eğiliminde olduğu görülmektedir. Buna karşın marka değeri en yüksek altı konaklama işletmesinin, BİST konaklama işletmelerinin aksine ortalama yatırılan sermaye tutarlarının yıllar itibarıyla dalgalanma gösterdiği ve önce artış daha sonra azalış gösterdiği gözlenmektedir. Bu kapsamda uluslararası bağlamda konaklama işletmelerinin ortalama yatırılan sermaye açısından yıllar itibarıyla farklı politikalar izlediği görülmektedir.

Analize dahil edilen konaklama işletmelerinin VSNFK değerleri ile bu değerlerin ortalamaları karşılaştırmalı olarak incelendiğinde, BİST konaklama işletmelerinin faaliyetleri sonucunda vergi sonrası kâr yaratmada sıkıntılar yaşadıkları

rı gözlenmektedir. Ayrıca analiz kapsamındaki on bir adet BİST konaklama işletmesinden 2012 yılında beş tanesinin, 2013 ve 2014 yıllarında altı tanesinin, 2015 yılında dört tanesinin ve 2016 yılında sekiz tanesinin VSNFK değerlerinin negatif gerçekleştiği saptanmıştır. Dünyada marka değeri en yüksek konaklama işletmelerinde ise analiz döneminde ortalama VSNFK tutarlarının pozitif ve yükseliş eğiliminde olduğu gözlenmektedir. Bununla birlikte ortalama VSNFK tutarının dört yüz bin doların altına düşmediği belirlenmiştir. Ayrıca marka değeri en yüksek konaklama işletmelerinin VSNFK değerlerinin analiz sürecinde negatif değer almadığı belirlenmiştir.

Analize dahil edilen konaklama işletmelerinin VSNFK yaratamalarının nedenleri finansal tablolardan elde edilen bilgiler ışığında incelendiğinde, BİST konaklama işletmelerinde satışların maliyeti ve genel yönetim giderlerinin yüksek tutarlarda gerçekleştiği, bu nedenle faaliyetleri sonucunda kâr yaratamadıkları aksine zarar ettikleri belirlenmiştir. Söz konusu durumun Brand Finance 2017 sıralamasına göre dünyada marka değeri en yüksek konaklama işletmelerinde farklı olduğu belirlenmiştir. Başka bir ifadeyle Brand Finance 2017 sıralamasına göre dünyada

Tablo 3. BİST Konaklama İşletmelerinin Yatırılan Sermayenin Getirisi Değerleri

YSG	2012	2013	2014	2015	2016
A1	0,07	-0,01	0,04	0,05	-0,06
A2	-0,02	0,05	0,02	-0,03	-0,05
A3	-0,04	0,04	0,03	0,01	0,03
A4	0,00	0,01	0,00	0,00	-0,04
A5	-0,14	0,18	-0,02	0,11	-1,06
A6	0,15	-0,10	-0,09	0,53	0,69
A7	0,00	0,02	0,01	0,01	-0,03
A8	----	----	-0,03	0,01	-0,14
A9	0,05	-0,01	0,03	0,00	-0,04
A10	3,02	-0,06	-0,04	0,34	0,26
A11	-0,02	-0,01	0,00	-0,09	-0,31
Ort.	0,291	0,037	-0,005	0,085	-0,068

marka değeri en yüksek konaklama işletmelerinde aynı şekilde satışların maliyeti ve genel yönetim giderlerinin yüksek tutarlarda olduğu; fakat faaliyet kârı yaratmakta herhangi bir sorun yaşamadıkları saptanmıştır.

BİST konaklama işletmelerinin yatırılan sermayenin getirisi değerlerine ait sonuçlar Tablo 3'te yer almaktadır.

BİST konaklama işletmelerinin YSG değerlerinin yer aldığı Tablo 3 incelendiğinde, YSG değerinin bütün yıllarda sadece pozitif veya sadece negatif gerçekleştiği bir işletmenin olmadığı gözlenmiştir. BİST konaklama işletmelerinde beş yıllık YSG değerinin dalgalanmalar gösterdiği, söz konusu değer negatif gerçekleştiği yıllarda VSNFK tutarının negatif gerçekleştiği belirlenmiştir. Analiz sürecinde en yüksek YSG değerinin; 2012 yılında A10 işletmesinde, en düşük YSG değerinin ise A5 işletmesinde 2016 yılında gerçekleştiği gözlenmektedir. Bununla birlikte Tablo 3 incelendiğinde A8 işletmesinin 2012-2013 yıllarında negatif YS ve VSNFK'ye sahip olması nedeniyle söz konusu yıllarda YSG değeri hesaplanmamıştır. Formülde iki negatif değer birbirine oranlanmasından pozitif YSG değerine neden olacağından sonuçlar anlamlı olmayacaktır. Bu kapsamda A8 işletmesinin 2012-2013 yılların-

da YSG değeriyle ilgili yorum yapmak doğru olmamaktadır.

BİST konaklama işletmelerinin YSG değerleri genel olarak incelendiğinde, analizin yapıldığı yıllarda sadece 2012 yılında A10 işletmesinin 3,02 YSG değerine ulaştığı buna karşın diğer tüm işletmelerin birin altında YSG değerine sahip olduğu belirlenmiştir. A10 işletmesinin 2012 yılına ait verileri incelendiğinde VSNFK değerinin yatırılan sermaye tutarının üç katından fazla ve pozitif tutarda olduğu belirlenmiştir. YSG değerinin düşük olması BİST konaklama işletmelerinin faaliyetleri sonucunda yatırdıkları sermaye üzerinden sağladıkları getirinin düşük olduğunu göstermektedir. Fakat unutulmaması gereken nokta YSG değerinin düşük olmasına bakılarak firma değerinin nasıl etkilendiği konusunda kesin yorum yapmanın doğru olmayacağıdır. YSG değerinin firma değeri yaratmak konusunda nasıl bir etkisinin olduğunu anlayabilmek için işletmelerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerini (AOSM) hesaplamak gerekmektedir. YSG ve AOSM'nin karşılaştırılması sonucunda firma değerinin yaratılıp yaratılmadığı tartışılabilmektedir. İşletmelerin değer yaratabilmeleri için YSG'nin AOSM'den daha büyük ve pozitif olması gerektiği unutulmaması gereken bir diğer

Tablo 4. Dünyada Marka Değeri En Yüksek Konaklama İşletmelerinde Yatırılan Sermayenin Getirisi Değerleri

YSG	2012	2013	2014	2015	2016
B1	2,54	0,83	23,54	----	2,04
B2	0,08	0,08	0,14	0,12	1,00
B3	0,02	0,03	0,04	0,05	0,04
B4	0,46	0,35	0,43	0,57	0,63
B5	0,49	0,42	1,21	0,82	9,00
B6	0,03	0,02	0,02	0,02	0,03
Ort.	0,603	0,291	4,230	0,088	2,123

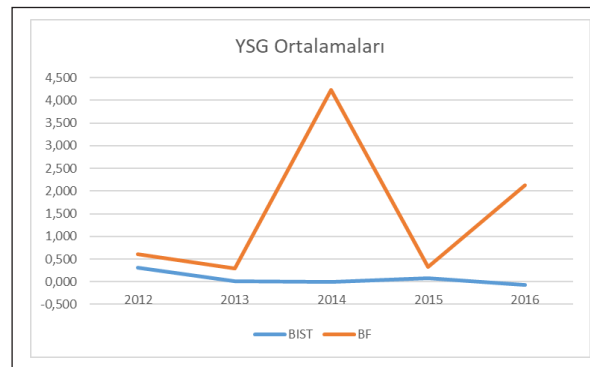
noktadır. Ancak YSG değerinin çok düşük bir pozitif değere veya negatif değere sahip olması, AOSM'den daha küçük bir değer olacağı için firma değerinin oluşmaması sonucunu yaratabilecektir.

Marka değeri en yüksek konaklama işletmelerinde hesaplanan yatırılan sermayenin getirisi değerlerine ait sonuçlar Tablo 4'te yer almaktadır.

Dünyada marka değeri en yüksek altı konaklama işletmesinin yatırılan sermayenin getirisi değerlerinin yer aldığı Tablo 4 incelendiğinde sadece B1 işletmesinin 2015 yılı için YSG değeriyle ilgili, negatif YS değeri sebebiyle hesaplama yapılmadığı, diğer işletmelerin tümünde analiz sürecinde YSG değerinin pozitif olduğu görülmektedir. Tablo 4'e bakıldığında incelenen yıllar itibarıyla YSG değerinin en yüksek B1 işletmesinde 2014 yılında gerçekleştiği görülmektedir. Bununla birlikte B3 ve B6 işletmelerinin YSG değerlerinin birbirine yakın ve en düşük olan işletmeler olduğu gözlenmektedir. B1 işletmesinin 2015 yılında negatif YS tutarına sahip olmasının yanı sıra, işletmenin yatırılan sermaye tutarında 2015 yılında 852 milyon dolarlık bir düşüş olduğu belirlenmiştir. Söz konusu değişim sebebiyle B1 işletmesinin 2014 yılında en yüksek YSG değerine sahip olduğu belirlenmiştir. Tablo 4'te dikkat çeken bir diğer sonuç B5 işletmesinin 2015 yılında 0,82 olan YSG değerinin 2016 yılında 9,00 olarak gerçekleşmiş olmasıdır. Söz konusu durumun işletmenin yatırılan sermaye tutarının 2015 yılında 665 milyon dolardan 2016 yılında 63 milyon dolara düşmüş olması ve VSNFK'sini artırmış olmasından kaynaklandığı belirlenmiştir.

Analize dahil edilen BİST konaklama işletmeleri ile Brand Finance tarafından dünyanın en değerli konaklama işletmeleri olarak belirlenen işletmelerde YSG değerlerinin ortalamalarının karşılaştırılması olarak sunulduğu Grafik 1 aşağıda yer almaktadır. Grafikte BİST konaklama işletmelerinin YSG ortalamalarının trendi BİST olarak, Brand Finance sıralamasına göre dünyanın en değerli konaklama işletmesi markalarının YSG ortalamalarının trendi ise BF olarak isimlendirilmiştir.

Grafik 1 incelendiğinde marka değeri en yüksek konaklama işletmelerinin ortalama yatırılan sermayenin getirisi değerinin yıllar itibarıyla dalgalanma gösterdiği gözlenmektedir. 2013 yılında her iki grubun YSG değerlerinde düşüş yaşandığı, 2014 yılında ise marka değeri en yüksek konaklama işletmelerinde artış, BİST konaklama işletmelerinin düşüş olduğu gözlenmektedir. Sonraki yılda BİST konaklama işletmelerinin ortalama YSG değeri artış gösterirken, uluslararası



Grafik 1. Ortalama YSG Değerlerinin Uluslararası Karşılaştırması

konaklama işletmelerinin düşüş yaşadığı görülmektedir. 2016 yılında BİST konaklama işletmelerinin ortalama YSG değerinde düşüş yaşandığı, dünyada en yüksek marka değerine sahip konaklama işletmelerinde ise YSG değerinin yükselişte olduğu belirlenmiştir. Brand Finance tarafından yapılan sıralamada marka değeri en yüksek konaklama işletmelerinde en yüksek ortalama YSG değerinin 2014 yılında 5,16 olarak, payları BİST’te işlem gören konaklama işletmelerinde ise 2012 yılında 0,29 olarak gerçekleştiği belirlenmiştir. Ortalamalar açısından en düşük ortalama YSG değerlerinin marka değeri en yüksek konaklama işletmelerinde 2015 yılında 0,319, BİST konaklama işletmelerinde 2016 yılında -0,068 olduğu gözlenmektedir.

SONUÇ

Kuruluş fikrinin ortaya çıkmasından itibaren işletmeler bir amaca hizmet etmek ve varlıklarını sürdürürebilmek için faaliyette bulunmaktadırlar. Her bir sektörün kendine has özelliklerinin olması sebebiyle söz konusu amaçlar ve bunlara ulaşma süreci farklılık gösterebilmektedir. Sektörü ya da faaliyet alanı ne olursa olsun işletmeler son yıllarda öne çıkan bir amaç olan firma değeri yaratma konusuna odaklanarak faaliyetlerini değer yaratma yönünde sürdürmeye çalışmaktadır. Firma değerinin yaratılabilmesi için öncelikle değer yaratan değişkenlerin iyi belirlenmesi ve bu değişkenler üzerine yoğunlaşma gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Değer yaratılıp yaratılmadığının tespitinde ise finansal yönetim ve analiz bilgisi gerektirmektedir. Dolayısıyla işletmelerin değer yaratıp yaratmadıklarının ölçülmesi finansal anlamda değer yaratan öğeleri belirlemek ve doğru bir hesaplamadan geçmektedir.

Çalışmada firma değerinin hesaplanması sürecinde önemli bir değişken olarak yer alan YSG değerinin önemi anlatılarak, YSG’nin hesaplanma süreci açıklanmaya çalışılmış olup, Borsa İstanbul konaklama işletmeleri ile Brand Finance’e göre marka değeri en yüksek on konaklama işletmesinin yatırılan sermaye getirisinin ölçülerek karşılaştırılması amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda BİST’te işlem gören 11 konaklama işletmesi ile Brand Finance listesinde yer alan dünya-

da marka değeri en yüksek altı konaklama işletmesinin YSG değerleri hesaplanarak karşılaştırılmalı olarak ortaya konulmuştur.

Çalışma sonucunda analize dâhil işletmelerden; payları BİST’te işlem gören konaklama işletmelerinde en yüksek YS değerinin 2015 yılında A3 işletmesinde 668.016.000 dolar, en düşük YS’nin 2013 yılında A8 işletmesinde -881.000 dolar olduğu belirlenmiştir. Brand Finance tarafından 2017 yılında yapılan sıralamada marka değeri açısından ilk 10’da yer alan konaklama işletmelerinde en yüksek yatırılan sermaye tutarının 2012 yılında B2 işletmesinde 9.675.000.000 dolar, en düşük YS tutarının, 2015 yılında B1 işletmesinde -820.000.000 dolar olduğu belirlenmiştir. Yatırılan sermaye getirisinin hesaplanmasında yer alan ikinci önemli değişken olan VSNFK değerinin hesaplamalarına ilişkin sonuçlar incelendiğinde BİST konaklama işletmelerinde en yüksek VSNFK tutarının 2013 yılında A3 işletmesinde 19.166.000 dolar, en düşük 2016 yılında A2 işletmesinde -6.247.000 dolar olarak gerçekleştiği belirlenmiştir. Dünyada marka değeri en yüksek konaklama işletmelerinde ise en yüksek VSNFK değerinin 2016 yılında B2 işletmesinde 1.213.550.000 dolar, en düşük VSNFK’nin 2012 yılında B3 işletmesinde 103.350 dolar olarak gerçekleştiği belirlenmiştir. Çalışma sonucunda payları BİST’te işlem gören konaklama işletmelerinde en yüksek YSG değerinin 2012 yılında A10 işletmesinde 3,02; en düşük YSG değerinin 2016 yılında A5 işletmesinde -1,06 olarak gerçekleştiği belirlenmiştir. Brand Finance sıralamasına göre marka değeri en yüksek konaklama işletmelerinde ise en yüksek YSG değerinin 2014 yılında B1 işletmesinde 23,54, en düşük YSG değerlerinin ise B3 ve B6 işletmelerinde farklı tarihlerde 0,02 olarak gerçekleştiği saptanmıştır.

Yukarıda ifade edilen sonuçlar bağlamında BİST konaklama işletmelerinin YSG değerlerini yükseltmeleri için VSNFK tutarlarını artırmaları gerektiği söylenebilir. VSNFK’yi oluşturan kalemler incelendiğinde işletmelerin daha etkin bir satış maliyeti ve gider yönetimi politikası izlemesi gerektiği gözlenmektedir. BİST konaklama işletmelerinin finansal tabloları incelendiğinde VSNFK tutarının daha yüksek gerçekleşmesi

için satış maliyetlerini ve genel yönetim giderlerini daha aşağı çekmeleri gerektiği saptanmıştır. YSG değerine ait sonuçlarda da değeri oluşturan değişkenler bağlamında yatırılan sermaye ve VSNFK tutarları yüksek gerçekleşen işletmelerin her zaman YSG değerlerinin aynı şekilde yüksek olmadığı yönündedir. YSG'nin düşük veya yüksek çıkmasındaki ana etken VSNFK tutarlarının yatırılan sermayeye göre tatmin edici bir düzeyde gerçekleşmesidir. VSNFK'nin yatırılan sermaye tutarına göre tatmin edici bir düzeyde gerçekleşmesi, YSG değerini arttıran bir etki yaratmaktadır. Unutulmaması gereken bir diğer nokta ise VSNFK ve yatırılan sermaye tutarlarının pozitif olması sonucunda işletme yatırımları üzerinden bir getiri elde edebilmektedir. Başka bir deyişle, söz konusu değerlerden YS'nin negatif olması, YSG değerini anlamsız kılmakta, VSNFK'nin negatif tutarda olması işletmenin yatırılan sermaye üzerinden getiri elde edemediğine işaret etmektedir. Genel olarak çalışmada hesaplanan VSNFK, YS ve YSG değerleri itibarıyla dünyada marka değeri en yüksek konaklama işletmelerinin, BİST konaklama işletmelerine göre daha başarılı bir performans gösterdikleri söylenebilir. Bu bağlamda BİST konaklama işletmelerinin YSG değerlerini arttırma konusunda uluslararası konaklama işletmelerinin izlediği politikaları inceleyerek, ülke ve sektör yapısına uygun olanları kullanmaları faaliyet kârı ve VSNFK yaratmada daha başarılı olmalarını sağlayabilir.

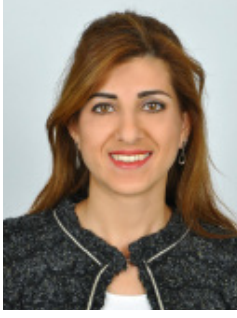
Yapılan analizler sonucunda YSG değerlerinin firma değeri yaratma konusunda etkili olup olmadığı ya da hangi yönde etkili olduğu bakımından, söz konusu işletmelerin AOSM değerleri konusunda bilgi sahibi olunmadığı için yorum yapılmamaktadır. Bu bağlamda YSG değerinin firma değerine etkisi bakımından düşük ya da yüksek olduğu konusunda yorum yapılabilmesi için işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) değeri ile karşılaştırılması gerekmektedir. İşletmelerin YSG değeri AOSM'nin üstünde gerçekleşmiş ise işletme söz konusu faaliyet döneminde değer yaratabilmektedir. YSG değeri AOSM'den daha düşük ise işletme değer yaratmak konusunda başarısız olarak kabul edilmektedir. Değer yaratma konusunda AOSM önem arz etmekle beraber, işletmelerin YSG de-

ğerlerinin mümkün olduğunca yüksek gerçekleşmesi firma değeri yaratılabilmesi açısından daha etkili olmaktadır. Konuyla ilgili alanyazın incelendiğinde yatırılan sermaye getirisi değerinin ne olduğu, nasıl hesaplandığı ve hesaplamada yer alan kalemlerin nasıl elde edildiğinin yer aldığı çalışmaların kısıtlı olduğu belirlenmiştir. Bu bağlamda çalışmanın alanyazındaki eksikliği gidermesinin yanı sıra YSG değeri kullanıcılarına kaynak teşkil edeceği düşünülmektedir. Çalışmada gerçek verilerden hareketle yapılan hesaplamaların sektör yöneticilerine yeni bir bakış açısı kazandıracığı bununla birlikte işletme faaliyetlerini daha kapsamlı değerlendirmelerine imkân sağlayacağı ve eksikliklerini gidermeleri yönünde bir fırsat sunacağı düşünülmektedir. Gelecek çalışmalarda işletmelerin daha uzun bir zaman aralığını kapsayacak veriler kullanılarak YSG değeri karşılaştırmalı olarak hesaplanabilir. Ayrıca uluslararası halka açık diğer konaklama işletmeleri ya da farklı sektörlerdeki işletmelerle karşılaştırmalar içeren çalışmalar yapılabilir.

KAYNAKÇA

- Damodaran, A. (2007). Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105499, Erişim tarihi: 10 Eylül 2017.
- Ebben, J. J. ve Johnson, A. C. (2012). Cash Conversion Cycle Management in Small Firms: Relationships with Liquidity, Invested Capital, and Firm Performance, *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 24 (3): 380-396.
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2010). Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B. ve Demirgüneş, K. (2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye*. Ankara: Fersa Matbaacılık.
- Erem, I. ve Akyüz, Y. (2014). Piyasa Katma Değerini Açıklamada Ekonomik Katma Değerin Geleneksel Performans Ölçütleri Karşısındaki Durumunun İncelenmesi, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 19 (3): 371-385.
- Kaur, M. ve Narang, S. (2009). Insights on Shareholder Value Addition from India's Wealth Club: A Study of Selected Companies, *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 8 (3/4): 20.
- Kim, W. G. (2006). EVA and Traditional Accounting Measures: Which Metric is a Better Predictor of Market Value of Hospitality Companies?, *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 30 (1): 34-49.

- Koller, T. (1994). *What Is Value-Based Management?*. New York: The McKinsey Quarterly.
- Koller, T., Goedhart, M. ve Wessels, D. (2010). *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*. ABD: Mckinsey & Company.
- Lovata, L. M. ve Costigan, M. L. (2002). Empirical Analysis of Adopters of Economic Value Added, *Management Accounting Research*, 13 (2): 215-228.
- Madhavi, E. ve Prasad, M. S. V. (2015). An Empirical Study on Economic Value-Added and Market Value-Added of Selected Indian FMCG Companies, *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 14 (3): 49.
- Mauboussin, M. J. ve Callahan, D. (2017). Global Financial Strategies. Credit Suisse, <https://www.credit-suisse.com>, Erişim tarihi: 21 Mayıs 2017.
- Önal, Y. B., Karadeniz, E. ve Kandır, S. Y. (2005). Devam Eden Değerin Hesaplanması: İMKB'ye Kote Bir Turizm İşletmesi Üzerinde Uygulama, *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Dergisi*, 14 (2): 369-390.
- Önal, Y. B., Karadeniz, E. ve Kandır, S. Y. (2006). Piyasa Katma Değeri (MVA) İle Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişkinin Ölçülmesi: İMKB'ye Kote 5 Turizm İşletmesi Üzerine Bir Uygulama, *Muhasebe ve Denetim Bakış*, 6 (20): 13-30.
- Önal, Y. B., Karadeniz, E. ve Kandır, S. Y. (2008). Turizm İşletmelerinde Değer Temelli Yönetim Yaklaşımının Uygulanması. İçinde F. Okumuř ve U. Avcı (Editörler), *Turizm İşletmelerinde Çaędař Yönetim Teknikleri* (ss. 314-369). Ankara: Detay Yayıncılık.
- Öztürk, M. B. (2004). Finansal Performansın Ölçülmesinde Alternatif Bir Yöntem 'Ekonomik Katma Değer', *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 18 (3-4): 351-368.
- Patel, R. J. ve Patel, M. (2012). Impact of Economic value added (EVA) on Share price: A study of Indian Private Sector banks, *International Journal of Contemporary Business Studies*, 3 (1): 24-34.
- Sharma, A. K. ve Kumar, S. (2010). Economic Value Added (EVA)-Literature Review and Relevant Issues, *International Journal of Economics and Finance*, 2 (2): 200.
- Strack, R. ve Villis, U. (2002). Rave (TM): Integrated Value Management for Customer, Human, Supplier and Invested Capital, *European Management Journal*, 20 (2): 147-158.
- World Tourism Organization. *UNWTO Annual Report 2017*, <http://www2.unwto.org>, Erişim tarihi: 19 Şubat 2018.
- Üreten, A. ve Ercan, M. K. (2000). *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitapevi.
- Wet, J. D. (2005). EVA versus Traditional Accounting Measures of Performance as Drivers of Shareholder Value – A Comparative Analysis, *Meditari Accountancy Research*, 13 (2): 1-16.
- Wet, J. D. ve Toit, E. (2007). Return on Equity: A Popular, But Flawed Measure of Corporate Financial Performance, *South African Journal of Business Management*, 38 (1): 59-69.
- Yelgen, E. ve Uyar, S. (2016). İşletmelerde Değeri Etkileyen Faktörler, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 8 (4): 52-70.
- Young, S. D. ve O'Byrne, S. F. (2000). *EVA and Value-Based Management*. United States: Mcgraw-Hill.



Selda DALAK

Çukurova Üniversitesi Karataş Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Yüksekokulu Konaklama İşletmeciliği Bölümü'nden mezun oldu (2010). Yüksek lisans derecesini Mersin Üniversitesi Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Ana Bilim Dalı'ndan "Beş Yıldızlı Otel İşletmelerinde Finansal Analiz Tekniklerinin Kullanımı: Akdeniz Bölgesi'nde Bir Araştırma" başlıklı teziyle aldı (2012). Batman Üniversitesi Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Yüksekokulu'nda Araştırma Görevlisi olarak çalışmaya başladı (2013). Doktora eğitimini tamamlamak üzere Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde 35. Madde kapsamında Araştırma Görevlisi olarak çalışmaya başladı (2013). Ulusal ve uluslararası olmak üzere 12 makalesi, bir ulusal, 10 uluslararası bildirisi bulunmaktadır. Temel çalışma alanları, finansal analiz, sermaye yapısı, finansal yönetimidir.



Fatih GÜNAY

Erciyes Üniversitesi Nevşehir Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Yüksekokulu Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Bölümü'nden mezun oldu (2009). Yüksek lisans derecesini Afyon Kocatepe Üniversitesi Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Ana Bilim Dalı'ndan "Afyonkarahisar'ın Rekreasyon Alanları ve Faaliyetlerinin Turizm Talebine ve Konaklama Süresine Etkisi" başlıklı teziyle aldı (2012). Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Turizm İşletmeciliği Ana Bilim Dalı'nda doktora eğitimine başladı. 2009 yılında Afyon Kocatepe Üniversitesi Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Yüksekokulu Seyahat İşletmeciliği bölümünde Araştırma Görevlisi olarak çalışmaya başladı (2014). Öğretim Üyesi Yetiştirme Programı kapsamında Mersin Üniversitesi Turizm Fakültesi Turizm İşletmeciliği Bölümü'ne Araştırma Görevlisi olarak atandı (2014). 12 makalesi, bir kitabı, iki ulusal olmak üzere toplam 10 uluslararası bildirisi bulunmaktadır. Temel çalışma alanları, finansal yönetim, sermaye yapısı, finansal analiz, finansal performanstır.



Mehmet BEYAZGÜL

Mersin Üniversitesi Erdemli Uygulamalı Teknoloji ve İşletmecilik Yüksekokulu İşletme Bilgi Yönetimi Bölümü'nden mezun oldu (2010). Yüksek lisans derecesini Mersin Üniversitesi'nden İşletme Bilgi Yönetimi Ana Bilim Dalı'ndan aldı (2014). Mersin Üniversitesi'nde çalışmaya başladı (2013). Halen Mersin Üniversitesi Turizm Fakültesi'nde görev yapmaktadır. Temel çalışma alanları, finansal analiz, çalışma sermayesi yönetimidir.