



T.C.
NİĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
MUHASEBE-FİNANS BİLİM DALI

EKONOMİK KATMA DEĞER - PAZAR KATMA DEĞERİ İLİŞKİSİ: BİST
ÇİMENTO SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA

DOKTORA TEZİ

Hazırlayan
Nizamettin BAŞARAN

Niğde
Ocak, 2018

T.C.
NİĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
MUHASEBE-FİNANS BİLİM DALI

EKONOMİK KATMA DEĞER - PAZAR KATMA DEĞERİ İLİŞKİSİ: BİST
ÇİMENTO SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA

DOKTORA TEZİ

Hazırlayan
Nizamettin BAŞARAN

Danışman : Prof. Dr. Mutlu Başaran ÖZTÜRK
Üye : Prof. Dr. Ahmet AKSOY
Üye : Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN
Üye : Prof. Dr. Haluk BENGÜ
Üye : Doç. Dr. Okyay UÇAN

Niğde
Ocak, 2018

YEMİN METNİ

Doktora Tezi olarak sunduğum "**Ekonomik Katma Değer ve Pazar Katma Değer İlişkisi: BİST imento Sektöründe Bir Uygulama**" Başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ve akademik kurallar çerçevesinde tez yazım kılavuzuna uygun olarak tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiği ve çalışmanın içinde kullanıldıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım. 30.01.2018

Nizamettin BAŞARAN



ONAY SAYFASI

Prof. Dr. Mutlu Başaran ÖZTÜRK danışmanlığında Nizamettin BAŞARAN tarafından hazırlanan "Ekonomik Katma Değer ve Pazar Katma Değeri İlişkisi: BİST Çimento Sektöründe Bir Uygulama" adlı bu çalışma jürimiz tarafından Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı'nda Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

30.01.2018

JÜRİ:

Danışman : Prof. Dr. Mutlu Başaran ÖZTÜRK
Üye : Prof. Dr. Ahmet AKSOY
Üye : Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN
Üye : Prof. Dr. Haluk BENGÜ
Üye : Doç. Dr. Okyay UÇAN

ONAY:

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulu'nun .../.../2018 Tarih ve sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Yrd. Doç. Dr. Hünkar GÜLER
Enstitü Müdürü

ÖNSÖZ

Doktora çalışmalarım süresince yardımlarını ve desteğini hiçbir zaman esirgemeyen değerli hocam ve tez danışmanım Prof. Dr. M. Başaran ÖZTÜRK'e, bilgi ve tecrübeleriyle her zaman yol gösteren değerli hocalarım; Prof. Dr. Ahmet AKSOY, Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN, Prof. Dr. Haluk BENGÜ ve Doç. Dr. Okyay UÇAN ile çalışmama önemli katkılar sağlayan değerli hocam Yrd. Doç. Dr. Kartal DEMİRGÜNEŞ'e ve doktora çalışmalarım süresince anlayış ve desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen, yanımda olduklarını her zaman hissettiren sevgili eşim ve kızlarıma teşekkürlerini sunarım.

Nizamettin BAŞARAN

ÖZET
DOKTORA TEZİ

**EKONOMİK KATMA DEĞER-PAZAR KATMA DEĞERİ İLİŞKİSİ: BİST
ÇİMENTO SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA**

BAŞARAN, Nizamettin

İşletme Ana Bilim Dalı

Muhasebe-Finans Bilim Dalı

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Mutlu Başaran ÖZTÜRK

Ocak 2018, 108 Sayfa

Şirketlerin finansal performansının geleneksel ölçütlerden farklı, değer odaklı ölçütlerle ölçülebilmesi için farklı performans ölçütleri geliştirilmiştir. Söz konusu ölçütler arasında bilinirliği ve kullanımı en yaygın olan ekonomik katma değer (Economic Value Added-EVA) ve piyasa katma değeri (Market Value Added-MVA)'dir. Çalışma EVA'nın, MVA üzerindeki etkilerini tespit etmeyi amaçlamaktadır. Bu amaçla; değer ve değerlemeye ilişkin kavramlara yer verilmiş, muhasebeye dayalı geleneksel performans ölçütleri ve değere dayalı çağdaş finansal performans ölçütlerinden ekonomik katma değer, pazar katma değeri, nakit katma değer (Cash Value Added-CVA), hissedar katma değeri (Shareholder Value Added-SVA) ve yatırımın nakit akım getirisine (Cash Flow Return on Investment-CFROI) yer verilmiştir. Çalışmanın özünü oluşturan EVA ve MVA detaylı bir şekilde incelendikten sonra EVA-MVA ilişkisini ortaya koymaya yönelik ekonometrik analiz yapılmıştır. Analiz sonuçlarında, EVA'nın MVA üzerinde hem uzun dönemde hem de kısa dönemde negatif yönlü etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Ekonomik Katma Değer; Pazar Katma Değeri; Firma Değeri; Finansal Performans; Değere Dayalı Yönetim.

ABSTRACT
PH. D. THESIS

**ECONOMIC VALUE ADDED-MARKET VALUE ADDED RELATIONSHIP:
AN APPLICATION ON CEMENT INDUSTRY**

BAŞARAN, Nizamettin

Department of Business Administration

Discipline of Accounting and Finance

Supervisor: Prof. Dr. Mutlu Başaran ÖZTÜRK

January 2018, 108 Pages

Recently a number of value-based performance evaluation tools have been developed in order to measure the financial performance of firms, apart from traditional accounting-based tools. The most popular and most widely used of these tools are Economic Value Added and Market Value Added, denoted by EVA and MVA, respectively. This study aims to find out -if any- the possible effect of EVA on MVA. Throughout this aim, firstly, concepts related to *firmvalue* and *valuation* are given; and some value-based financial performance evaluation tools such as EVA, MVA, Cash Value Added (CVA), Shareholder Value Added (SVA) and Cash Flow Return on Investment (CFROI) are informed. After a detailed review of EVA and MVA, the relationship between EVA and MVA is empirically analyzed. The empirical findings of the study indicate a statistically negative relationship between EVA and MVA, in both short- and long-run.

Keywords: Economic Value Added; Market Value Added; Firm Value; Financial Performance; Value-based Management.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT.....	iv
İÇİNDEKİLER	v
TABLolar LİSTESİ.....	ix
KISALTMALAR LİSTESİ.....	x
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

DEĞERE DAYALI YÖNETİM

1.1. DEĞER VE DEĞERLEME.....	3
1.1.1. Değer ve Değere İlişkin Başlıca Kavramlar.....	3
1.1.1.1. Nominal Değer	3
1.1.1.2. Defter Değeri	4
1.1.1.3. Tasfiye Değeri	4
1.1.1.4. Piyasa (Borsa) Değeri.....	4
1.1.1.5. İşleyen Teşebbüs Değeri.....	4
1.1.1.6. Gerçek (Olması Gereken) Değer	5
1.1.2. Değerlemenin Kullanım Alanları	5
1.1.2.1. Portföy Yönetimi ve Değerleme.....	5
1.1.2.2. Finansal Yönetim ve Değerleme	6
1.1.2.3. Birleşme - Devir Alma - Franchising İşlemleri ve Değerleme.....	6
1.1.2.4. Halka Açılma ve Değerleme.....	6
1.1.2.5. Özelleştirme ve Değerleme	7
1.1.2.6. İşletmenin Kredi Değerliliğinin Tespiti ve Değerleme	7
1.1.2.7. Tasfiye ve Değerleme	7

1.2. DEĞERE DAYALI YÖNETİM	8
1.2.1. Değere Dayalı Yönetimin Kapsamı	8
1.2.2. Değere Dayalı Yönetimin Özellikleri	10
1.2.3. Değere Dayalı Yönetimin Avantajları ve Dezavantajları	11
1.2.4. Değere Dayalı Yönetim Süreci	13
1.2.4.1. Strateji Geliştirme.....	14
1.2.4.2. Hedef Belirleme.....	15
1.2.4.3. Uygulama Planları ve Bütçe	16
1.2.4.4. Performans Ölçümü ve Teşvik Sistemleri	16
1.2.5. Değere Dayalı Yönetim Sürecinin Uygulanması.....	17

İKİNCİ BÖLÜM

FİRMALARDA PERFORMANS ve PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ

2.1. PERFORMANS KAVRAMI ve KAPSAMI	19
2.1.1. Performans Kavramı ve Ölçülmesi	19
2.1.2. Finansal Performansın Ölçülmesi	22
2.2. GELENEKSEL FİNANSAL PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ	22
2.2.1. Özsermaye Kârlılığı	24
2.2.2. Aktif Kârlılığı.....	24
2.2.3. Hisse Başına Kâr	25
2.2.4. Fiyat / Kazanç Oranı	25
2.2.5. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı	26
2.2.6. Geleneksel Finansal Performans Ölçütlerine Getirilen Eleştiriler	26
2.3. DEĞERE DAYALI FİNANSAL PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ.....	28
2.3.1. Ekonomik Katma Değer.....	29
2.3.2. Piyasa Katma Değeri.....	30
2.3.3. Nakit Katma Değer.....	30

2.3.4. Hissedar Katma Değeri	33
2.3.5. Yatırımın Nakit Akım Getirisi	34

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

EKONOMİK KATMA DEĞER - PAZAR KATMA DEĞERİ İLİŞKİSİ

3.1. EKONOMİK KATMA DEĞER.....	37
3.1.1. EVA'nın Avantajları	42
3.1.2. EVA'nın Hesaplanması.....	44
3.1.2.1. Yatırılan Sermaye	45
3.1.2.2. Yatırılan Sermayenin Getirisi.....	45
3.1.2.3. Sermaye Maliyeti.....	47
3.1.3. EVA'ya Yöneltilen Eleştiriler.....	50
3.2. PİYASA KATMA DEĞERİ.....	52
3.2.1. Piyasa Katma Değeri Kavramı ve Özellikleri	53
3.2.2. MVA'ya Yöneltilen Eleştiriler.....	56
3.3. EVA-MVA İLİŞKİSİ.....	57

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BİST ÇİMENTO SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA

4.1. EVA-MVA İLİŞKİSİ ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR.....	60
4.1.1. Ulusal Literatürde Yapılan Çalışmalar.....	60
4.1.2. Uluslararası Literatürde Yapılan Çalışmalar.....	68
4.2. ARAŞTIRMANIN MODELİ, VERİ SETİ, SINIRLARI VE KULLANILAN DEĞİŞKENLER.....	75
4.2.1. Ekonometrik Metodoloji	75
4.2.1.1. Model, Değişkenler ve Veri Seti	75
4.2.1.2. Birim Kök Testleri.....	84
4.2.1.3. Sınır Testi ve ARDL Yöntemi.....	85

4.2.2. Ampirik Bulgular	87
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....	92
KAYNAKÇA.....	96
ÖZGEÇMİŞ.....	108



TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Örnek Şirkete Ait Bilanço Verileri.....	79
Tablo 2: Örnek Şirkete Ait Gelir Tablosu Verileri	82
Tablo 3: Örnek Şirkete Ait NOPAT Hesaplaması	83
Tablo 4: Örnek Şirkete Ait Yatırılan Sermaye Hesaplaması	83
Tablo 5: Birim Kök Test Sonuçları.....	87
Tablo 6: AIC ve SIC Sonuçları	88
Tablo 7: Sınır Testi Sonuçları	89
Tablo 8: ARDL (3.0.1) Modeli Tahmin Sonuçları ve Uzun Dönem Katsayıları.....	89
Tablo 9: Hata Düzeltme Modeli ve Kısa Dönem Katsayıları	90

KISALTMALAR LİSTESİ

ADF	:Augmented Dickey Fuller
AIC	: Akaike Bilgi Kriterleri (Akaike Information Criterion)
ARDL	: Auto Regressive Distrubuted Lag
BCG	: Boston Consulting Group
BgSE	: Bangalore Menkul Kıymetler Borsası (Bangalore Stock Exchange)
BİST	: Borsa İstanbul A. Ş.
CAPM	: Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (Capital Assets Pricing Model)
CFROI	: Yatırımın Nakit Akım Getirisi (Cash Flow Return on Investment)
CVA	: Nakit Katma Değeri (Cash Value Added)
DCF	: İndirgenmiş Nakit Akımları (Discounted Cash Flows)
EBIT	: Faiz Vergi Öncesi Kâr (Earning Before Interest and Tax)
EPS	: Hisse Başına Kâr (Earnings Per Share)
EVA	: Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added)
FIFO	: İlk Giren İlk Çıkar (First In First Out)
GDP	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (Gross Domestic Produce)
IC	: Yatırılan Sermaye (Invested Capital)
IRR	: İç Getiri Oranı (Internat Rate of Return)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LIFO	: Son Giren İlk Çıkar (Last In First Out)
MV/BV	: Piyasa Değeri/Defter Değeri (Market Value/Book Value)
MVA	: Pazar Katma Değeri (Market Value Added)
NOPAT	: Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı (Net Operating Profit After Tax)
NSE	: Hindistan Ulusal Menkul Kıymetler Borsası (National Stock Exchange of India Ltd.)
OCF	: Faaliyet Nakit Akışı (Operating Cash Flow)
OCFD	: Faaliyet Nakit Akışı Talebi (Operating Cash Flow Demand)
P/E	: Fiyat/Kazanç (Price/Earning)

PP	: Philips-Perron
RI	: Artık kâr (Residual Income)
ROA	: Aktif Kârlılığı (Return On Assets)
ROE	: Özsermaye kârlılığı (Return On Equity)
ROIC	: Yatırılan Sermayenin Getirisi (Return On Invested Capital)
ROS	: Satışların Kârlılığı (Return on Sales)
SIC	: Schwarz Bilgi Kriterleri (Schwarz Information Criterion)
SVA	: Hissedar Katma Değeri (Shareholder Value Added)
TSE	: Tahran Menkul Kıymetler Borsası (Tahran Stock Exchange)
UFRS	: Ulusal Finansal Raporlama Standartları
UMSK	: Ulusal Muhasebe Standartları Kurumu
VBM	: Değere Dayalı Yönetim (Value Based Management)
WACC	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital)

GİRİŞ

Şirket felsefesinin merkezine değer yaratma kültürünün yerleşmesi ile birlikte, yaratılan değerın ölçülmesi konusu önem kazanmıştır. Değer konusunda yapılan araştırmaların büyük bir bölümü, işletme performansının ölçülmesinde muhasebeye dayalı geleneksel ölçüm yöntemlerinin yetersiz kaldığını belirtilmektedir. Buna gerekçe olarak da geleneksel ölçüm yöntemlerinin işletmenin kullandığı kaynakların (sermayenin) maliyetini dikkate almadığını göstermektedir. Günümüzde işletmelerin performanslarının ölçülmesinde gerek yatırımcılar gerekse işletme yöneticileri tarafından geleneksel ölçütler hala kullanılıyor olsa da değere dayalı performans ölçütleri önem kazanmış olup özellikle de Coca Cola ve AT&T gibi çok uluslu şirketlerin birçoğunda uygulanmaktadır.

Değere dayalı performans ölçütleri, bir yandan işletmede değer yaratan unsurları analiz ederken öteyandan firma stratejisinin faaliyetler üzerindeki, faaliyetlerin ise finansal performans üzerindeki etkilerini ve bunun da firmanın piyasa değeri ve hissedar değerinde nasıl bir değişim yarattığını ortaya koymaktadır. Değere dayalı performans ölçütleri arasında Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added-EVA) ve Pazar Katma Değeri (Market Value Added -MVA) yoğun olarak kullanılmaktadır.

Finans literatüründe EVA ve MVA arasındaki ilişkiyi inceleyen başta Amerika Birleşik Devletleri olmak üzere farklı ülkelerde ve Türkiye'de farklı araştırmacılar tarafından yapılmış çok sayıda çalışma bulunmakta olup söz konusu çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Bu araştırmaların büyük bir bölümü EVA-MVA ilişkisine odaklanırken bir bölümü de MVA-EVA ilişkisine odaklanmaktadır.

Çalışma da EVA-MVA arasındaki ilişki 1996:Q1-2016:Q4 döneminde hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören *imalat sanayii* alt kolu olan *taş ve toprağa dayalı sanayi firmaları* içerisinde yer alan *çimento sektöründen* oluşan bir örneklem üzerinde uygulanmıştır.

Çalışma dört bölümden oluşmakta olup birinci bölümde; değer, değerlendirme ve bunlara ilişkin başlıca kavramların yanında değere dayalı yönetim, değere dayalı yönetim süreci ile değere dayalı yönetimin avantajları ve dezavantajları incelenmiştir.

İkinci bölümünde; performans kavramı, finansal performans ile finansal performansın ölçülmesi hakkında bilgiler sunulmuştur. Ayrıca, geleneksel finansal performans ölçütleri ile değere dayalı finansal performans ölçütlerine yer verilmiştir.

Üçüncü bölümünde, çalışmanın konusunu oluşturması sebebiyle EVA-MVA, hesaplamaları ile uygulanma sürecine ayrıntılı biçimde yer verilmiş olup, EVA-MVA ilişkisi incelenmiştir.

Dördüncü ve son bölümünde ise konuya ilişkin literatür özeti sunulmuş, çalışmada kullanılan ekonometrik model, kullanılan değişkenler ile veri seti yer almakta olup, araştırmadan elde edilen sonuçlar yer almaktadır.

Çalışma incelenen konuların genel bir değerlendirmesi ve bundan sonra yapılacak çalışmalara ilişkin önerilerin yer aldığı sonuç bölümüyle tamamlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

DEĞERE DAYALI YÖNETİM

1.1. DEĞER VE DEĞERLEME

Firma amacının hissedar değerini maksimum kılmak olarak tanımlanması, performans ölçülmesinde değer kavramını ön plana çıkartmıştır (Copeland vd., 1995:22). Finans literatüründe değer farklı şekillerde tanımlanmakta olup değer; bir varlığın sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, varlığın karşılığında alınabilecek bedel olarak tanımlanabilir. (Ercan vd., 2003: 1).

Değerleme ise, “para dışındaki iktisadi varlıkların değerinin parasal olarak belirlenmesidir (Seyidoğlu, 1992: 142). Firma açısından değerlendirme ise, işletmenin sahip olduğu varlık ve kaynakların belirli bir tarihteki cari değerlerinin herhangi bir para birimi ile ifadesidir. Firma değeri ve firma değerlemesi ile genelde ifade edilmek istenen ise, firmanın borç ve öz kaynaklarının cari tutarlarının (aktiflerin) toplam değeridir. Hissedarlar açısından ele alındığında ise firma değeri, firmanın varlıklarının cari değerinden, borçlarının cari değerlerinin düşülmesi ile bulunan özsermayenin değeridir (Ercan vd., 2003: 1)

1.1.1. Değer ve Değere İlişkin Başlıca Kavramlar

Değer kavramı, değerlemenin amacına bağlı olarak farklı anlamlarda kullanılabilir. Bu nedenle, değer ile ilgili çeşitli kavramları açıklamak değerlendirme kavramını daha iyi anlamaya katkı sağlayacaktır.

1.1.1.1. Nominal Değer

Bir varlığın kağıt üzerindeki değeri olarak tanımlanmakta olup, genelde hisse senedi, tahvil vb. kıymetli evrakların üzerinde yazılı bulunan değeri ifade etmektedir. Nominal değer, sermaye miktarının belirlenmesi, hisse başına kâr payının hesaplanması ve muhasebe kayıtlarının yapılması için hisse senedine verilen değeri ifade etmektedir.

1.1.1.2. Defter Değeri

Bir varlığın defter değeri, belirli bir tarihte, tarihi değerle kayıtlı varlıkların muhasebe kayıtlarına göre belirlenmiş değeri olup muhasebe değeri olarak da tanınlanmaktadır. Örneğin firmanın zsermaye değeri, bilançoda görülen kayıtlı değeridir. Firmanın zsermaye değeri; denmiş sermaye, emisyon primi, ihtiyatlar toplamı, dağıtılmamış kârlar ve yeniden değerleme değer artış fonları toplamından, sermaye taahhütleri, dönem zararı ve varsa geçmiş yıl zararları çıkartılarak hesaplanmaktadır. Firma değeri açısından defter değeri cari değerleri göstermekten uzak olduğu için sınırlı durumlar dışında pek anlamlı olmamaktadır.

1.1.1.3. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri bir firmanın varlıklarının tek tek satılarak nakde dönüştürülmesi sunucunda elde edilen değerdir. Tasfiye değerinin en önemli özelliği, firmanın karşılaşabileceği herhangi bir olumsuz durumda, alabileceği en düşük değeri ifade etmesidir (Ertuğrul, 2005: 13). Firmanın varlıklarının satılması halinde, elde edilecek olan nakit tutarından firmanın tüm borçları ödendikten sonra kalan tutarın firmanın hisse senedi sayısına bölünmesi ile bulunan değer, hisse senedinin tasfiye değerini ifade etmektedir. Hisse senedinin tasfiye değerini nominal değerden farklı kılan en önemli etken, firmanın varlıklarının piyasa değerlerinin defter değerlerinden farklı olmasıdır. Bu farklılık, maddi ve maddi olmayan varlıkların değer kazanmasından kaynaklanmaktadır (Ercan vd., 2003: 3).

1.1.1.4. Piyasa (Borsa) Değeri

Piyasa değeri, borsaya kote olmuş varlıkların, işlem gördükleri borsalarda arz ve talep koşullarına göre oluşan değerdir. Bir başka ifade ile hisse senedinin sermaye piyasalarında işlem gördüğü (alınıp-satıldığı) değerdir. Varlığın aşırı ya da düşük değerlendiği tespit edilmek istendiğinde piyasa değeri ile varlığın olması gereken değeri karşılaştırılmaktadır.

1.1.1.5. İşleyen Teşebbüs Değeri

Bir varlığın çalışır halde iken satılması durumunda elde edilecek tutara, varlığın işleyen teşebbüs değeri denilmektedir. İşleyen teşebbüs değeri; bir firmanın varlıklarının tek tek toplam değeri olmayıp, bunlara ek olarak elle tutulamayan diğer

unsurların da göz önüne alındığı değerdir (Ertuğrul, 2005: 13). Tasfiye değerinde varlıkların zorunlu satışı ile elde edilecek değer, toplam varlık değerini belirlerken; işleyen teşebbüs değerinde tüm varlıkların cari piyasa değeri dikkate alınmaktadır.

1.1.1.6. Gerçek (Olması Gereken) Değer

Bir varlığa ait piyasadaki bilgilerin tamamına dayalı olarak hesaplanan değere gerçek değer veya olması gereken değer denir (Ercan vd., 2006: 6). Hisse senedinin gerçek değeri, o hisse senedinin ait olduğu firmanın varlıkları, sermaye yapısı, yatırım imkanları, kârlılık durumu, temettü politikası, sektörel yapı ve konjonktürel dalgalanmalar gibi değişkenleri içermektedir (Ercan vd., 2003: 4). Etkin bir piyasada oluşan değer varlığın gerçek değeri olarak görülebilir.

1.1.2. Değerlemenin Kullanım Alanları

Değerlemenin amacını, bir varlığın piyasa değerinin gerçekçi bir biçimde tespit edilmesi oluşturmaktadır. Firmalar açısından; firmanın amacının hissedar değeri maksimizasyonu olduğu düşünüldüğünde; firmaların bu hedeflere ne ölçüde ulaşabildiklerinin tespitinde değerlendirme çalışmalarının önemi ortaya çıkmaktadır. Değerleme, portföy yönetiminden, firma birleşmelerine kadar pek çok alanda kullanılmakta olup, farklı alanlarda farklı roller üstlenmektedir.

1.1.2.1. Portföy Yönetimi ve Değerleme

Portföy yönetiminde değer, belirleyici bir rol üstlenmektedir. Değerlemenin portföy yönetimindeki önemi, yatırımcının aktif yada pasif olmasına bağlı olarak farklı olmaktadır. Pasif bir yatırımcı için portföy yönetiminde değerlendirme işlevi önemsizken, aktif bir yatırımcı için değerlendirme nitelik ve işlevi farklıdır (Arman 2005: 4). Aktif yatırımcılar arasında da, yatırım türleri için değerlendirme rolü farklılaşmaktadır. Uzun vadeli yatırımcılar (market-timers) değerlemeyi diğer yatırımcılara göre daha az kullanmakta olup, firma bazında değerlemeden çok, gelecekteki piyasa değerine odaklanmaktadır. Menkul kıymetlere yatırım yapmak isteyen yatırımcıların kullandığı temel analizde değerlendirme birincil bir role sahip iken, teknik analizde ise, daha tali bir konumda olmaktadır. Temel analizden yararlanan analistler, firma değerlemesinde gerek indirgenmiş nakit akımlarını, gerekse de fiyat-kazanç oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranı gibi yöntemlerden de

faaydalanmaktadırlar. Bu yöntemler kullanılarak bulunan firma değeri, piyasada oluşan değeri karşılaştırılmakta ve düşük değeri hisse senetleri portföye dahil edilmektedir (Ercan vd., 2003: 7).

1.1.2.2. Finansal Yönetim ve Değerleme

Firmanın amacının firma değerinin maksimum kılınması olması, firma değeri ile finansal yönetimin temel politikaları olan finanslama, yatırım kararları ile kâr payı dağıtım politikalarının bu amaç doğrultusunda birbirleriyle uyumlu olmalarını gerektirmektedir. Yöneticiler bu konularda alacakları kararların firma değerine etkisini gözönünde bulundurmalıdır.

Günümüzde pek çok yeni performans ölçüm yöntemleri geliştirilmiştir. Bunun nedeni ise, değeri dayalı yönetim anlayışı kapsamında firma değerinin nasıl artırılacağı arayışlarıdır.

1.1.2.3. Birleşme - Devir Alma - Franchising İşlemleri ve Değerleme

Son yıllarda bilişim teknolojilerinin gelişmesi, işletmeleri bilgi-merkezli yeni stratejiler geliştirmeye ve yeniden yapılanmaya yöneltmiştir. Bu süreçte, büyüme, sinerji yaratma, büyüklüğün verdiği avantajlardan yararlanma, riskin dağıtılması, vergi avantajlarından yararlanma ve maliyet tasarrufu sağlama gibi nedenlerle, işletmeler arasında birleşme eğilimi giderek artmaktadır (Ercan vd., 2003: 8).

İki veya daha fazla firmanın tek çatı altına birleşmelerinde veya bir firmanın herhangi bir firmayı satın alma sürecinde, birleşen ya da satın alınan firmanın değerinin doğru olarak tespit edilmesi oldukça önemli olmaktadır. Değerleme, franchising alıcıları için, franchise veren mevcut firmalar arasından düşük değeri olanları tespit edip, onların franchise haklarının ele geçirilmesinde de önemli bir unsur olmaktadır.

1.1.2.4. Halka Açılma ve Değerleme

İşletmeler finansman ihtiyacını halka açılma yoluyla karşılamak, halka açılma yoluyla tanınma ve bir takım vergi avantajlarından faydalanmak gibi sebeplerle halka açılmaktadır.

Halka arz işlemlerinde firma değerinin doğru belirlenmesi ve hisse senedi fiyatlaması hem firma hem de yatırımcılar açısından son derece önemli olup, önemli nokta firmanın gerçek değerinin belirlenmesidir. Halka arz sırasında çıkarılacak olan yeni hisse senetlerinin yüksek ya da düşük fiyatlanması firmanın/yatırımcının lehine ya da aleyhine sonuçlar ortaya koymaktadır. Yüksek fiyatlama yatırımcının potansiyel getirilerini azaltacak, düşük fiyatlama ise firmanın piyasa değerinin düşük belirlenmesine neden olacaktır. Halka arz sürecinin başarılı bir şekilde sonuçlanması, piyasaya yeni çıkarılacak olan hisse senetlerinin fiyatlarının gerçek değerine yakın belirlenmesine bağlı olmaktadır.

1.1.2.5. Özelleştirme ve Değerleme

1980'li yıllardan itibaren dünyada popülerlik kazanan özelleştirme uygulamaları ile bir yandan devletin ekonomideki ağırlığı azaltılırken aynı zamanda piyasa ekonomisinin etkin çalışmasının sağlanması ve verimliliğin artırılması amaçlanmaktadır. Kamu işletmelerinin özelleştirilmeleri sürecinde değerlerinin doğru tespit edilmesi son derece önemli olmaktadır.

1.1.2.6. İşletmenin Kredi Değerliliğinin Tespiti ve Değerleme

Kredi kuruluşları firmaların kredi taleplerini karara bağlarken, kredi talep eden firmanın likidite, finansal yapı, kârlılık ve büyüme gibi oranlarının tespit edilmesinde değerlemeye ihtiyaç duymaktadırlar. Bu süreçte değerlendirme, kreditorler tarafından yapıldığı gibi kredi talep edenler tarafından da yaptırılmaktadır.

1.1.2.7. Tasfiye ve Değerleme

Herhangi bir sebeple faaliyetlerini durdurmak zorunda kalan firmalar tasfiye değerlerini belirleyebilmek için değerlendirme yapmak zorundadırlar. Böyle bir durumda firmanın bütün varlıkları nakde dönüştürüldükten sonra, borçları ödenir ve eğer varsa kalan tutar hisseleri oranında ortaklara dağıtılır.

Yukarıda açıklanan değerlemenin kullanım alanlarına, kaynakların etkin ve verimli kullanılması, finansal yapının sağlamlaştırılması, yeni yatırımların finansmanı, marka değeri, yatırım portföyünün oluşturulması, işgören sahipliği planları ve iflas durumu da eklenebilir.

1.2. DEĞERE DAYALI YÖNETİM

1.2.1. Değere Dayalı Yönetimin Kapsamı

Son yıllarda organizasyonel performansı artırmak için bir dizi yeni yönetim yaklaşımı ortaya konmuştur: Toplam kalite yönetimi, yalın organizasyonlar, personel güçlendirme, sürekli geliştirme, değişim mühendisliği gibi yeni yönetim tekniklerinin bir kısmı işletmelerin açık ve doğru bir biçimde belirlenmiş performans hedeflerine önemli katkılar sağlamış ancak bir kısmı ise bunda başarısız olmuştur. Başarısızlığın nedeni genellikle belirsiz olan veya değer yaratmanın nihai hedefi ile uygun olmayan performans hedefleri olarak görülmektedir (Koller, 1994: 87).

1980'li yıllardan başlayıp 1990'lı yılların sonuna kadar geçen süreçte, firma başarısına bakış açısı değişmiş olup, firmanın felsefesinin merkezine hissedarlara değer yaratmayı koyan; hissedar değeri maksimizasyonu amacına göre işletmenin stratejilerini, yapısını ve yöntemlerini belirleyen, performansın izlenmesinde hangi ölçütlerin kullanılacağını ve yöneticilerin ne şekilde ödüllendirileceğini belirten değere dayalı yönetim (Value Based Management-VBM) anlayışı ortaya çıkmıştır. Değere dayalı yönetim, değer yaratmayı amaçlayan, teşvik eden ve değeri ölçen bir yönetim sistemidir (Ercan vd. 2003: 20).

Değere dayalı yönetim kavramının farklı yazarlar tarafından farklı tanımları yapılmaktadır. Kuchta ve Sukpen, (2011: 17-19) bu yazarları iki gruba ayırmışlardır:

İlk grup; değere dayalı yönetimin çıktısına odaklanmıştır. Bu tanımların arasında göze çarpan unsurlar şunlardır:

- "Değere Dayalı Yönetim temelde firmaların felsefesini sürdüreceği bir yönetim yaklaşımı olup, amacı sermayenin maliyetini aşan getiriler üretmek hissedar değerini en üst düzeye çıkarmaktır" (Simms 2001).
- "Değere Dayalı Yönetim, firmalar için hissedarlara uzun vadeli değer yaratmayı ölçmek ve yönetmek için bir çerçevedir. Ödüller, gelişmiş hisse - fiyat performansı ve temettü artırımını açısından ölçülmektedir" (Marsh 1999).

- "Değere Dayalı Yönetim, halka açık tüm firmaların birincil hedeflerinin hissedar değerini en üst düzeye çıkarmak olduğu fikrine dayanmaktadır" (Bannister ve Jesuthasan 1997).
- "Değere Dayalı Yönetim, değer yaratma felsefesine dayanan bir firmanın yönetimini tanımlayan terimdir" (Armitage and Fog 1996).

Yukarıda belirtilen tüm tanımlar, değere dayalı yönetim kavramının işletmelerin hissedar değeri yaratma veya artırma yeteneği, yani değere dayalı yönetimin uygulanmasının nihai sonucu üzerinde yoğunlaşmıştır.

İkinci grup; sürecin ve sonucun kombinasyonuna dayanmaktadır. Bu durumda tanımlar, bu sürecin uygulanması yoluyla elde edilecek sonuçlara değil, aynı zamanda değere dayalı yönetim konseptinin uygulanma sürecine dayanmaktadır:

- "Değere Dayalı Yönetimin başarısı stratejik planlama, performans ölçümü ve ödüllendirmenin entegre edilmesine dayanmaktadır" (Leahy 2000).
- "Değere dayalı yönetim sadece bir performans ölçüm sistemi değil performansı ödüllendiren, hissedar değeri yaratan, kısaca tüm paydaşlara yarar sağlayan bir süreçtir".
- "Değere Dayalı Yönetim, firmaların, dışarıdaki rekabete ve kurum içi zorunluluklara karşı mücadeleyi başarılı bir şekilde sürdürecektir inanç, ilke ve süreçlerin bir kombinasyonudur. Bu inanç, ilke ve süreçler, firmanın yönetim hedefine ulaşmak için sistematik bir yaklaşımın temelini oluşturmaktadır" (Mc Taggart ve diğerleri, 1994).
- "Değere Dayalı Yönetimin temel felsefesi hissedar değeri yaratmaktır. Bu sebeple firmanın finansal vizyon ve misyonunu, hissedar değeri maksimizasyonu şekillendirmektedir" (Arnold 1998).

Bu görüşlerin tamamının ortak noktası, değere dayalı yönetimin nihai hedefi hissedar değerini artırmak olup, bu hedefe ulaşmak için her biri farklı süreçler sunmaktadır.

1.2.2. Değere Dayalı Yönetimin Özellikleri

Değere dayalı yönetim konusunda çok sayıda görüş bulunmakta olup, bu görüşlerin ortak noktası yönetim, yaklaşım ve hissedar değerinin maksimize edilmesidir (Kuchta ve Sukpen, 2011: 19).

Etkili ve verimli uygulandığında büyük faydalar sağlayan değere dayalı yönetim geleneksel planlama sistemlerinden çok farklıdır. Değer maksimizasyonunu sağlamak ve organizasyonun her kademesinde daha iyi kararlar alabilmek için sürekli kendini geliştirmekte ve yeniden yapılanmaktadır.

Değere dayalı yönetim anlayışı yukarıdan aşağıya yönetim ve denetim yapılarının özellikle çok uluslu işletmelerde iyi sonuç veremeyeceğini savunmaktadır. Bunun yerine, yöneticileri daha iyi kararlar almak için değere dayalı performans ölçütlerini kullanmaya teşvik etmektedir. Bilançonun yanı sıra gelir tablosunu yönetmeyi, uzun ve kısa vadeli planları uyumlaştırmayı gerektirmektedir. Değere dayalı yönetim genellikle ekonomik performansın iyileşmesinde yüksek bir etkiye sahiptir (Koller, 1994: 87).

İşletmelerde değere dayalı yönetim anlayışına geçme süreci, firma değeri ve vizyonu, işletme politikaları ve süreçleri, iletişim ve bilgi paylaşımı, kurum içi eğitim ve ödüllendirme, geleceğe yönelik olarak yapılan planlar gibi bir çok yönetim aracını da etkilemektedir.

Değere dayalı yönetimin biçimini, stratejiler, politikalar, performans ölçümleri, ödüllendirme esasları, işletme içi düzenlemeler, faaliyet süreçleri, çalışanlar ve işletmenin ilişki kurduğu içsel ve dışsal sistemler belirlemektedir. İşletmelerin uzun vadeli ve istikrarlı bir değere dayalı yönetim sistemi oluşturmaları için yeniden yapılanmaları gerekmektedir. Bütün bunların gerçekleştirilebilmesi için, firma içindeki tüm kademeler ile çıkar grupları, özellikle de hissedarlar arasında mükemmel bir iletişimin kurulması gerekmektedir (Ercan vd., 2003: 23)

Değere dayalı yönetim anlayışının uygulanmasında ilk adım, işletmenin nihai finansal hedefinin değer maksimizasyonu olduğunun kabul edilmesidir. Kârlar ve kârlardaki artışlar gibi geleneksel finansal performans ölçütleri her zaman temel göstergeleri yansıtamamaktadırlar. İşletmeler değer yaratımına doğrudan

odaklanabilmek için, indirgenmiş nakit akımlarına dayalı hedefler oluşturmalıdırlar. Bu hedefler zamanla kısa vadeli ve objektif finansal performans hedeflerine dönüştürülmelidir. Bunların yanı sıra, işletmenin genelinde ürün iyileştirme, müşteri tatmini ve şirket çalışanlarının refah seviyesinin iyileştirilmesi gibi hedefler de oluşturulmalıdır (Koller, 1994, 90).

Değere dayalı yönetim, organizasyonun ister çalışan isterse de firma hissedarı olarak firmaya yaptığı katkıları baz alarak adil bir değerlemeye tabi tutulmasını ve organizasyonda adil değerlendirmeyi etkileyen sorun ve hataların düzeltilebilmesi için diğer paydaşlarla işbirliği içerisinde çalışmasını sağlayan sistematik bir yaklaşımdır. Bunun sonucunda, çalışanlar daha doğru kararlar alabilmekte, kendi davranışlarını disipline edebilmekte ve bir ekip ruhu içerisinde daha etkili ve verimli çalışmaya istekli hale gelmektedirler (Ercan vd., 2003: 24).

1.2.3. Değere Dayalı Yönetimin Avantajları ve Dezavantajları

Değere dayalı yönetim anlayışının bazı avantaj ve dezavantajları bulunmasına karşın, avantajları dezavantajlarından daha fazladır. Değere dayalı yönetimin dezavantajlarının bir kısmı değere dayalı yönetim uygulamasını basitleştiren uygulama planları ile ortadan kaldırılabilir.

Değere dayalı yönetimin avantaj ve dezavantajları aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir (https://www.12manage.com/methods_value_based_management.html, Erişim Tarihi: 10.08.2017):

Avantajları:

- Sürekli değer yaratımını maksimize eder.
- Kurumsal şeffaflığı artırır.
- Organizasyonların uluslararası piyasalarda faaliyette bulunmalarına yardımcı olur.
- Yöneticilerin istek ve çıkarları ile hissedarların ve diğer çıkar gruplarının istek ve çıkarlarını uyumlaştırır.

- Yatırımcılar, analistler, hissedarlar ve diğer çıkar grupları ile iletişimi kolaylaştırır.
- Strateji hakkında iç iletişimi güçlendirir.
- Hisselerin düşük değerlenmesini engeller.
- Yönetimin açık önceliklerini oluşturmasını sağlar.
- Karar almanın iyileştirilmesine yardımcı olur.
- Kısa, orta ve uzun vadeli ekonomik kararların uyumlu olabilmelerini sağlar.
- Değer yaratan yatırımları teşvik eder.
- Kaynakların tahsisini iyileştirir.
- Planlama ve bütçeleme çerçevesini oluşturur.
- Teşvik ve ödüllendirme sistemleri için etkili hedefler oluşturur.
- Birleşme ve satın almalar için hisselerin ve değerlemenin kullanılmasını kolaylaştırır.
- Ele geçirmeleri engelleyebilir.
- Artan karmaşıklığın, belirsizlik ve risk ortamının daha iyi yönetilmesine yardımcı olur.

Dezavantajları:

- Değere dayalı yönetim, bütüncül bir yönetim felsefesidir ve genellikle kültür değişikliği gerektirir. Bu nedenle, değere dayalı yönetim programları genellikle büyük çaplı reorganizasyon faaliyetleridir. Başarılı olmak için zaman, kaynak ve sabır gerektirir.
- Ekonomik Katma Değer, Performans Yönetimi ve Balanced Scorecard çok güçlü yönetim destek araçları ve süreçleridir. Bununla birlikte kendi maliyetleri bulunmaktadır. Bu nedenle, çok detaylı olarak ayrıntılara girmek

ve aşırı karmaşık ölçme yöntemleri kullanmak genellikle tavsiye edilmemektedir.

- Performans ölçümünde kullanılan değere dayalı ölçütler güçlü yönetsel araçlardır. Fakat değere dayalı yaklaşımın firmaya entegre edilmesi maliyetli olabilmektedir.
- İyi uygulanmadığı ve yanlış ölçümlerin yapıldığı durumlarda teorik boyutta kalabilmektedir.
- Üst yönetimin güçlü ve açık desteğine ihtiyaç duymaktadır.
- Detaylı eğitim ve danışmanlık hizmetleri almayı gerektirebilir, bu da ilave maliyet demektir.

1.2.4. Değere Dayalı Yönetim Süreci

Firmalarda değere dayalı yönetim sürecinin ana amacı müşteriden hissedara giden bir değer zincirinin oluşturulması ve bunun sürekliliğinin sağlanmasıdır. Basit şekilde ifade edilecek olursa, değer maksimizasyonunun gerçekleşmesi için ana yaklaşım olarak veri risk düzeyinde sermaye maliyetinden daha yüksek getirisi olan projelere yatırım yapılmalıdır (Koyuncu, 2010: 18).

Değere dayalı yönetim yaklaşımının başarısı için değere dayalı bir bakış açısının yaratılması ve adaptasyonu ile birlikte yalnızca değer sürücülerinin belirlenmesi yeterli değildir. Bu yeni stratejik önermeleri örgüt kültürü içine dahil etmek için eylemler ve süreçler içselleştirilmelidir.

Firmaların kurumsal, iş birimi ve fonksiyonel düzeylerinde değere dayalı yönetimin benimsenmesinde aşağıda belirtilen dört yönetim süreci yararlı olmaktadır.

Bunlar;

- Değeri en üst düzeye çıkarmak için bir strateji geliştirilmesi,
- Stratejilerin değer sürücüleri açısından formüle edilen kısa ve uzun vadeli performans hedeflerine dönüştürülmesi,

- Geleceği şekillendirmek için eylem planları ve bütçelerin geliştirilmesi,
- Performansı ölçmek, performansı hedeflerle uyumlaştırmak ve çalışanları hedeflerine ulaştıracak teşvik sistemlerinin uygulanmasıdır (Kuchta ve Sukpen, 2011: 21).

Değer yaratmayı amaçlayan yönetim biçimindeki aşamalar şunlardır (Ercan vd., 2003: 26):

- Strateji Geliştirme
- Hedef Belirleme
- Uygulama Planları ve Bütçe
- Performans Ölçümü ve Teşvik Sistemleridir.

1.2.4.1. Strateji Geliştirme

Bir teşebbüsün, değer yaratmasına izin verecek bir rekabet avantajı elde edebileceğini tanımlaması kesinlikle önemlidir. Bir iş stratejisinin geliştirilmesi, organizasyonun çeşitli kademelerinde farklı sorumluluklara sahiptir. Şirket düzeyinde, şirketin hangi işlere yatırım yaptığına, şirket kaynaklarının çeşitli operasyonlara nasıl tahsis edileceğine ve iş birimleri arasındaki potansiyel işbirliklerinden nasıl yararlanılacağına karar vermek üst yönetimin sorumluluğundadır. Firmanın işletme birimi düzeyinde, strateji geliştirilmesi temelde, şirket için en yüksek değeri sağlayacak alternatif stratejilerin belirlenmesi, değerlendirilmesi ve seçilmesidir. Bu stratejinin unsurları şunları içermelidir: Değerlendirmenin sonuçlarını ve stratejinin değerini yönlendiren kilit varsayımların değerlendirilmesi; Elenen alternatif stratejilerin değerini ve bunları reddetme nedenleri ile tartışılması; Kaynak gereksinimlerinin belirlenmesi; Stratejik plan projeksiyonlarını özetleyerek, anahtar değer sürücülerine odaklanması; Rakip tehditlerin veya fırsatların etkisini değerlendirmek için alternatif senaryoların analiz edilmesidir (Kuchta ve Sukpen, 2011: 21-22).

Firma düzeyinde yapılan stratejik planlama, kaynakların uygun alanlara tahsis edilerek firma değerinin artırılmasını amaçlamaktadır. Mevcut portföy, hissedar

değeri yaratma hedefini oluşturamıyorsa, satınalmalar, tasfiyeler ve/veya firma içinde iş alanlarına tahsis edilmiş sermaye kompozisyonunun değiştirilmesi yoluyla yeniden yapılandırmaya gidilmelidir. Oluşturulan stratejiler ile firmanın, hangi iş alanlarına gireceği, satışların nasıl artırılacağı, işletme birimlerindeki potansiyel sinerjilerin nasıl kullanılacağı, iş alanları arasında kaynakların nasıl tahsis edileceği, maliyetlerin nasıl düşürüleceği, vergi avantajlarından nasıl yararlanılacağı ve borç/özsermaye yapısının nasıl belirleneceği tespit edilmektedir (Rappaport, 1986:103).

Belirlenen stratejilerin öncelikle firmanın nasıl değer yaratarak rekabet açısından avantajlı konuma geleceğine açıklık getirmesi gerekmektedir. Bunun için stratejinin belirlenmesinden önce piyasanın, rakiplerin ve firmadaki mevcut varlıkların analizi yapılmalıdır. Daha sonra bu analiz sonuçlarına göre firmaya en uygun strateji geliştirilmelidir (Copeland vd., 1994: 114):

1.2.4.2. Hedef Belirleme

Firma değerini maksimum kılacak stratejiler belirlendikten sonra bu stratejilerin kısa, orta ve uzun vadeli hedeflere dönüştürülmesi ve bu hedeflerin kendi içlerinde birbirleri ile uyumlu hale getirilmeleri gerekmektedir.

Hedef belirleme en subjektif iş süreçlerinden birtanesi olup herhangi bir hedefin başarısı için uygulanabilirliği göz ardı edilmemelidir. Belirlenen hedef vasat bir performans getirebilir, çalışanları motive edemez veya çalışanlar başarıyı geliştirme gayreti içinde olmayabilirler. Değere dayalı yönetim yaklaşımında hedefleri başarılı bir şekilde belirlemek için aşağıdaki ilkelere dikkat etmek önemlidir (Kuchta ve Sukpen, 2011: 22):

- Hedefler hem mali hem de mali olmayan boyutlar dahil olmak üzere anahtar değer sürücülerine dayandırılmalıdır,
- Hedefler, kurum içindeki farklı seviyelere uyarlanmalıdır. Bu, genel işletme performansı ve kıdemli işletme birimi yöneticileri için birim çapında mali olmayan performans, fonksiyonel yöneticiler için maliyet ve kalite ile ilgili belirlenmiş hedeflerin olması gerektiği anlamına gelmektedir,

- Hem kısa hem de uzun vadede şirketin operasyonel hedeflerinde süreklilik ve uyum sağlamak için uzun ve kısa vadeli hedefler arasında ilişki kurulmalıdır.

1.2.4.3. Uygulama Planları ve Bütçe

Eylem planları ve stratejileri, özellikle kısa vadede hedeflerine ulaşmak için bir organizasyonun gerçekleştirmesi gereken belirli eylemlere çevrilmelidir. Planlar, örgütlerin hedeflerini örgütlü bir şekilde devam ettirebilmesi için atacağı adımları tanımlamalıdır. Firmalar bu uygulamayı genellikle bir yıllık süreyi içeren bütçeler hazırlayarak yapmaktadır. Böylece kısa vadede yapılacak uygulamalar firma düzeyinde formel bir yapıya kavuşturulmuş olmaktadır.

Hedefler, uygulama planları ve gelişmeler hakkında, yatırımcılar ve piyasalar ile iletişimin artırılması da önemlidir. Böylelikle yatırımcıya ve piyasalara daha fazla bilgi aktarılabilir, yatırımcının gözündeki risk ve belirsizlik azaltılabilir; bu da sermaye maliyetini düşürerek hisselerin değerini artıracaktır (Rappaport, 2006: 74). Sermaye piyasaları yalnızca bilgi sağlanabildiği durumlarda etkin olabileceğinden piyasa, firmanın oluşturduğu değeri artırmak için kullandığı stratejilerin, hedeflerin ve planların farkına varamadığı sürece fayda sağlayamayacaktır. Borsaya zamanında, ilgili ve güvenilir bilgiler sağlayan ve değer beklentilerini etkin bir biçimde yönetebilen firmalar, zayıf iletişime sahip ve az şeffaf firmalara göre daha doğru ve olumlu bir pazar değerine sahip olacaklardır (Pall, 2000: 35).

1.2.4.4. Performans Ölçümü ve Teşvik Sistemleri

Performans ölçümü, teşvik sistemleri ile birlikte bir örgütün hedeflerine ulaşması için ne derece ilerlediğini izler ve çalışanlar ile yöneticileri belirlenmiş hedeflere ulaşmak için çaba sarfetmeye teşvik eder. Değere dayalı yönetim kapsamında performans ölçümü, performans ölçümünü muhasebe esasına dayalı olmaktan yönetim odaklı olmaya dönüştürür. Bununla birlikte, bir performans ölçüm sistemi geliştirilmesi, temel değer sürücülerini anlayan, kısa ve uzun vadeli hedeflerini belirleyen bir şirket için nispeten kolaydır. Bu süreci yönlendiren kilit ilkelerden bazıları şunlardır (Kuchta ve Sukpen, 2011: 22-23):

- Performans ölçümünü işletme birimine uyarlama, yani her iş biriminin performansını ölçmek için kendi sistemine sahip olması. Performans ölçümü, kazanımları doğru perspektiflere koymanın tek yol olduğundan, işletme biriminin kısa ve uzun vadeli hedeflerine dayanmalı, muhasebe odaklı olmamalıdır. Ölçümün finansal ve operasyonel performansı içermesi gerekir. Çünkü bu, yönetimin ihtiyaçlarına daha iyi şekilde cevap verecektir.
- Erken uyarı görevini yerine getirecek performans ölçütlerinin bir tanımlaması olmalıdır. Şirket, uyarı için yalnızca finansal göstergelere güvenemez; bu durum, daha önce yaşananları ölçer, dolayısıyla yönetimi, yaklaşmakta olan krizden koruyamaz veya önlem almak için fırsat tanıyamaz.
- Teşvik sistemi, bir organizasyon içinde her seviyede değer yaratma teşviki sağlamalı ve aynı zamanda çalışanların değer yaratımına katkıda bulunmalarına dayalı olarak tasarlanmalıdır.

1.2.5. Değere Dayalı Yönetim Sürecinin Uygulanması

Oldukça karmaşık ve uzun bir süreci gerektiren değere dayalı yönetim sisteminin uygulanması aynı zamanda maliyetli bir süreçtir. Organizasyonda yapılacak değişiklikler, değere dayalı yönetimin anlaşılması ve uygulanması süreci açısından oldukça önemli olup firmalar çoğu zaman bunun için danışmanlık ve eğitim firmalarından faydalanmaktadır. Bu sürecin başarı ile uygulanabilmesi için yapılacak çalışmaların başlıcaları aşağıdaki gibidir (Koller, 1994: 100):

- Üst kademe yönetiminin desteği en üst seviyede sağlanmalıdır,
- Kararlar alınırken sadece finans çalışanlarının değil, işletmedeki tüm çalışanların fikirleri göz önünde bulundurulmalıdır,
- Değere dayalı yönetimin kazandırmış olduğu rekabet gücü bütün işletmeye yayılmalıdır,
- Değere dayalı yönetim yaklaşımı, planlamanın bütün unsurlarına entegre edilmelidir,

- Değere dayalı yönetim sistemi uygulanırken, teorik konulardan ziyade pratik uygulamalara odaklanılmalıdır,
- Genel yaklaşımların yanı sıra, birimlerin özelliklerine uygun farklı ve birimlere özgü stratejik analiz yöntemleri kullanılmalıdır,
- İşletme ile ilgili bilgilere ulaşılabilirlik kolaylaştırılmalıdır,
- Yönetim raporlarının birbirleri ile uyumunu kolaylaştırmak için standart rapor formatları hazırlanmalıdır,
- Değer yaratma süreci ile insani güdüler uyumlaştırılmalıdır,
- İnsan kaynaklarının sermaye ile birlikte değer yaratmaya odaklanması sağlanmalıdır.

İKİNCİ BÖLÜM

FİRMALARDA PERFORMANS ve PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ

2.1. PERFORMANS KAVRAMI ve KAPSAMI

Rekabetin ortamının günden güne daha da yoğunlaştığı günümüzde kâr elde etmek, büyümek ve sürekliliklerini sağlamak gibi temel amaçları olan işletmeler, globalleşme ile birlikte ürün kalitesi, teslimat hızı, güvenilirlik, müşteri memnuniyeti, satış sonrası hizmet, firma değerinin ve hissedarların servetinin artırılması gibi konularda rakipleriyle amansız bir rekabet ortamı içine girmişlerdir (Kabadayı, 2002: 61). İşletmelerin, değişen çevre koşullarına uyum sağlaması ve amaca uygun stratejiler üreterek rekabet avantajı yakalayabilmesi için etkin ve verimli performans ölçütleri geliştirmeleri ve kendilerini düzenli olarak değerlendirmeleri zorunluluk halini almıştır.

Finansal performans ölçümünde temel amaç karar vericilere işletmenin mali durumu ve gelişimi ile ilgili gerekli bilgi aktarımını sağlamaktır. Mali analizler yoluyla yapılan performans ölçümü, yöneticilere geleceğe yönelik yönetim ve yatırım kararlarını almalarında, kredi veren kuruluşlara işletmenin kredi değerliliğini belirlemelerinde, yatırımcılara işletme ile ilgili yatırım tercihlerini değerlendirmelerinde yardımcı olmaktadır. Görüldüğü gibi finansal performans ölçümleri sadece firmayı değil tüm paydaşları ilgilendirmektedir (Özgülbaş, 2001: 32)

2.1.1. Performans Kavramı ve Ölçülmesi

Performans kavramı farklı disiplinlerde farklı yaklaşımlarla anlatılsa da belirlenen hedeflere göre bir işin gerçekleştirilme düzeyi olarak açıklanabilir. Performans, önceden belirlenmiş olan standartlara ulaşım seviyesinin ölçümü olup, mutlak ya da nispi olarak değerlendirilebilmektedir (Kabakçı, 2007: 81).

İnsan kaynakları açısından performans basit bir şekilde, çalışanların işlerinde ne kadar çaba gösterdiği şeklinde tanımlanabilir. Başka bir ifadeyle, planlanmış bir işin ne kadar sürede yerine getirildiği veya çalışanların davranış biçimleri olarak tanımlamak mümkündür. Dolayısıyla performansı, belirli bir süre zarfında kişi veya grubun bir işi yapmada gösterdikleri çaba ve fiillerin nitel ve nicel sonuçları şeklinde tanımlamak da mümkündür (Uysal, 2015: 33). Çağdaş yönetim anlayışında

performans, bir firmanın başarı düzeyini, yani önceden belirlenmiş amaçlarını gerçekleştirme düzeyini ifade eden çok yönlü bir kavramdır (Karaman, 2009: 413).

Finansal açıdan bir firmanın sahip olduğu varlıkları kullanarak kendisinden beklenen ekonomik değer ve yararı gerçekleştirebilme düzeyi onun performans derecesini belirlemektedir. Bir firmada beklenen değer ile gerçekleşen değer arasındaki ilişkide performans düzeyinin sınıflandırılmasına ilişkin üç boyut bulunmaktadır. Bu yaklaşımla; beklenen değer ile gerçekleşen değer eşit ise normal performans, elde edilen değer, beklenen değer altında gerçekleşirse düşük performans, gerçekleşen değer beklenen standart değerlerin üstünde ise yüksek performans olarak kabul edilir. Yüksek performans da beklenen değer ve gerçekleşen değer arasındaki fark ekonomik kâr (artık kâr) olarak adlandırılmaktadır (Barkey, 2000, 27).

Performans ölçümünün avantajları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Parker, 2000: 63; Yüreğir ve Nakiboğlu, 2007: 546; Işığışık, 2008: 3; Yenice, 2017: 4; Coşkun, 2006: 2; Atkinson vd., 1997; 86; Halis ve Tekinkuş, 2003: 184):

- Alınan kararların, duygusal, sezgisel, inanışlara veya varsayımlara dayalı olarak değil de, gerçek verilere dayanarak alındığından emin olmak,
- Belirlenmiş temel ilkelerden sapma olup olmadığını ortaya çıkarmak,
- Bir değer ölçülmeden yönetilemeyecek olması,
- Büyük hatalara sebep olacak durumların önceden belirlenmesini mümkün kılmak,
- Hedef ve stratejilere uygun hareket edilip edilmediğini tespit etmek,
- İşletme çalışanlarına gerekli geri bildirim zamanında ve hızla yapmak,
- İşletme çalışanlarına yardım etmek ve onları yetiştirmek,
- İşletme çalışanlarının motivasyonlarını inceleyip ödüllendirmek,
- İşletme çıktılarının kalitesine dair spesifik bilgiler vererek ürün ve hizmetlerin kalitesini geliştirmek,

- İşletme yöneticilerinin, müşteri ile ortakların ihtiyaçlarından ve memnuniyet düzeylerinden haberdar olmasını sağlamak,
- İşletme yönetim sürecinde objektif ve nicel karar verme tekniklerinin kullanımına imkân vererek kararlardaki kalite düzeyini arttırmak,
- İşletmenin geleceğine yönelik plan ve bütçe yapmasına olanak tanımak,
- İşletmenin stratejik plan ve amaçlarına destek vermek,
- İşletmenin ve iş süreçlerinin rakip ve sair işletmelerle karşılaştırılmasına imkan vermek,
- İşletmenin ve kişilerin hedeflerinin durumu ve tarafların hedeflerine ulaşabilme düzeyini belirlemek,
- İşletmenin yürüttüğü faaliyetlerdeki süreçlerin daha iyi anlaşılması, sorunlu kısımların belirlenmesi ve bu süreçlerin geliştirilmesine yardımcı olmak,
- Karşılaştırmaların yapılabilmesi için standartların oluşturulmasını sağlamak,
- Kaynakların etkin dağılım ve kullanımını sağlamak,
- Objektif bir performans ortamı meydana getirerek çalışanları motive etmek,
- Örgüt iklimi ve yapısında tarafsızlığı oluşturabilmek,
- Şirketin sorunlu alanlarını ortaya çıkarmak ve gelişme olabilecek alanlarını belirlemek,
- Şirketin, müşterilerinin isteklerini karşılayıp karşılamadığını belirlemek,
- Yapılan işlerin belirlenen hedeflere ne kadar katkısı olduğunu saptamak.

Şirketlerde performans ölçüm sürecinin temel adımları stratejik amaçların ve hedeflerin oluşturulmasıyla başlamakta, performans ölçütlerinin belirlenmesi, somut hedeflerin tespit edilmesi, ölçüm bilgilerinin elde edilmesi, elde edilen bu bilgilerin raporlanması ve iyileşmeye yönelik önlemlerin alınmasıyla tamamlanmaktadır (Zerenler 2005, 6).

2.1.2. Finansal Performansın Ölçülmesi

Finansal performans, bir firmanın varlıklarını ne kadar iyi kullanabildiğinin ve gelir elde etmenin objektif bir ölçütü olmaktadır. Bu kavram aynı zamanda bir firmanın belirli bir zaman diliminde genel mali durumunun bir ölçüsü olmakta olup sektör ve firma karşılaştırmalarında kullanılmaktadır (<http://www.investopedia.com/terms/f/financialperformance.asp>).

Finansal performans analizi ile firmalar, karar alma, planlama ve denetim fonksiyonlarını etkin bir biçimde yürütebilmektedir. Finansal performans analizi başarılı bir şekilde yapıldığı zaman işletmenin performansı da doğru yansıtılmış olmaktadır. Firmalar, finansal performans ölçütleri ile başarılı finansal performans yönetimini gerçekleştirebilmekte ve firma değerini arttırabilmektedir. Firma yöneticileri yanında firmaya yatırım yapmayı planlayan potansiyel yatırımcılar için de finansal performans ölçütleri önemli olmaktadır (Aydeniz, 2009: 264). Finansal performansın en önemli dışsal göstergesi olarak piyasa değeri kabul edilirse, bunu en doğru ve yakın bir şekilde açıklayan içsel ölçülerin bulunarak işletme içinde gerek performans ölçümü gerekse primlendirme amaçları için kullanılması, işletmenin başarısı için hayati derecede önemli olmaktadır (Ertuğrul, 2009: 21).

Finansal performans ölçütlerinin yaygın şekilde kullanılmasının en önemli nedeni, hesaplanabilir ve karşılaştırılabilir olmalarıdır. Finansal performans ölçütleri, işletmenin uzun vadeli hedeflerini doğrudan ifade etmektedir ve işletmenin performansına bütünsel bir bakış sağlamaktadır (Kaplan ve Atkinson, 1998: 442).

Finansal performans ölçümünde kâr marjı, aktif kârlılığı, öz sermaye kârlılığı, hisse başına kazanç, fiyat/kazanç oranı, artık değer, yatırım kârlılığı, ekonomik katma değer sıklıkla kullanılmaktadır (Wingard ve Vorster, 2001: 320).

2.2. GELENEKSEL FİNANSAL PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ

Değer; yatırımların, nakit akışının, ekonomik ömrün ve sermaye maliyetinin bir fonksiyonudur. Bu dört faktörü kullanarak piyasada değer yaratmak için kullanılan yöntem, indirgenmiş nakit akımları (Discounted Cash Flows - DCF) olup, yatırımlar planlanırken DCF yöntemlerini kullanılmasının sebebi budur. Bunu yapmanın amacı, hissedar değerini artıracak stratejiler ve yatırımlar yapmak ve yürütmektir.

Uygulamada ise analistler çoğunlukla fiyat/kazanç oranları, hisse başına kâr, ROI, bilanço, kâr ve zarar tablosu, özkaynak, şerefiye, amortisman yöntemleri ile ilgilenmektedir (Venantzi, 2010: 2-3).

Performansın finansal açıdan ölçülmesi, farklı çıkar gurupları için oldukça değerli olmaktadır. Söz konusu ölçümler yönetim ve hissedarlar tarafından bir firmanın geçmiş finansal performansı ve mevcut mali durumunu değerlendirmek için kullanımının yanında potansiyel yatırımcılar ve finansal analistler tarafından da gelecekteki finansal performansı öngörmek amacıyla kullanılmaktadır (Brigham & Houston, 2001: 89).

Geleneksel finansal performans ölçütleri muhasebe verilerini kullanan, firma faaliyetlerini esas alan genelde kâra odaklı ölçütler olup bu nedenle "muhasebeye dayalı finansal performans ölçütleri" de denmektedir. Söz konusu ölçütler hissedar değeri yaratma amacını birincil amaç olarak görmediklerinden günümüz yönetim anlayışı içerisinde eleştirilere maruz kalmaktadır.

Geleneksel finansal performans ölçüm yöntemleri finansal tablolardan elde edilen verilerin arasındaki ilişkiyi matematiksel olarak gösteren oranlar şeklinde hesaplamaktadır. İki kalem arasındaki ilişkiyi matematiksel olarak ifade eden oranların hesaplanması, tek başına bir amaç olmamakla beraber asıl amaç finansal analiz aracı niteliğindeki oranların işletmenin amaçları ile bütünleştirilerek değerlendirilmesi ve yorumlanmasıdır. İşletme içerisinde hesaplanan oranlar işletmenin geçmiş dönemlerine ait oranlarla, genel kabul görmüş oranlarla veya işletmenin içinde bulunduğu sektör için geliştirilen oranlarla karşılaştırılarak değerlendirmelerde bulunmaktadır (Demirci, 2013: 58).

Geleneksel ölçütler kendi içinde, paranın zaman değerini dikkate alan ve paranın zaman değerini dikkate almayan ölçütler biçiminde ikiye ayrılmaktadır. Paranın zaman değerini dikkate alan yaklaşımların benimsenmesi ile geleneksel ölçütlerin eksiklikleri bir ölçüde giderilmiş olmasına rağmen, bilanço kalemlerindeki artışlara yoğunlaşması nedeniyle yine de eksiklikleri ve hata payları oldukça yüksektir. Çünkü finansal tablo kalemlerinde artış sağlanırken, kullanılan kaynaklar ve bileşenleri göz ardı edilmektedir (Birkan, 2015: 11).

Geleneksel/Muhasebeye dayalı finansal performans ölçütleri olarak tanımlanan ve en çok kabul gören temel ölçütler aşağıda açıklanmıştır.

2.2.1. Özsermaye Kârlılığı

Özsermaye kârlılığı (Return On Equity – ROE) dönem içinde özkaynakların ne oranda kârlı kullanıldığını göstererek özsermayenin kazanma gücünü ortaya koymaktadır. Hissedarlar açısından firma değerinin artırılması temel amaç olduğundan firmanın bir birimlik özsermayesinin ilgili dönemde ne kadar getiri sağladığı önemli bir gösterge olmaktadır (Ercan ve Ban, 2009: 47). Özkaynaklar, ödenmiş sermaye, sermaye yedekleri, kâr yedekleri, emisyon primi, geçmiş yıllar kârları, geçmiş yıllar zararları ve dönem net kârı veya zararı olmak üzere kalemlere ayrılmaktadır. Özsermaye kârlılığı ise dönem net kârının diğer özsermaye kalemlerinin toplamına bölünmesi ile hesaplanmaktadır.

$$\text{Özsermaye Kârlılığı} = \text{Net Kâr} / \text{Özsermaye}$$

Özsermaye kârlılığı, ortakların şirkete kaynak olarak bırakmış oldukları fonların bir birimine düşen kârlılığı ölçen bir oran olmasının yanı sıra, şirketin finansal performansının da bir göstergesidir. Bu performans ölçütünün, ödenmiş sermayenin dikkate alındığı hisse başına kâr rakamından farkı, ortakların firmaya sağladıkları tüm fonları dikkate almasıdır. Mali rantabilite oranı olarak da anılan söz konusu oranın yeterli olup olmadığının saptanması için öz kaynakların alternatif kullanım olanaklarının da bilinmesi yararlı olacaktır.

2.2.2. Aktif Kârlılığı

Aktif kârlılığı (Return On Assets – ROA), yaygın olarak kullanılan bir performans ölçütüdür. Bir firmanın sahip olduğu tüm varlıkların etkin kullanım derecesini göstermektedir (Akdoğan ve Tenker, 2001: 639). Aktif kârlılığı, hissedarların paylarının kârlılığını ölçmeye ve firmanın sahip olduğu varlıklarını ne kadar etkili kullandığını belirlemeye yarayan bir orandır. Bu oran normalde net kâr üzerinden hesaplanmakla birlikte vergi öncesi ya da faiz ve vergi öncesi kâr üzerinden de hesaplanabilir. Aktif kârlılığı ne kadar yüksek olursa, firmanın varlıklarını o kadar kârlı ve verimli kullandığını göstermektedir.

$$\text{Aktif Kârlılığı} = \text{Net Kâr} / \text{Toplam Aktifler}$$

2.2.3. Hisse Başına Kâr

Hisse başına kâr (Earnings Per Share – EPS), vergi sonrası net kârdan imtiyazlı ve kurucu hisselerine, yönetim kurulu ve çalışanlarına ödenen temettü çıkarıldıktan sonra, kalan kârın toplam adi hisse senedi sayısına bölünmesi ile bulunur. İşletmenin faaliyetleri ve tüm yükümlülüklerini yerine getirdikten sonra her bir hisse başına elde edilen dönem kârını ifade etmekte olup firmanın hem faaliyet hem de finansal başarısının bir ölçütü olmaktadır.

Hisse Başına Kâr = (Dönem Sonu Net Kâr – İmtiyazlı Temettü Ödemeleri) /
Toplam Adi Hisse Senedi Sayısı

Hisse başına kâr oranı, belirli bir dönem boyunca hissedarlar için işletme tarafından yaratılan kazançlarla ilgili bir performans ölçütüdür. Bu oran işletmenin hisse başına düşen net dönem kârını göstermektedir. Hisse başına kâr oranı uygulamada çok kullanılan bir oran olmakla birlikte bu oranı firmayı yorumlamada veya diğer firmalarla karşılaştırma yapmada kullanırken dikkatli olmak gerekmektedir. Örneğin farklı hisse senedi sayısına sahip iki firma aynı kârı elde ettiğinde hisse senedi başına kârları farklı olacaktır. Hisse senedi sayısı az olan firmanın hisse senedi sayısı başına kârı daha yüksek olacaktır. Dolayısıyla bu orana bakarak iki firmadan birinin diğerinden daha iyi olduğunu söylemek yanıltıcı olacaktır (Ercan ve Ban, 2009: 48).

2.2.4. Fiyat / Kazanç Oranı

Fiyat/kazanç oranı (Price / Earning – P/E Ratio), hisse senedinin piyasa fiyatının hisse başına kâra bölünmesiyle hesaplanmakta olup, hissedarın 1 birimlik kazanç için kaç birim ödemeye istekli olduğunun göstergesidir. Hisse senedi başına kâr payı ile hisse senedinin borsa değeri arasındaki ilişkiyi tespit etmeyi amaçlayan fiyat/kazanç oranı, pay sahiplerinin bekledikleri getiriye ölçmek için kullanılmaktadır.

Fiyat/Kazanç Oranı = Hisse Senedi Piyasa Fiyatı / Hisse Başına Kazanç

Oran, hisse başına kâr rakamının sabit kalacağı ve elde edilen kârların tamamının dağıtılacağı varsayımları altında, hisse senedi yatırımcısı için, hisse senedine yapacağı yatırımın temettü olarak kaç yılda geri döneceğini hesaplamaya imkan sağlamaktadır.

Fiyat kazanç oranı yüksekse hisse fiyatının yüksek olduğu, oran düşük ise hisse fiyatının düşük olduğu şeklinde yorum yapılabilir. Yüksek fiyat kazanç oranı durumunda, ya piyasa gelecek dönemdeki kârların yüksek olacağını beklemektedir ya da hisse aşırı değerlendirilmiştir. Ancak bu kanıya varabilmek için firmanın fiyat/kazanç oranının yanı sıra içinde bulunduğu sektörün ve piyasa genelinin ortalama fiyat/kazanç oranlarının da çok iyi incelenmesi gerekmektedir (Karan, 2001:356).

2.2.5. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (Market Value/Book Value - MV/BV Ratio), firmanın piyasa değerinin, defter değerinin kaç katına ulaştığını göstermektedir. Firmaya ait bir hisse senedinin piyasa değerinin, yine aynı hisse senedinin defter değerine bölünmesi yoluyla hesaplanmaktadır.

Piyasa Değeri/Defter Değeri = Hisse Senedinin Piyasa Değeri / Hisse Senedinin Defter Değeri

Hisse senedi yatırımcısına satın alma/satma kararlarında katkı sağlayabilecek olan bu oranın büyümesi, hisse senedinin değer kazandığı anlamına gelmektedir. Ancak oran yorumlanırken sektör ortalamaları da dikkate alınmalıdır.

2.2.6. Geleneksel Finansal Performans Ölçütlerine Getirilen Eleştiriler

Yook (1999: 36) ve Yook ve McCabe (2001: 77) geleneksel finansal performans ölçütlerinin sıklıkla eleştirildiğini, çünkü bir şirketin stratejik kararlarını hissedar değerini maksimize edecek şekilde yönlendiremediklerini belirtmektedir. Kazanç, nakit akışı değerleri, çeşitli kârlılık, ciro, likidite ve ödeme gücü rasyoları gibi geleneksel finansal performans ölçütlerinin genel olarak değer yaratma ölçütleri olarak uygun olmadığı tartışılmaktadır (Erasmus, 2008: 25).

Son yıllarda birçok bilimsel çalışmada muhasebe kârına dayalı ölçütlerin eksiklikleri tartışılmaya başlanmıştır. Tahakkuk esasına dayalı muhasebe sisteminde, gerçekleşmiş herhangi bir nakit akışı olmamasına rağmen, tamamen defter kayıtları üzerinden kazanç yaratılabilmektedir. Bu durum ise hissedarların servetini ölçerken yanıltıcı sonuçlar ortaya çıkarabilmektedir.

Martin ve Petty'ye göre (2000: 8) geleneksel finansal performans ölçütlerinin iki büyük zayıflığı bulunmaktadır:

Firmaya yatırılan sermayenin fırsat maliyetini dikkate almazlar. Yalnızca borç maliyeti hesaplama dahil edilirken özkaynak maliyeti dikkate alınmamaktadır.

Ölçütler, tarihsel değerler dikkate alınarak hesaplanır. Bu değerlerin, firmanın beklenen gelecekteki performansının doğru bir göstergesi olabileceğinin garantisi bulunmamaktadır.

Geleneksel finansal performans ölçütlerinin kullanımına yönelik çok sayıda eleştiri olmasına rağmen en büyük eleştirilerden birisi, muhasebe verilerine dayanmasıdır (Ehrbar, 1998: 80). Muhasebe rakamları, bir firmanın mali durumunun doğru bir göstergesi olmayabilir. Özellikle bilgi ve teknoloji yoğun şirketlerin defter değeri ile piyasa değeri arasındaki farkın hızla açılması, geleneksel finansal performans ölçütlerinin güvenilirliklerini daha da zayıflatmakta ve karar verici durumda olan yöneticilerin sorunlarını artırmaktadır (Bayrakdaroğlu, 2009: 39). Finansal performans ölçümlerini hesaplarken ve yorumlarken, farklı muhasebe yöntemlerinin olası etkisinin göz önüne alınması büyük önem taşımaktadır (Erasmus, 2008: 25).

En çok kullanılan geleneksel finansal performans ölçütlerinden birisi hisse başına kazançtır. Bu ölçüt, içsel ve dışsal olarak, belirli bir süre boyunca bir firmanın mali başarısı için gösterge olarak kapsamlı bir şekilde kullanılmaktadır. Özellikle batılı ülkelerde yönetici primleri genellikle firmanın elde ettiği EPS'ye bağlı olmaktadır (Stewart, 1991: 35). Ancak firmanın değeri belirlenirken, beklenen nakit akışlarının iskonto edilmiş değeri dikkate alınmaktadır. Bununla birlikte, muhasebe kârları, firma tarafından üretilen beklenen nakit akışlarını temsil etmez ve bunun yerine, firma tarafından üretilen tarihsel kazançları gösterir. Bir başka ifadeyle firmanın EPS'sinin maksimizasyonu, hisse değerinin de maksimize edileceği anlamına gelmemektedir (Martin & Petty, 2000: 8).

Geleneksel finansal performans ölçütlerine getirilen diğer eleştiriler ve sorunlar şu şekilde özetlenebilir (Martin ve Petty, 2000: 36; Abate, vd., 2004: 61-72; Kavsca vd., 2006: 1231):

- Geleneksel finansal performans ölçütlerinin sermaye piyasalarında kullanılan değerlendirme yöntemleri ile ilişkisinin zayıf olması ve nakit akışlarını dikkate almamaları.
- Yatırımlar ve risk arasındaki ilişkinin dikkate alınmasındaki eksiklikler.
- Gelecekteki büyümeyi finanse etmek için ihtiyaç duyulan sermaye projeksiyonunun yetersizliği.
- Uzun vadeli ekonomik sonuçların ihmal edilmesi.
- Gelecekteki ekonomik etkilerin gözden kaçırılması.
- Finansal muhasebe ile ilgili yasal seçenekler nedeniyle kâr ile ilgili performans ölçümlerinin farklı hesaplamaları.
- Getirilerin ve varlıkların zaman değerini değerlendirmede eksiklikler.
- Kâr ile ilgili performans ölçümlerinin sabit varlıkların yaşına göre bozulması.
- Kâr ile ilgili performans ölçümlerinin leasing ve şerefiye kalemleri tarafından bozulması ve amortisman, aktifleştirilmiş araştırma ve geliştirme giderleri ile şerefiye amortismanı gibi belirli maliyetleri tanımlama becerilerinin yetersizliği.
- Mali yapıdaki önemsiz farklılıklar.

6-10. maddelerde bahsedilen geleneksel kârla ilişkili performans ölçümlerinin eksiklikleri, bazı düzenlemelerin kullanılması ile kısmen aşılabilir ancak 1-5. maddelerde listelenen eksikliklerden dolayı, şirket ve birimlerinin başarı performansını değerlendirmek için değer odaklı ölçümlerin kullanılması zorunlu olmaktadır (Kovsca vd., 2006: 1231).

2.3. DEĞERE DAYALI FİNANSAL PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ

Geleneksel finansal performans ölçütleri 1900'lü yılların başında ortaya çıkmış ve ozamandan günümüze kadar şirketlerin mali performansını ölçmek için çeşitli şekillerde kullanılmıştır (Maditinos vd., 2005: 3). Ancak, firmalar birincil uzun vadeli

hedef olarak hissedar değerine odaklanmaya başladığında, muhasebe esaslı oranlarla ölçülen şirket finansal performansı yetersiz olarak görülmeye başlanmıştır. Firma yöneticileri, ekonomik değerlerini ve kârlılıklarını daha iyi yansıtacak yeni bir ekonomik çerçevenin kendi şirketlerinde uygulanması gereken bir dönemle karşı karşıya kalmışlardır. Sermaye piyasalarında artan verimlilik, firmaların sermaye dağılımının daha verimli hale gelmesini gerektirmektedir: fırsatlara ve tehditlere daha iyi yansıyan değer temelli bir yönetim çerçevesi bu nedenle gerekli olmaktadır. Bu nedenle, finansman riskini ve getiriye performans hesaplamalarına dahil eden, hem özkaynak hem de borcun maliyeti hesaplamalara dahil eden değere dayalı ölçütler geliştirilmiştir (Venzani, 2010: 1). EVA, MVA, CVA ve SVA gibi ekonomik kâr temelli modern değerlendirme yöntemleri son yıllarda, muhasebe ölçütlerinin yerini almış ve dikkatleri üzerlerine çekmiştir (Hajiabbasi vd., 2012: 517).

Firmanın performansını ölçmek için uygun kavramların, araçların veya göstergelerin seçimi, şirket yönetiminde en çok tartışılan alanlardan biridir. Çalışmanın bu bölümünde kısaca, en yaygın olarak kullanılan değere dayalı çağdaş finansal performans ölçütleri olan EVA, MVA, CVA, SVA ve CFROI'ye kısaca değinilmekte olup, çalışmanın konusunu oluşturan EVA ile MVA üçüncü bölümde detaylı olarak incelenmektedir.

2.3.1. Ekonomik Katma Değer

Sadece değişmekte olan iş koşullarına tepki gösteren, performans seviyesini izleyen ve sürekli olarak değerlendiren, bunu sürekli arttırmaya yönelik çaba sarfeden şirketler daha da gelişebilir (Pavelkova ve Dostal, 2013: 259). EVA, çok sayıda faaliyetin ekonomik çıktısını elde eden ve firmanın borç verenleri ve hissedarları tarafından talep edilen getiriye aşan ve bir firma tarafından yaratılan değer miktarını belirleyen tek bir ölçüm sunmayı amaçlamaktadır. (Mahoney, 2011)

EVA, bir şirketin gerçek ekonomik kârını tespit etmek için diğer finansal performans ölçütlerine göre daha yakın sonuçlar veren bir performans ölçüttür. Bu nedenle, modern ekonomi ve finans alanında önemli bir yere sahiptir. EVA hissedarların servetinin yaratılmasıyla doğrudan bağlantılı bir performans ölçüsüdür. Zaman içerisinde, EVA kullanmanın mantığının hissedarların değerini maksimize etmek olduğu tüm çevrelerce anlaşılmıştır (Shil, 2009: 169).

EVA, New York merkezli Joel Stern ve G. Bennet Stewart danışmanlık firması tarafından geliştirilmiş ve tescil edilmiş bir ölçüttür (Erasmus, 2008: 32).

Muhasebe kârını ve muhasebe sermayesini ekonomik kâr ve ekonomik sermayeye dönüştürmek için tasarlanan EVA, muhasebe düzeltmelerini içeren modifikasyonların olduğu artık kâr kavramının modifiye edilmiş halidir (Venanzi, 2010: 10). Bu tanımlamaya göre EVA ve artık gelir arasındaki fark, EVA hesaplamasında yer alan tahakkuk muhasebesi düzeltmeleridir. Bu düzeltmeler, genel kabul görmüş muhasebe uygulamalarının mali tablo bilgileri üzerindeki çarpık etkilerini ortadan kaldırmaya çalışmaktadır (Erasmus, 2008: 37).

EVA'nın odak noktası, belirli bir dönemde bir kuruluş tarafından yaratılan ve yok edilen değerlerin bilinmesi için ekonomik kâr ve ekonomik sermayeyi değerlendirmesidir (Haldar, 2015: 4).

2.3.2. Piyasa Katma Değeri

Bu ölçütün geliştirilmesindeki temel amaç; EVA'nın tek başına yeterli bir ölçüt olamayacağı düşüncesinin varlığıdır. Temel amaç bu olmasına rağmen MVA'nın geliştirilmesinde EVA'nın şirket performansını dönemlik olarak ölçmesi de etkili olmuştur.

Stewart (1995: 82)'a göre MVA, EVA'nın bir alternatifi değil, EVA'yı tamamlayan bir ölçüm yöntemidir. MVA işletmenin hissedar ve borç verenlerden sağladığı sermayeye bir prim (artı değer) ilavesini gerçekleştirip gerçekleştirmediğini ölçen ve sermayenin kullanım etkinliğinin değerlendirilmesini sağlayan bir performans ölçütüdür (Stewart, 1991: 184).

2.3.3. Nakit Katma Değer

İsimleri aynı olmasına rağmen literatürde CVA'nın iki farklı uygulaması bulunmakta olup temelleri birbirine benzememektedir. Bunlardan birincisi İsveç'te Erik Ottoson ve Fredrik Weissenrieder tarafından 1996 yılında geliştirilmiştir. Bu modelde yatırımlar, nakit akışları üzerindeki etkilerine göre stratejik ve stratejik olmayan yatırımlar olarak ikiye ayrılmakta ve net bugünkü değer hesaplaması periyodik hale getirilmektedir. İkincisi ise, Boston Consulting Group tarafından

geliştirilmiştir. Bu model yatırımın nakit akım kârlılığına (CFROI) dayanmakla birlikte doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki farklı şekilde hesaplanmaktadır.

Weissenrieder CVA'yı, yatırımları stratejik ve stratejik olmayan olarak iki kategoriye ayıran net bugünkü değer modeli olarak tanımlamaktadır: Stratejik yatırımların amacı hissedarlara yeni bir değer yaratmaktır. Stratejik olmayan yatırımlar ise stratejik yatırımlar tarafından yaratılan değeri koruyan yatırımlardır. Örneğin, yeni bir ürün geliştirmeye yapılan yatırım veya yeni bir pazara yapılan yatırım gibi stratejik yatırımlar, stratejik olmayan birkaç yatırımla izlenir. Stratejik bir yatırım maddi veya gayri maddi olabilir. Bir yatırımın harcama olup olmadığı burada önemsizdir. (Bukvič, 2014: 198).

Bu bağlamda, Ottosson ve Weissenrieder, yönetimin odak noktasının (değeri yaratan) stratejik yatırım üzerinde olması ve stratejik olmayan yatırım kararlarının kontrolünde ve değerlendirilmesinde değerli zamanlarını kaybetmemeleri gerektiğini savunmaktadır (Al-Omush, 2014: 58).

CVA modelinde stratejik yatırımlar bir sermaye tabanı oluşturur. Bu, stratejik yatırımların orijinal değerini korumak amacıyla yapılan tüm diğer yatırımların, (örneğin yeni ofis ekipmanı satın almak gibi) "maliyet" olarak değerlendirilmesi gerektiği anlamına gelmektedir (Bukvič, 2014: 198). Bu yönleri ile sermaye maliyetinin gerçekçi bir şekilde hesaplanması önemlidir. Weissenrieder'e göre, tahakkuk esasına dayalı muhasebenin sermaye yaklaşımı, stratejik yatırımları maddi olmayan duran varlıklara dahil ederek göz ardı etmektedir '(Weissenrieder, 1997:5).

Ottosson ve Weissenrieder'e göre CVA basitçe; faaliyet nakit akışı (OCF) ile faaliyet nakit akışı talebi (OCFD) arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. OCFD, yatırımcıların şirketin stratejik yatırımları üzerindeki finansal gereksinimlerini karşılamak için ihtiyaç duyulan nakit akışını temsil etmektedir (Ottosson ve Wiessenrieder, 1996, s.5).

$$CVA = \text{Faaliyet Nakit Akışı} - \text{Faaliyet Nakit Akışı Talebi}$$

Stratejik yatırım, OCF'nin OCFD'den daha yüksek bir periyotta olması halinde değer yaratır; bu da Weissenrieder'e göre (1997, s.5) aşağıdaki şekilde hesaplanabilir:

$$+ \text{Net satış gelirleri}$$

- Maliyetler

= Faaliyet Kârı veya Zararı

+ / - Çalışma sermayesindeki değişim

- Stratejik olmayan yatırımlar

= Faaliyet nakit akışı (OCF)

- Faaliyet nakit akışı talebi (OCFD)

= Nakit Katma Değer (CVA)

Sadece nakit kalemlerin hesaba katıldığı modelde bir firmanın değer yaratma yeteneği hesaplanmaktadır (Artikis, 2008: 3).

CVA'nın başka bir varyasyonu olan Boston Consulting Group'un CFROI'ye dayalı hesaplamasında formül aşağıdaki gibidir (Sayılğan ve Gürdal, 2004: 126):

$CVA_t = \text{Faiz Öncesi Kâr} + \text{İtfa Payları} - \text{Ekonomik Amortismanlar} - \text{Yatırımın Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti}$

$\text{Ekonomik Amortismanlar} = (\text{Gayri Safi Maddi Duran Varlıklar} * \text{WACC}) / ((1 + \text{WACC})^t - 1)$

CFROI'ye dayalı değerlendirme, şirketin nakit akışlarına dayalı gerçek değer artışını yansıtmaktadır. CVA olumlu ise hissedar servetinde artış, olumsuz ise düşüşe işaret etmektedir (Urbanczyk vd., 2005: 109-110).

CVA, performans ölçüsü olarak kullanılabilmesinin yanında, özellikle firma satın almalarında ve yeni yatırım projelerinin değerlendirilmesinde etkinliği oldukça yüksek olan, modern bir kriterdir (Çakıcı, 2008:217).

CVA, her yönetim alanı ile ilgili anahtar performans göstergelerine kolayca ayrılabilen ve genel anlamda, şirketin yönetim sürecindeki birçok noktada iyileştirmeler yapabilmesini sağlamak için kullanılabilir. Anahtar performans göstergeleri, dahili veya harici performans karşılaştırması ve yıllık teşvik hedeflerinin oluşturulması için temel oluşturmaktadır. Öncelikli anahtar performans göstergelerini tanımlamak ve bunlar arasındaki dengeyi optimize etmek, CVA ölçütü kullanılarak yapılabilmektedir (Boston Consulting Group, 2003: 18- 20, 38, 39, 79- 81).

2.3.4. Hissedar Katma Değeri

Son dönemlerde yöneticiler hissedar değeri yaratmanın önemine odaklanmış bulunmaktadır. Firmanın hissedar değeri oluşturma kabiliyeti giderek yönetim ve iş performansının ana göstergesi olarak görülmeye başlanmıştır. Pay sahiplerinin toplam getirisi, hissedar değer ölçütlerinden bir tanesi olup hissedarların aldığı geri dönüşün doğrudan ölçütü olmaktadır (Panigrahi vd. 2014: 284).

İskonto edilmiş nakit akışı modelinden doğan hissedar katma değeri kavramı Dr. Alfred Rappaport ve LEK / Alcar Danışmanlık Şirketi tarafından geliştirilmiştir. Rappaport'a göre SVA'nın amacı, gelecekle ilgili nakit akımı tahminlerinin iskonto edilmesi ve sürekli olarak firma değerini hesaplamaktır. Cari performans ölçülürken, nakit akışı tahminleri ile o dönemin gerçek nakit akışı karşılaştırması temel alınmaktadır (Rappaport. 1998:183).

Aslında SVA, pay sahiplerinin parasının aynı risk seviyesindeki diğer varlıklara yatırım yaparak kazanılana kıyasla daha yüksek bir getiri vermesi gerektiği fikridir (Abdulkadir vd., 2011: 20-30).

Agrawal'a (2012: 187-226) göre, hissedar katma değeri, bir yılın sonunda hissedarların sahip oldukları servet ile bir önceki yıl sahip oldukları servet arasındaki fark için kullanılan terimdir.

SVA hesaplamasının yollarından birisi şöyledir:

$$SVA = NOPAT - (WACC \times CAPITAL)$$

Bir başka bakış açısıyla SVA aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Largani vd., 2012: 490-497):

SVA = Hisse Senedi Piyasa Değerindeki artış + Yıl içinde ödenen temettüer + Ortaklara yapılan diğer ödemeler (öz kaynaklarda indirim, hisse geri alımları ...) - Sermaye artırımları, opsiyon ve teminatların kullanımı - Dönüştürülebilir tahvillerin dönüştürülmesi

Literatürde SVA'nın daha farklı tanımları ve uygulamaları da bulunmaktadır. Bazı tanımlar EVA ve ekonomik kâr ile benzerlik göstermekte ve bu yönüyle eleştirilmektedir.

SVA, hissedarların yatırımları sonucunda elde edebilecekleri getiri tahmini olarak göstermenin yanı sıra, firmaların kritik stratejik kararlarında yönlendirici bir rol üstlenebilmektedir. SVA, hissedar değeri yaratmak için, yönetim kararı ve stratejilerine ilişkin bir çerçeve sunmaktadır. Yöneticileri, hissedarlar için değer yaratabilecek kararlar almalarında teşvik etmektedir. SVA, yönetimin kısa vadeli kârlılık yerine hissedarlara değer yaratan faaliyetlere konsantre olmasına yardımcı olmaktadır (Panigrahi vd. 2014: 284). Yönetici ücretlerinin belirlenmesinde de kullanılabilen SVA, şirketin değer yaratan ve yaratmayan unsurlarını da belirlemektedir.

SVA, firma değerlemesinde, alternatif stratejik kararların değerlendirilmesinde ve değer sürücüsü modeli ile duyarlılık analizi yapılmasında kullanılabilir (Starovic vd., 2004: 11). SVA, EVA ve CVA gibi firmanın her seviyesinde uygulanabilmektedir.

2.3.5. Yatırımın Nakit Akım Getirisi

Yatırımın nakit akım getirisi modeli, servet maksimizasyonunun prensipleriyle tutarlı olan önemli bir değere dayalı finansal performans ölçütüdür. Model, iç getiri oranı (IRR) literatürüne dayalıdır ve Chicago merkezli danışmanlık şirketi Holt Value Associates tarafından geliştirilmiştir. Boston Consulting Group (BCG) gibi tanınmış birçok danışmanlık firması tarafından kullanılmaktadır (Young and O'Byrne, 2001: 381).

Madden'a göre (1999, s. 13), CFROI "bir şirketin tüm varlıklarının ve yatırımlarının getiri oranını, tek bir portföy olarak değerlendirip işletmeye büyük bir proje olarak bakan ölçümdür". Şirketin borç ve sermaye sahiplerine sağlayacağı brüt

nakit akışlarının bugünkü değerini, sermaye sahipleri tarafından yapılan brüt yatırıma eşitleyen getiri oranını bulmak suretiyle hesaplanmaktadır. Söz konusu nakit akışları, genel fiyat seviyesindeki dönem-dönem değişiklikleri düzelterek gerçek terimlerle ifade edilmektedir. Nitekim enflasyon düzeltmesi, zaman içinde ve ülkeler arasında karşılaştırmalara yardımcı olduğu için CFROI'nin en önemli ayırt edici özelliğidir.

Madden'ın da işaret ettiği gibi CFROI, firmanın mevcut projelerinin getiri oranıdır. Farklı bir şekilde ifade edersek, CFROI, bir şirketin var olan varlıklarının ortalama ömrü boyunca beklenen getiri oranını ölçen IRR benzeri bir ölçüttür.

CFROI modeli, ekonomik, nakit bazlı kurumsal performans ölçüsü olarak işlev görmekte ve normal olarak yıllık bazda hesaplanmaktadır. Bir şirketin sermaye maliyetinin üzerinde getiri sağlayıp sağlamadığını belirlemek için enflasyona göre düzeltilmiş sermayenin maliyeti ile karşılaştırılarak hissedarları için değer yaratılması gerekmektedir (Peterson ve Peterson,1996: 26). Yönetmel beceri ve rekabet firmanın zaman içerisinde ekonomik performansının ana belirleyicisi olmaktadır.

CFROI aslında gelecekteki nakit akışlarını, bu nakit akışlarını oluşturmak için kullanılan toplam yatırımla karşılaştıran bir etkinlik ölçütüdür. Kullanıcıları açısından, firmanın mevcut projelerinin gerçek ekonomik kârlılığını değerlendirmek için bilgilendirici ve oldukça yararlı bir ölçüt olarak düşünülmektedir. Sermayenin maliyetine kıyasla hangi işletmelerin/projelerin daha kârlı olduğunu belirleyerek, kaynak tahsisi kararlarına bir dayanak olmaktadır.

CFROI'nin hesaplanması iki aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşamada; öz sermaye ve borç verenlere gerçekleşen cari nakit akımı ölçülüp enflasyona göre düzeltilmiş brüt yatırımlarla karşılaştırılmaktadır. İkinci aşamada ise, amortisman tabi varlıkların ekonomik ömrü ve amortisman tabi olmayan varlıkların toplam tutarı dikkate alınarak, elde edilen oran bir iç kârlılık oranına dönüştürülmektedir. Hesaplanan sonuç projelerden elde edilen getiriyi ifade etmektedir.

EVA ile kıyaslandığında, CFROI hesaplamalarından elde edilen oran, özellikle farklı ölçeklerdeki şirketleri, bölümleri ve yatırımları karşılaştırmak için daha anlamlı olmaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

EKONOMİK KATMA DEĞER - PAZAR KATMA DEĞERİ İLİŞKİSİ

Firmaların karşılaştıkları temel sorunların başında finansal performanslarının ölçülmesinde kullanılacak uygun ölçütün veya ölçütlerin seçilmesi gelmektedir. Finansal performans ölçütleri; gerek stratejik planların oluşturularak organizasyonel hedeflere ulaşıp ulaşılmadığının değerlendirilmesinde, gerekse de bu hedeflere ulaşıldığında devreye girecek teşvik sistemlerinin geliştirilmesinde önemli rol oynamaktadır (Venanzi, 2010: 7).

Finansal performans, genellikle net kâr marjı, faaliyet kâr marjı, yatırımın getirisi, yatırılan sermayenin getirisi, varlıkların ve özsermayenin getirisi gibi muhasebe-temelli geleneksel ölçütler çerçevesinde değerlendirilmektedir. 1900'lü yılların başından itibaren ortaya çıkmaya başlayan söz konusu geleneksel ölçütlerin, özellikle II. Dünya Savaşı'nın sonuna kadarki süreçte yoğun bir biçimde kullanıldıkları görülmektedir (Maditinos vd., 2005: 3). Bu bağlamda geleneksel ölçütler kullanılarak yapılan değerlendirmelerde çoğunlukla "sektör ortalamasına" ya da "benzer rakiplerin finansal performanslarına" odaklanıldığından, mevcut hissedarların ve potansiyel yatırımcıların firma değeri noktasındaki beklentileri dikkate alınmamakta ve bu nedenle de yanlış çıkarımlar yapılabilmektedir (Sahoo ve Pramanik, 2016: 1).

Bununla birlikte, özellikle II. Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemde kâr maksimizasyonu amacının finansal yönetimin ana amacı olmaktan çıkarak, bunun yerine firma değeri maksimizasyonu amacının ikame edilmesi ile birlikte, geleneksel finansal performans ölçütleri hem yeterlilik hem de etkinlik açısından tartışılmaya başlandığı yeni bir döneme girilmiştir. Bu dönemde, firmanın finans yöneticileri, firma tarafından yaratılan ekonomik değeri ve firmanın kârlılığını daha sağlıklı bir biçimde yansıtacak; hissedarlar ve potansiyel yatırımcılar ise hedefledikleri getirileri elde edebilmek için, her bir yatırım fırsatının potansiyel değerini ayrı ayrı tespit edebilmek amacıyla farklı finansal performans değerlendirme ölçütlerine ihtiyaç duymaya başlamışlardır (Hajiabbasi vd., 2012: 517).

Söz konusu dönemin bir diğer özelliği de sermaye piyasalarından daha etkin biçimde faydalanılmaya başlanması ve firmalarda sermaye dağılımının daha

rasyonel bir şekilde yapılmasının gerekliliğinin ön plana çıkması olmuştur. Bu gereklilik, -yukarıda da belirtildiği üzere- finansal riskliliği daha fazla ön plana çıkararak ve getiri hesaplamalarında borç ve özsermaye maliyetleri başta olmak üzere, sermaye maliyetini oluşturan unsurların tamamının dikkate alındığı değere dayalı finansal performans değerlendirme ölçütlerinin geliştirilmesini tetiklemiştir (Venanzi, 2010: 1). Özellikle 1980’li yıllardan sonra kullanımı yaygınlaşan; değere odaklı olan ve gerek finansal karar alma, teşvik ve ödüllendirme sistemi olarak da kullanılan ekonomik katma değer (Economic Value Added-EVA) ile (EVA’nın türevleri olan) piyasa katma değeri (Market Value Added-MVA), nakit katma değeri (Cash Value Added-CVA) ve hissedar katma değeri (Shareholder Value Added-SVA) bu ölçütler arasında yaygın olarak kullanılanlarıdır (Hajiabbasi vd., 2012: 517). Söz konusu ölçütlerin kullanımı her ne kadar yaygınlaşmış olsa da finansal performansın ölçülmesinde geleneksel ölçütlerin mi, yoksa değer temelli çağdaş ölçütlerin mi kullanılmasının daha uygun olacağı ya da hangi ölçütün firmanın (piyasa) değerinde gözlemlenen değişimi açıklama gücünün daha fazla olduğu konuları sürekli olarak tartışılmaktadır. Konu ile ilgili Amerika Birleşik Devletleri başta olmak üzere diğer ülkelerde yapılan çalışmalardan elde edilen ampirik bulgular oldukça karmaşık olup, tartışmaya açıktır (Maditinos vd., 2005: 3).

Çalışmanın bu bölümünde kısaca, değere dayalı çağdaş finansal performans ölçütlerinden ekonomik katma değer ve piyasa katma değeri üzerinde durulmaktadır.

3.1. EKONOMİK KATMA DEĞER

Ekonomik katma değer, yeni ve çağdaş bir finansal performans değerlendirme ölçütü olarak ele alınsa da temeli artık gelir (ekonomik kâr) olarak adlandırılan ölçüte dayanmaktadır (Bontis vd., 1999). Bu ölçütü ilk kez ortaya koyan İngiliz ekonomist Alfred Marshall (1890) olmuştur. 1920’li yılların başından itibaren General Motors, 1950’li yıllardan bu yana da General Electric tarafından performans değerlendirme amaçlı olarak kullanılan artık gelirin aynı sonuca işaret etmekte olup (Martin ve Petty, 2000) Magni (2004)’ye göre; artık gelir, finans, ekonomik kâr ise iktisat temellidir.

Ekonomik katma değerın kısaltması olan EVA ise ilk olarak Finegan tarafından 1989 yılında kullanılmıştır. Ancak, EVA’nın bilinirliğini artıran çalışma Tully (1993)’nin Fortune Magazine’de yayınlanan “The Real Key to Creating Wealth (Zenginliğin Gerçek Anahtarı)” isimli makalesi olmuştur (Demirgüneş, 2009).

New York merkezli Joel Stern ve G. Bennet Stewart danışmanlık firması tarafından tescil edilen EVA, günümüzde aralarında Coca Cola Co., Eli Lilly, Bausch&Lomb, Sony, Matsushita, Briggs&Stratton, Herman Miller, Quaker Oats ve DuPont gibi çok sayıda global firmanın başvurduğu bir finansal performans değerlendirme ölçütü haline gelmiştir (Erasmus, 2008: 32).

Firmanın gerçek ekonomik kârının tespit edilmesinde, geleneksel finansal performans ölçütlerine göre daha sağlıklı sonuçlar veren bir performans değerlendirme ölçütü olması, EVA'nın ekonomi ve finans alanında önemli bir yere sahip olmasına neden olmaktadır. EVA, aynı zamanda hissedar değeri yaratılmasıyla doğrudan bağlantılıdır.

EVA değere dayalı bir finansal performans değerlendirme ölçütü olarak, geleneksel finansal performans ölçütlerinden farklıdır. Bu farklılığın temel nedeni, geleneksel ölçütlerin çoğunlukla muhasebe tarafından üretilen firmanın gerçek durumu ile hiçbir ilgisi olmayan tarihi veya bozulmuş verilere bağımlı olmasına karşın, EVA'nın muhasebe-temelli verileri ekonomik olarak uygulanabilir hale getirmek için düzeltmeler yapmasından kaynaklanmaktadır (Shil, 2009: 169). Bu açıdan bakıldığında; EVA, muhasebe kârını ve muhasebe sermayesini ekonomik kâra ve ekonomik sermayeye dönüştürmek için tasarlanmış olup, artık kâr kavramının içinde muhasebe düzeltmelerini içeren modifikasyonların olduğu halidir (Venanzi, 2010: 10). Bu tanıma göre; EVA ve artık gelir arasındaki farklılık, EVA hesaplamasında yer alan tahakkuk muhasebesi düzeltmelerinden kaynaklanmaktadır. Bu düzeltmeler, genel kabul görmüş muhasebe uygulamalarının mali tablo bilgileri üzerindeki çarpık etkilerini ortadan kaldırmayı amaçlamaktadır (Erasmus, 2008:).EVA, artık kâr kavramını genişleterek, bu kavramı daha kapsamlı ve sağlıklı bir finansal performans değerlendirme ölçütü haline getirmeyi amaçlamaktadır.

EVA; hissedar değer anlayışının yerleşmesi ile birlikte geleneksel muhasebeden ve geleneksel muhasebe ölçütlerinden kaynaklanan eksiklikler karşısında, bu ölçütlere alternatif olarak geliştirilen, özellikle 1990'lardan sonra sayıları hızla artan modern değer temelli ekonomik performans ölçütleri arasında en geniş kabul görmüş olanıdır. Uluslararası akademik finans literatüründe en çok dikkat çeken ölçütlerden birisi olan EVA, bir firmanın elde ettiği kâr ile o kârı elde etmek için katlandığı sermaye maliyetinin karşılaştırılmasına dayanmaktadır.

Araştırmalarda, yaratılan hissedar değeri vasıtasıyla yönetsel performansı ölçen en iyi ölçütün EVA olduğu ve değere dayalı yönetim ilkelerini uygulayan firmaların %47'sinden fazlasının EVA'yı ana performans göstergesi olarak kullandığı tespit edilmiştir (Alexei, 2012: 34). Ancak, EVA, aynı zamanda da gerek teorik gerek uygulama tarafında en çok tartışılan ve kullanılan performans ölçütüdür (Ertuğrul, 2009: 33).

Bu tartışmanın temel nedeni EVA'nın; firmanın gerçek ekonomik kârı ile muhasebe kârını farklı biçimde ele almasından kaynaklanmaktadır. Bu ele alış biçimini üç şekilde açıklamak mümkündür (Anderson vd., 2004: 4):

- EVA, firmanın verimliliğini ve varlık yönetimi tarzını, firma personeli tarafından kolaylıkla anlaşılabilen bir ölçüte entegre etmektedir.
- EVA, faaliyetler için gerekli sermayeyi sağlamak için yatırımcıları tatmin edecek oranda bir sermaye yükümlülüğüdür.
- EVA, muhasebe-temelli çarpıklıkların ortadan kaldırılması için raporlanan muhasebe sonuçlarını yeniden düzenlemektedir (düzeltmektedir).

Bu düzeltmelerin sayısı ve niteliği, EVA'nın firma içinden bilgi alınmaksızın hesaplanmasını zorlaştırmaktadır. EVA hesaplanırken, 160'dan fazla düzeltme önerilmesine karşın, 15-25 kadar düzeltmenin yeterli olacağı savunulmaktadır (Blair, 1997: 48-50). Bu düzeltmeler, firmanın özellikle vergi sonrası net faaliyet kârında (Net Operating Profit After Taxes-NOPAT) ve sermayesindeki finansman bozulmalarını ortadan kaldırmak için gerekmektedir. Ayrıca, araştırma ve ürün geliştirme, yeniden yapılanma ve pazarlama giderleri gibi bazı muhasebe kalemleri ise giderler yerine sermaye yatırımları olarak kabul edilmektedir. Bu düzeltmelerin ilk gerekçesi, kısa vadeli finansal performans değerlendirme ölçütü olan EVA ile hisse senedi fiyatları arasında daha yüksek bir korelasyon sağlamak için muhasebe rakamlarının düzeltilmesi gerektiğidir. Böylelikle, bölüm yöneticileri ve hissedarlar için daha uygun hedefler ortaya konabilecektir. İkinci gerekçe ise kazanç temelinde değerlendirilen ve ödüllendirilen yöneticilerin kazançları artırabilecek fakat değer azaltacak ya da kazançları azaltabilecek fakat değer yaratacak eylemler yapabileceği argümanı yatmaktadır (Haldar, 2015: 4).

EVA hesaplanırken yapılması gereken belli başlı düzeltmelerden bazıları aşağıdaki gibidir (Goldberg, 1999; Damodaran, 2000; Cagle vd., 2003; Dimitris ve Anastassis, 2007; Petravičius ve Tamošiūnienė, 2008; Halidar, 2015; Bayraktaroğlu, 2009; Demirgüneş, 2009; Ertuğrul, 2009; Koyuncu, 2010; Fındık, 2013):

- *Muhasebe standartlarına göre giderleştirilmesi gerekmekte birlikte gelecek dönemlerde gelir yaratacak işletme giderlerini aktifleştirmek.* Araştırma ve geliştirme giderleri, marka pazarlaması, reklamcılık vb. örnekler verilebilir. Yatırılan sermaye, tahakkuk eden ar-ge harcamalarına göre birikmiş amortisman düşüldükten sonra düzeltilmelidir. Buna paralel olarak, işletme geliri bu masraflar olmaksızın düşünülebilir, ancak aktifleştirilmiş bu harcamaların yıllık amortismanı ile azaltılır. Yüksek teknoloji firmaları için bu düzeltmeleri yapmak, sermaye getirilerini büyük ölçüde değiştirecek, çoğu durumda önemli ölçüde düşürecektir. Ar-ge yatırımı aktifleştirildikten sonra, yeni ar-ge bu varlığı artırır, ancak mevcut ar-ge zamana bağlı olarak amorti edilerek azaltılır. ar-ge'nin amortisman oranı sektörlere özel olacak ve sektördeki yeni ar-ge'nin yıpranma payından yararlanma oranını yansıtacaktır.
- *Finansman harcamalarını gizleyen faaliyet giderlerini aktifleştirmek.* Yaygın örnek kira giderleri olup, bu giderler ödenen dönemde faaliyet gelirlerini düşürür. Finansal açıdan işletme ve sermaye kiralari arasında küçük bir fark vardır. Bu nedenle, onları homojen olarak görmek mantıklıdır. Tersine, muhasebe standartları normalde sermaye giderleri için düzeltmeyi önermekte olup faaliyet giderleri için aynı düzeltmeye ihtiyaç duyulmamaktadır. Standart düzeltmede; yatırılan sermaye, borç olarak değerlendirilen gelecekteki finansal kiralama sözleşmelerinin bugünkü değeri kadar arttırılmalıdır. Aksine işletme geliri yıllık olarak sadece kira ödemelerinin tamamı değil, kiralanan varlığın yıllık tutarı kadar azaltılmalıdır. Aslında, kira ödemesinin faiz kısmı bir faiz gideridir ve sermaye maliyetini etkilemelidir. Benzer bir düzenleme, emekli ikramiyeleri ve diğer ertelenmiş tazminat yükümlülükleri için hükümler getirmektedir: Bunlar borçlara eşdeğer kabul edilmeli ve bu nedenle yatırım yapılan sermayeye dahil edilmeli, örtülü finansal maliyetlerin, sermayenin maliyetini etkilemesi gerektiğinden, NOPAT'a geri eklenmelidir.

- *Muhasebe kârını ve sermayenin defter değerini değiştirecek herhangi bir unsuru, ekonomik kâr ve yatırılan sermayeyi gerçekten etkilemeksizin ortadan kaldırmak.* Örneğin, sermayenin defter değerini düşüren, ancak yatırılan sermayeyi azaltmayan şerefiyenin amortismanı geri alınmalıdır. Buna göre, şerefiyenin amortismanından önceki kârlar dikkate alınmalıdır. Bununla birlikte, varlığa dayalı şerefiyenin sadece bir kısmının yatırılan sermayeye eklenmesi gerekmektedir. Satın alım fiyatı ile satın almadan önceki piyasa değeri arasındaki fark olarak ölçülebilir. Bu tür bir düzeltmenin diğer örnekleri şunlardır:

İlk olarak, şüpheli alacaklar, stokların eskimesi ve benzeri kalemler için ayrılan karşılıklar özkaynak rezervlerine eklenmeli ve bu nedenle yatırılan sermaye hesaplamasına dahil edilmelidir. Buna karşılık, bu karşılıklarda meydana gelen değişiklikler NOPAT'a tekrar eklenmelidir. Bu şekilde, cari yılda bu değişiklikler az sayıda gerçekleştiğinden, NOPAT, sadece bu karşılıkların nakit kullanımından etkilenmektedir.

İkincisi, LİFO rezervi. LİFO rezervi, envanter hesaplanırken kullanılan LİFO metodu ile FİFO metodunun muhasebe maliyeti arasındaki farktır. Tipik bir enflasyonist ortamda, FİFO yöntemine göre değerlendirilmiş envanterin değeri LİFO yöntemine göre değerlendirilmiş envanterin değerinden daha yüksektir, böylece LİFO rezervinin değeri şöyledir: $LİFO \text{ rezervi} = FİFO \text{ değeri} - LİFO \text{ değeri}$. LİFO kullanarak bir envanteri değerlemenin nedeni genellikle ödemeyi ertelemektir. Gelir vergileri hariç tutulduğunda, LİFO rezervi esas itibarıyla bir işletmenin vergilendirilebilir gelirinin LİFO yöntemi kullanılarak ertelendiği miktarı temsil eder. Rezerv, yatırılan sermayeye eklenmeli ve NOPAT'a geri kazandırılmak için yıllık bazda artış yapılmalıdır.

Üçüncüsü, bir defalık, büyük ölçüde sermayenin defter değerini azaltan yeniden yapılanma masrafları. İşletme tarafından zaman içerisinde yapılan yeniden yapılanma masrafları mevcut yatırılan sermayeyi etkilemekte olup firma değerine olumlu ya da olumsuz etki ettiğinden, bu etki hesaplamalara dahil edilmelidir. Bu çerçevede yeniden yapılanma masrafları yeni bir sermaye tahsisi gibi düşünülüp toplam sermayeye ve NOPLAT'a eklenmelidir. Benzer şekilde, tüm olağanüstü kalemlerinin gelir ve yatırılan sermayenin hesaplanmasında dikkate alınması

gerekmektedir. Örneğin, varlıkların satışından doğan kayıplar net gelirin üzerine eklenmeli ve aynı zamanda kazançlar çıkartılmalıdır. İşten çıkarmaların asıl etkisini hesaba katmak için, yatırılan sermaye benzer şekilde düzeltilmelidir. Böyle bir düzeltmenin ardından yatırılan sermayenin ekonomik değeri, varlığın net tasfiye değeri kadar azaltılmaktadır.

Muhasebe muamelesi yüzünden gözükmeyen (gizlenmiş olan) sermayenin defter değerindeki herhangi bir değişikliğin düzeltilmesi. Örneğin, bir birleşmenin muhasebe kayıtları için bir havuz kullanıldığında, defter değeri bilançoda kalmakta ve şerefiye ihmal edilmekte, yani dahili olarak üretilen bir şerefiye gibi ele alınmaktadır. Bu nedenle, sermayenin defter değeri düzeltilerek, edinimde ödenen bedeli ve defter değeri üzerindeki primini yansıtacak şekilde artırılmalıdır. Diğer taraftan şerefiye aktifleştirildikten sonra amortismanına tabi tutulmadan sonsuza kadar varlık kalemleri içinde kalmalıdır. Ancak, daha önce amortismanına tabi tutulmuş şerefiye mevcut ise, birikmiş şerefiye amortismanlarında meydana gelecek NOPAT hesaplanırken faaliyet kârına, birikmiş şerefiye amortismanı tutarı da yatırılan sermayeye eklenmelidir.

3.1.1. EVA'nın Avantajları

EVA, çok sayıda faaliyetin ekonomik çıktısını elde eden ve firmanın borç verenleri ve hissedarları tarafından talep edilen getiriyi aşan, bir firma tarafından yaratılan değer miktarını belirleyen tek bir ölçüt sunmayı amaçlamaktadır (Mahoney, 2011).

Bir finans yöneticisinin amacı, eldeki imkanları mümkün olan en etkin ve verimli şekilde kullanarak hissedar değerini maksimum seviyeye çıkarmaktır. EVA, kullanılan sermayenin değerini göstermekte ve etkinliği değerlendirmektedir. Firmanın faaliyetlerinin kontrol edilmesi EVA'nın temel kaygısı olup, bu kaygı yöneticiyi hissedar değeri üretmek için motive eden teşvik sisteminin temel çıkış noktası olmaktadır. EVA'nın ana fikri, kullanılan kaynağın getirisini en üst seviyeye çıkarmak veya kaynak maliyetini en aza indirmektir. Peş peşe negatif EVA üretilmesi, firma açısından yeniden yapılanmanın sinyallerini vermektedir.

Bir yönetim aracı olarak EVA, koşulların uyumlu hale getirilmesi şartıyla tüm yönetim işlevlerinde kullanılabilir (Shil, 2009: 174). Özellikle yatırımcıların bir şirketin değer yaratımı konusunda bilgilendirilmeye hakları bulunmaktadır. Örneğin,

hisse başına kazanç sadece sermaye piyasasını açıklayabilirken, sermaye bütçelemesini açıklayamamaktadır. Aynı şekilde net bugünkü değer, hedef getirisini açıklayamaz iken, yalnızca sermaye bütçelemesini açıklayabilmektedir. Öte yandan, EVA sermaye piyasasını, sermaye bütçelemesini ve net varlıkları aynı anda açıklayabilmektedir. Sonuç olarak, EVA'nın kullanılmasıyla, yöneticilerin üç farklı performans için üç finansal ölçütü hesaplaması gerekmemektedir. EVA bu üç farklı finansal performansı aynı anda açıklayabilmektedir. Özetlemek gerekirse; EVA, firmanın gelirini arttırmaya çalışan, gelir elde etmek için gerekli işletme giderlerini en aza indirgeyen, daha az sermaye kullanarak aynı malların ve hizmetlerin üretimini artıran, yatırılan sermayenin maliyetinden daha fazla kazanç sağlayan sermaye fırsatlarını belirleyen kalıcı bir ölçüttür (Panigrahi vd., 2014: 281).

EVA, aynı zamanda yaratılan hissedar değerini ortaya koyan basit bir ölçüt olarak kabul edilmektedir. EVA, Yöneticileri hissedar değeri yaratmaya yönelik öncü bir rol üstlenmektedir. EVA'nın aynı zamanda aşağıda belirtilen pratik avantajları da bulunmaktadır (Chen ve Dodd, 1997; Lehen and Makhija, 1997; Roztoci ve Needy, 1998; Biddle vd., 1999; Lovata ve Costigan, 2002; Ferguson vd., 2005; Kim, 2006; Maditinos vd., 2006; Erasmus, 2008):

- Yöneticilere daha iyi yatırım kararları verme, iyileştirme fırsatlarını belirleme ve firma için uzun vadeli ve kısa vadeli faydalar üzerinde düşünme konusunda yardımcı olmaktadır.
- Yönetim kararlarının kalitesini ölçmekte ve gelecekteki değer artışını göstermektedir.
- EVA'nın hesaplanması için, gelir tablosu ve bilanço verilerinin kullanılması yeterlidir.
- EVA, ekonomik kârın gerçek bir tahmincisidir.
- EVA, karar almayı iyileştirmeye ve temsil çatışmalarını azaltmaya yardımcı olmaktadır.
- EVA ile hisse senedi getirisi arasında diğer ölçütlere göre daha güçlü bir ilişki bulunmaktadır.

3.1.2. EVA'nın Hesaplanması

Değere dayalı finansal performans ölçütlerinden en önemlisi olan EVA'nın hesaplanması oldukça karmaşık ve zordur. EVA'nın hesaplanmasındaki temel mantık, hissedar değerinin, ancak bir firmanın sağladığı sermayeyle ilgili tüm tarafları (hissedarları ve borç verenleri) ödüllendirebileceği durumlarda oluşabilmesidir. Bu, sermaye maliyetlerini karşılamak için yeterli kârın mevcut olması gerektiği ve hissedarın değerini artırmak için (varsa) fazla kazançların mevcut olduğunu ifade etmektedir. Firma, sermaye maliyetlerini karşılayamaması durumunda, hissedar değerini artırabilmek için yeterli kazanç elde edemeyecektir (Erasmus, 2008: 38).

EVA, bir firmanın sermayesinin maliyeti ile yatırılan sermayeden elde edilen getirinin arasındaki farkın hesaplanıp, bu farkın firmaya yatırılan sermaye tutarı ile çarpılmasıyla hesaplanmaktadır (Young ve O'Byrne, 2001: 46):

$$EVA_t = (r - c) \times IC_{t-1}$$

Burada;

r = Yatırılan sermayenin getirisi

c = Firmanın vergi sonrası sermaye maliyeti

IC_{t-1} = t döneminin başlangıcındaki yatırılan sermaye'dir.

Yukarıdaki eşitlikten görülebileceği üzere; EVA, firmanın elde ettiği artık getiriyi nicelleştirmektedir. Bir firmanın sermaye maliyetinden daha yüksek bir getiri elde edebildiği durumlarda, EVA için pozitif bir değer hesaplanmaktadır. Negatif bir EVA değeri ise sermaye maliyetinin yatırılan sermayenin getirisini aştığı durumlarda ortaya çıkmaktadır.

EVA'yı farklı bir biçimde; vergi sonrası net işletme kârı ile toplam yatırım maliyetinin karşılaştırılması yoluyla hesaplamakta mümkündür:

$$EVA_t = NOPAT_t - \text{Yatırılan sermayenin toplam maliyeti}$$

$$= NOPAT_t - (c \times IC_{t-1})$$

Burada;

$NOPAT_t = \text{Vergi sonrası net faaliyet kârı'dır.}$

EVA'nın hesaplanmasında kullanılan diğerk bir yöntem ise aşağıdaki şekildedir:

$$EVA = NOPAT - (K \times C)$$

Burada; NOPAT vergi sonrası net faaliyet kârı, K yatırılan sermaye ve C ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir. EVA aslında bir firmanın yarattığı artık gelirin bir tahminidir, çünkü sadece firmanın ürettiğı NOPAT'ı değil aynı zamanda bu kârı elde etmek için katlandığı sermaye yükümlülüklerini de hesaba katmaktadır (Artikis, 2008: 5).

3.1.2.1. Yatırılan Sermaye

Yatırılan sermaye tutarı, kısa vadeli faizsiz krediler hariç olmak üzere firmaya sağlanan tüm sermayeyi kapsamaktadır (Young ve O'Byrne, 2001: 43). Kısa vadeli faizsiz krediler altında yer alan kalemler, ticari borçlar, ödenecek vergi borcu, ödenecek temettüler vb. kalemlerdir. Bu kalemlerin bazıları kendileriyle ilişkili bir maliyet oluştursa da (ticari borçlar, örneğın nakit indirimler nedeniyle kaybedilen dolaylı maliyet oluşturabilir); bunları belirlemek için gereken maliyet ve çaba çok yüksek olabilmektedir. Dolayısıyla bunlar hesaplamada dikkate alınmamaktadır.

Yatırılan sermaye miktarı hesaplanırken, bir takım muhasebe düzeltmeleri önerilmektedir. Bu düzeltmeler, bu bölümün 3.1.1 bölümünde verilmektedir.

3.1.2.2. Yatırılan Sermayenin Getirisi

EVA'yı hesaplamak için, yatırılan sermayenin getirisini, sermaye maliyetiyle karşılaştırmak gerekmektedir. Buna göre; yatırılan sermayenin getirisi aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$ROIC_t = NOPAT_t / IC_{t-1}$$

Burada;

$ROIC_t = \text{Yatırılan sermayenin getirisi,}$

$IC_{t-1} = \text{Yatırılan sermaye ve}$

$NOPAT_t = \text{Vergi sonrası net faaliyet kârı'dır.}$

Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârının (NOPAT) Hesaplanması

NOPAT, faiz ve vergi giderlerinin indirilmesinden sonra ulaşılan net kâr tutarına, faiz giderlerinin eklenmesi ile hesaplanmaktadır. NOPAT, kullanılan sermaye için ne kadar gelir elde edildiğini göstermektedir. Aynı zamanda, firmanın yatırım performansını gösteren bu oran hesaplanırken, öncelikle o firmaya ait finansal tablolar üzerinde önceki bölümlerde bahsedilen bir takım düzeltmeler yapılması gerekmektedir. Daha sonra düzeltilmiş bu verilerle NOPAT değeri hesaplanmaktadır.

NOPAT, kısaca aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Young ve O'Byrne, 2001:

54)

+ Gelirler

- Satışların maliyeti

- Satış ve işletme giderleri

= Vergi öncesi faaliyet kârı

+ Faiz gelirleri

- Vergi

- Finansman giderlerinden kaynaklanan vergi avantajı

= NOPAT

Faiz gelirleri, NOPAT hesaplamasına dahil edilmektedir, çünkü yatırılan sermaye tutarı nakit ve nakit benzeri varlıkları içermektedir. Bu varlıklar, sermaye maliyetine maruz kaldıklarından, nakit karşılığı alınan faiz EVA hesaplamasına dahil edilmelidir.

Finansman giderlerinden kaynaklanan vergi avantajı, gelir tablosunda vergi hesaplanırken ödenen finansman giderlerinin çıkarılmasından kaynaklanmaktadır. Yukarıda belirtilen vergi miktarı, finansman giderleri, vergi öncesi faaliyet kârına eklendikten sonra hesaplanmaktadır. Finansman giderleri, NOPAT hesaplamasına

dahil olmadığından, bu gider rakamdan çıkartılmaktadır (Young & O'Byrne, 2001: 57). Finansman giderlerinin NOPAT'ın hesaplanmasına dahil edilmemesinin nedeni, firmanın faaliyet performansını finansal yapıdan ayırmaktır (O'Byrne, 1999: 92). EVA hesaplamasında NOPAT'ın kaldıraçsız değerinin dahil edilmesi önemlidir. Finansman giderleri üzerindeki vergi avantajı, finansman giderleri tutarıyla firmanın marjinal vergi oranının çarpımı sonucu hesaplanmaktadır.

Buna göre, vergi sonrası net faaliyet kârını aşağıdaki biçimde hesaplamak mümkündür:

$$\text{NOPAT} = (\text{Satışlar} - \text{Satışların Maliyeti} - \text{Faaliyet Giderleri}) \times (1 - \text{Vergi Oranı})$$

$$= \text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr} \times (1 - \text{Vergi Oranı})$$

$$= \text{EBIT} \times (1 - T)$$

Yukarıdaki formülde “EBIT (1 - T)”, kaldıraçsız firmanın düzeltilmiş vergi sonrası net faaliyet kârı (NOPAT)'dır. NOPAT, en temel biçimiyle, firmanın faiz ve vergi öncesi kârı (EBIT) ile “(EBIT - (EBIT x T))” şeklinde hesaplanan kaldıraçsız vergilerin bir yansımasıdır. Burada, vergi oranı (T) ile ifade edilmek istenen aslında kaldıraçsız vergi oranıdır. Çünkü, NOPAT, faiz ve vergi öncesi kârdan ödenen kaldıraçsız vergi tutarının çıkartılmasıyla hesaplanmaktadır.

3.1.2.3. Sermaye Maliyeti

Firmanın sermaye maliyeti, genellikle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) hesaplanarak belirlenmektedir. Bu rakam, öz sermaye maliyetinin yanı sıra, farklı borç türlerinin vergi sonrası maliyetini de içermektedir. Firmanın toplam sermayesine yaptıkları katkılara göre farklı maliyetlerin ağırlıklandırılması, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini üretmektedir (Stewart, 1991: 434).

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ise sermaye bileşenlerinin vergiden sonraki maliyetlerinin bu kaynakların sermaye içindeki payları ile çarpımlarının toplamıdır (Ceylan ve Korkmaz, 2008:244):

$$i_0 = W_d i_d + W_j i_j + W_b i_b + W_p i_p + W_r i_r + W_e i_e$$

Burada;

i_0 , ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti,

i_d , banka kredilerinin maliyetini,

i_j , kendiliğinden oluşan kaynakların (ödenecek vergi, prim ve harç, ödenecek giderler gibi)maliyetini,

i_b , tahvil çıkarılması yoluyla sağlanan kaynakların maliyetini,

i_p , imtiyazlı (öncelikli) pay senetleri çıkarılması yoluyla sağlanmış kaynakların maliyetini,

i_r , dağıtılmamış kârların maliyetini,

i_e , hisse senedi çıkarılması yoluyla sağlanmış kaynakların maliyetini ve

W , ise her bir kaynağın toplam içinde yüzde olarak payını göstermektedir.

$W_d, W_j, W_b, W_p, W_r, W_e$ değerlerinin toplamı "1" e eşit olmalıdır.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üç aşamada hesaplanmaktadır (Brealey, Myers, 2000:295):

1. Aşama: Her sermaye unsurunun toplam sermaye içindeki ağırlığı (payı) hesaplanır.

2. Aşama: Her sermaye unsurunun maliyeti hesaplanır.

3. Aşama: Sermaye unsurlarının sermaye içindeki ağırlıkları ile maliyetleri çarpılır.

Bulunan tutarların toplamı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini oluşturmaktadır.

Borcun Maliyeti

Borç maliyeti, firmanın yeni uzun vadeli borç alırken ödemesi gereken orandır (Stewart, 1991: 434). Bu rakamı belirlemek için firmanın borcunun taksit ödemeleri

kullanılabilir. Alternatif olarak, borcun maliyetini aynı derecelendirme notuna sahip firmalar tarafından ödenen oranın belirlenmesiyle de hesaplamak mümkündür.

Özsermaye Maliyeti

Öz sermaye maliyeti firmanın öz sermaye sağlayıcılarının fırsat maliyetini temsil etmektedir. Bu maliyeti tahmin etmek göreceli zor olup EVA hesaplanırken karşılaşılan en büyük zorluklardan birisidir (Ehrbar, 1998: 180; Young & O'Byrne, 2001: 470). Öz sermayenin maliyetini tahmin etmek için birtakım yöntemler kullanılmaktadır. Young ve O'Byrne (2001: 185)'a göre, EVA hesaplamalarında öz sermaye maliyetini tahmin etmek için kullanılan yaklaşım, Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne (Capital Assets Pricing Model - CAPM) dayanmaktadır.

CAPM'in çıkış noktası finansal varlığın beklenen getirisi ile riskliliği arasındaki ilişkidir. Burada, beklenen getiri ile hissedarların firmadan bekledikleri getiri oranı ifade edilmektedir. Hisse senedinin beklenen getirisi aynı zamanda özsermayenin beklenen getirisi, bir başka ifadeyle de özsermaye maliyetidir.

Sharpe, Lintner ve Black tarafından geliştirilen bu model, yatırımcıların beklediği getiriyi açıklamaya çalışmaktadır. Yatırımın sistematik riskinin (beta katsayısı) bir ölçütü, yatırımcıların kullanabileceği risksiz getiri ve yatırımın risksiz fiyatın üstünde getirdiği aşırı getiriyi içermektedir (Yook, 1999: 35). Bir yatırımcının beklediği getiriyi $E(R_i)$, CAPM'e dayalı aşağıdaki model uygulanarak hesaplamak mümkündür:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

Burada;

R_f = Risksiz getiri,

$(R_m - R_f)$ = hisse senedi piyasası risk primi ve

β_i = firmanın hisse senetlerinin beta katsayısı'dır.

Bu ölçümü bir firmaya uygularken, beklenen özsermaye maliyeti $E(R_i)$ ile gösterilmektedir. Bu, yatırımcıların aynı miktarda riske maruz kaldıkları yatırımlarla kazanabilecekleri getiriyi temsil etmektedir.

Bununla birlikte, CAPM'e yönelik eleştiriler de yapılmaktadır. Modele karşı en eleştirel argümanlar 1990'lı yıllarda Fama ve French tarafından yayınlanmıştır. Buna göre, beta ve ortalama hisse senedi getirileri arasındaki ilişki nispeten zayıftır ve öz sermaye maliyetini belirlemek için CAPM'in uygulanabilirliğini sorgulamaktadır (Fama ve French, 1992; 427-465).

3.1.3. EVA'ya Yöneltilen Eleştiriler

EVA, finans literatüründe pek çok araştırmacının ilgi alanına girmiş ve çok fazla tartışılmıştır. Sonuç itibariyle, EVA'yı çok yararlı görenlerin yanı sıra eleştirenler de olmuştur. EVA'ya yönelik olarak yapılan eleştiriler ve bu eleştirilere getirilen açıklamalar aşağıdaki gibidir (Bayrakdaroğlu, 2009; Demirgüneş, 2009; Ray, 2012; Bastı ve Yılmaz, 2013; Birkan, 2015; Hundal, 2015; Sahoo ve Pramanik, 2016):

EVA'ya getirilen eleştirilerden birisi EVA hesaplamalarının karmaşık olması ve yapılması gereken zorunlu düzeltmelerdir. Pek çok kullanıcı, EVA'nın kuramsal açıdan bakıldığında basit bir yaklaşım olduğunu kabul etmekle birlikte, muhasebe sisteminden elde edilen verilerin ekonomik veriler haline dönüştürülmesi için çok fazla sayıda düzeltmeye ihtiyaç duyulduğunu ve bu durumun da uzmanlık gerektirdiğini ifade etmektedirler. EVA'nın hesaplamasında kullanılan değişkenlerden hangilerinin nasıl ve ne şekilde yapılacağı tartışmalıdır. Eğer EVA hesaplanırken düzeltmeler çok fazla dikkate alınmazsa, yaratılmış olan katma değer tam olarak görülemeyeceği vurgulanırken, çok fazla sayıda düzeltmenin olması durumunda ise hesaplama sürecinin daha riskli hale geleceği ve oldukça karmaşık bir hal alacağı düşünülmektedir. Dolayısıyla yanlış verilerle hesaplanan EVA karar almada da yanlış bilgiler sunacaktır.

EVA'nın doğru tanımlanması ve hesaplanması başlangıçta zor ve karmaşık olarak algılanabilir. Ancak böyle bir durum firmalarda gerçekleştirilmesi düşünülen her değişiklik/yenilik için geçerlidir. Dolayısıyla, EVA sisteminin kurulması aşamasında yaşanacak olan zorluklar aşıldıktan sonra firmanın tüm birimleri için ortak bir ölçüt olma özelliğini kazanacaktır.

EVA ölçek farklılıklarını dikkate almamaktadır. EVA'ya göre daha büyük bir firma ya da bölüm, daha küçük olana göre daha fazla EVA üretecektir. Bu nedenle, EVA yaklaşımında firmalar arası ve bölümler arası karşılaştırmalar yapmakta

zorlanmaktadır. Çünkü EVA mutlak bir ölçümdür. Bu durumda da farklı büyüklükte ve ölçekteki işletmeler/bölümler yarattıkları EVA'larla kıyaslandıklarında yanlış kararlar alınmasına sebep olabilecektir.

Stewart (1991: 167), bu durumu ortadan kaldırmak için EVA'nın standardize edilmesini önermektedir. Buna göre, her yılın finansal sonuçları, baz yıl olarak belirlenen yılın finansal sonuçları ile oranlanır. Böylece mutlak değer olan EVA, göreceli değerlere dönüştürülmüş olacaktır. Bunun için, öncelikle baz yıl belirlenmelidir. Daha sonra, karşılaştırılacak tüm firmaların baz yıldaki sermayesinin 100 olduğu varsayımı altında, her yılın sermaye rakamı başlangıç yılının sermaye rakamı ile oranlanarak derecelendirilir. Bu derecelendirme tamamlandıktan sonra, her yıl için hesaplanan getiri oranı ile sermaye maliyeti arasındaki fark, o yılın standartlaştırılmış sermayesine bölünerek standartlaştırılmış ekonomik katma değer hesaplanır. Ekonomik katma değerler bu şekilde standardize edildiğinde, farklı büyüklükteki firmalar ve stratejik birimlerin karşılaştırılabilmesinin önündeki engel kaldırılmış olacaktır.

EVA, muhasebede kullanılan amortisman hesaplama yöntemlerinden etkilenmektedir. EVA hesaplamasında geleneksel amortisman yöntemlerinin kullanılması, kısa ve uzun vadeli EVA değerleri arasında uyumsuzluk yaratmaktadır. Ayrıca, bilançosunda değer düşüklüğüne uğramamış yeni varlıklara sahip bir firma için yüksek kazanç seviyesine sahip olsa bile negatif EVA hesaplanabilmektedir.

Amortismanla ilgili sorunları gidermek için EVA uygulamalarında yapılabilecek düzeltme konularından birisi de “anüite amortismanı” olarak bilinen, ekonomik amortisman takvimi uygulamasıdır (Stewart, 1991:142).

Bu yöntemde, anüite formülü yardımıyla varlığın değerinin indirgenmesi sonucu ilk yıllarda daha az sonraki yıllarda ise daha fazla tutarda amortisman ayrılabilir. Bu yöntemle EVA daha gerçekçi hesaplanabilmektedir.

EVA kısa vadeli ve finansal bir ölçüttür. EVA'nın kısa vadeli bir performans ölçütü olduğu değerlendirildiğinden, pek çok kurumsal firmanın, uzun vadeli yatırımlara odaklanması nedeniyle uygulamada EVA'yı benimsemesi mümkün değildir. Yeni yatırımın sağlayacağı gelirler ve diğer faydalar genellikle bir yıldan daha uzun sürede gerçekleşeceğinden bunlar ancak gelecek dönemlerde kayıt altına

alınabilmektedir. Ancak, maliyetler ve giderler anında kayıtlara geçmektedir. Bu durumda cari dönem EVA değeri yeni yatırımlarda doğal olarak düşük seviyelerde seyretmekte, bu sebepten, yöneticiler de yeni yatırımlara sıcak bakmamaktadırlar. Dahası, EVA temelinde elde edilen sonuç daha yüksek getirili projeler üzerinde erken kazanım projeleri ile manipüle edilebilmektedir. Yönetim ayrıca araştırma ve geliştirme veya reklam maliyetleri gibi yatırım nakit akışlarını işletmenin uzun vadeli zararına sınırlayabilmektedir.

EVA'nın ana hedefinin hissedar değeri yaratmak olduğu, yeni yatırımların uzun vadede sağlayacağı getiriler sonucu gelecek dönemlerde EVA'da önemli artışlar meydana geleceği ve böylece dönemsel problemlerin etkisiz hale geleceği unutulmamalıdır. Değere dayalı yönetim anlayışını benimseyen firmaların birincil amacının, gelecekte yaratılması beklenen ekonomik katma değerler toplamının net bugünkü değerinin maksimize edilmesi olduğu düşünüldüğünde, yöneticilerin çalışmalarının odak noktası, cari EVA'dan çok, gelecek dönemlerdeki EVA'lar olmalıdır.

3.2. PİYASA KATMA DEĞERİ

Firmalar günümüz rekabet koşullarında kaynaklarını değer yaratmaya yönelik olarak kullanmak zorundadırlar. Firmalar kaynaklarını değer yaratma amacına uygun olarak kullandıklarında, firmaya yatırım yapan tarafların değerleri de maksimize edilmiş olacaktır. Buna göre, değere dayalı yönetim sürecinde hissedarların toplam getirileri artırıldığı zaman firmanın başarısı da artırılmış olacaktır. Firmaların günümüzde değere dayalı yönetim anlayışına göre faaliyet göstermeleri zorunluluğu kaynaklarının değer yaratmaya yönelik olarak kullanılıp kullanılmadığının doğru şekilde ölçülmesine bağlıdır (Gökbulut, 2009: 100).

Piyasa katma değeri servet yaratımını ölçmek için bir kriter olduğundan, her firmanın maksimum MVA yaratmaya çalışması gerektiği sonucuna varılabilir. MVA, hissedarlar tarafından yatırım yapılan sermayenin farkını ve mevcut piyasa fiyatını dikkate alarak hisse senetlerini sattıklarında elde edebilecekleri paranın farkını göstermektedir. Daha açık bir biçimde ifade etmek gerekirse, MVA firmanın hissedar zenginliğini artırdığını ya da azalttığını göstermektedir (Ehrbar, 1999: 20-24).

3.2.1. Piyasa Katma Değeri Kavramı ve Özellikleri

Finansal yönetimin birincil amacı, hissedar değerini maksimize etmek olduğundan, bu amaç hissedarlara fayda sağlamakta, aynı zamanda kıt kaynakların verimli bir şekilde kullanılmasına yardımcı olarak ekonomiye de fayda sağlamaktadır. Hissedar zenginliği, firmanın hisse senedi piyasa değeri ile hissedarlar tarafından sağlanan öz sermaye miktarı arasındaki farkın en üst düzeye çıkarılmasıyla azami düzeye çıkmaktadır. Bu farka Piyasa Katma Değeri (MVA) denmektedir (Petraivičius ve Tamošiūnienė, 2008: 196-197).MVA, ne kadar yüksek olursa firmanın hissedarları için o kadar iyi sonuç verir. Bazen MVA, firmanın toplam piyasa değeri ile yatırılan sermaye arasındaki fark olarak tanımlanır (Wet, 2005). MVA, firmanın belli bir sermaye ile ne miktarda değer yarattığı temeline dayanmaktadır (Koller ve Peacock, 2002: 92).

$$\text{MVA} = \text{Firmanın Toplam Piyasa Değeri} - \text{Toplam Sermaye}$$

Bu ölçütün geliştirilmesindeki temel amaç; EVA'nın tek başına yeterli bir ölçüt olamayacağı düşüncesidir. Temel amaç bu olmasına rağmen, MVA'nın geliştirilmesinde EVA'nın şirket performansını dönemlik olarak ölçmesi de etkili olmaktadır. Buna karşın MVA, EVA'dan daha ileriye dönük ve geleceği dikkate alan bir performans ölçütüdür.

MVA, Stern&Stewart Co. tarafından EVA'nın bir tamamlayıcısı olarak geliştirilmiş uzun vadeli bir performans ölçüsüdür. EVA, işletmenin elde ettiği vergi sonrası faaliyet kârının işletmenin yatırılan sermaye maliyetini ne ölçüde karşıladığını ölçen bir performans ölçüsüyken, MVA ise yaratılan dönemsel katma değerini firmanın piyasa değerine nasıl yansıdığının bir göstergesidir (Bayrakdaroğlu ve Ünlü, 2009: 293).

Stewart (1995: 82)'a göre MVA, EVA'nın bir alternatifi değil, EVA'yı tamamlayan bir ölçüm yöntemidir. MVA, firmanın hissedar ve borç verenlerden sağladığı sermayeye bir prim (artı değer) ilavesini gerçekleştirip gerçekleştirmediğini ölçen ve sermayenin kullanım etkinliğinin değerlendirilmesini sağlayan bir performans ölçütüdür (Stewart, 1991: 184).

EVA'nın gücünü gösteren ana özellik, teorik ve ampirik olarak MVA ile doğrudan bağlantılı olmasıdır. Ancak, EVA'nın aksine, MVA, dış performansın değerlendirilmesi için bir ölçüttür(Mouritsen, 1998: 461-482).

MVA, yönetim performansını değerlendirmek için en iyi dış göstergelerden birisidir. Bu iddianın gerekçesi, MVA'nın firma yöneticisinin başarısını veya firmanın kıt kaynaklarını doğru kullanıp kullanmadığını belirleme özelliğine sahip olmasıdır. MVA aynı zamanda, firmanın uzun vadede belirlenen hedefler doğrultusunda yöneticileri tarafından konumlandırılıp konumlandırılmadığını da göstermektedir. Çünkü, MVA uzun vadede beklenen getirilerin bugünkü değerlerini göstermektedir (Lehn & Makhija, 1997: 90-97).

MVA, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranına benzer bir ölçüdür. Tek fark MVA'nın mutlak bir ölçüt olmasına karşın, Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)'nin göreceli bir ölçüt olmasıdır. Eğer PD/DD oranı 1 den büyükse MVA pozitif olacaktır. MVA, firmanın tüm geçmiş ve gelecekteki sermaye yatırım projelerinin net bugünkü değerine piyasanın herhangi bir anda biçmiş olduğu değer olarak da tanımlanabilir. Bir diğer deyişle, firmanın geçmişte ne kadar başarılı bir şekilde yatırım yaptığını ve yatırımcıların firmanın gelecekte ne kadar başarılı bir şekilde yatırım yapacağına dair beklentilerini yansıtmaktadır. Dolayısıyla, hissedarlarının servetini maksimize etmeyi amaçlayan bir firmanın amacı MVA'yı maksimize etmek olmalıdır (Ergincan, 2001:26).

MVA, piyasanın firmaya attığı itibarı da gösteren periyodik bir ölçüttür. Başka bir ifadeyle, MVA, piyasa değerinden yatırılan sermayenin çıkarılmasına eşittir. MVA olumluysa, yatırımcının bakış açısından, gelecekte beklenen sonuçların arzulanan sonuçlar olduğu anlamına gelmektedir. Çoğu firmada, finans kaynakları arasında adi hisse senetleri, borçlar ve imtiyazlı hisse senetleri bulunmaktadır. Yatırımcılar tarafından yapılan toplam yatırılan sermaye doğrudan finansal tablolarda verilen değerden hesaplanmaktadır. Aynı şekilde, bir firmanın toplam piyasa değeri, normal hissedarların özkaynakları, borç ve imtiyazlı hisse senetlerinin piyasa değerleri toplamıdır. Borsa fiyatına kolayca erişilebildiğinden, firmanın piyasa değerinin hesaplanması da kolaydır, ancak borcun piyasa değerinin hesaplanması her zaman bu kadar kolay olmamaktadır. Dolayısıyla çoğu analist mali tablolarda

gösterilen borcun değerini veya borcun defter değerini kullanmaktadır. Bu, aşağıdaki şekilde belirtilmiştir (Poorzamani ve Otari, 2015: 185):

Borçların piyasa değerinin ve defter değerinin eşit olduğunu varsayarsak:

Piyasa Katma Değeri = (Özkaynak Piyasa Değeri) - (Özkaynak Defter Değeri)

Öz kaynakların defter değeri, yedekler ve kazanç tutarı gibi hissedarların öz sermayesini gösteren tüm kalemlere atfedilir. Başka bir ifadeyle, borç olmayan (faizli veya faizsiz) kalemler, hisse senedi ortaklıkları olarak sınıflandırılır (Poorzamani ve Otari, 2015: 185).

Brigham ve Ehrhardt (2002), MVA'nın bir firmanın toplam pazar değeri ile yatırımcı tarafından tedarik edilen toplam sermaye arasındaki farkı temsil ettiğini belirtmektedir. Borç ve imtiyazlı hisse senetlerinin piyasa değerleri, finansal tablolarda rapor edilen değerlerine eşitse, o zaman MVA, bir firmanın hisse senedinin piyasa değeri ile hissedarlarının sağladığı özkaynak miktarı arasındaki farktır. Dolayısıyla MVA, yatırımcıların yatırımlarına ne kadar para yatırdıklarını ve bir şirketin zamanla biriken değer düzeyini belirlemede kullanılan bir araçtır. Pozitif MVA, yönetici tarafından yaratılan değer ve yatırımın, yatırımcılar tarafından sağlanan sermayeden daha fazla olduğunu gösterirken, negatif MVA bunun tersini ifade etmektedir.

MVA'nın özellikleri ana hatlarıyla aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Bayrakdaroğlu, 2009: 77-78):

MVA, ne derecede hissedar değeri yaratıldığını ölçen gerçekçi bir ölçüttür. Çünkü bu ölçüt hem hissedarların refahının artırılma derecesini hem de firma yöneticilerinin uzun dönemde firmayı konumlandırarak kaynakları ne derecede etkin kullandıklarını ortaya koymaktadır.

MVA; firma tarafından şimdiki ve gelecekte yaratılacak değer, firmanın piyasa değerine ne ölçüde yansıdığını göstermekte olup yatırımcılar için yaratılan serveti, birikimli olarak ölçmeyi amaçlamaktadır. MVA, teorik olarak bir borsanın ya da bir hisse senedinin değerini de göstermektedir. Bunun sonucunda gelecekteki döneme ilişkin MVA'ların maksimizasyonu, ortakların hissedar değerini ortaya

koymakta olup firmanın sermaye sahipleri ile borç verenlerden sağladığı sermayeye bir prim ilavesi gerçekleştirip gerçekleştirmediğini denetler.

MVA, yönetimin performansını yansıtan en iyi dış ölçüttür. Çünkü bu ölçüt, firma yönetiminin hakimiyeti ve kontrolü altındaki kaynakları, değere dönüştürebilme yeteneğini göstererek firma yönetiminin piyasadaki refleksini yansıtır. Diğer bir ifadeyle, yönetimin kalitesine ilişkin piyasanın yargısının ölçüsüdür.

MVA, ekonomik kârlılık beklentilerinin firmaların piyasa değeri üzerinde nasıl bir etki oluşturduğunun göstergesi olarak şirketin piyasadaki net bugünkü değerini yansıtır. Sermaye piyasasının firmaya ya da firmalara bakış açısının bir göstergesi niteliğinde olan MVA, gelecekteki beklenen getirileri açıklamak için kullanılabilir.

MVA performans ölçütü, stratejik kararların kalitesi ve stratejik değişimlerin işaretleri hakkında bilgiler ortaya koyan etkili bir performans göstergesidir. Ayrıca, MVA yöneticilere ödenecek olan ücretlerin miktar planlanmasında ve firmanın stratejisinin geliştirilmesinde kullanılmaktadır.

MVA, bir grup olarak bütün pay sahipleri (çıkar grupları) adına firmanın o dönemde yaratmış olduğu getiriye yansıtmaktadır. Dolayısıyla firmaların sadece ortaklarının değil tüm çıkar gruplarının servetlerini maksimize etmeyi amaçlamaları gerektiğinden MVA üstün bir ölçüttür.

Firmanın piyasa değeri hem performans hem de risk hakkındaki yatırımcı yargılarını birleştirdiği için MVA ölçütü riske göre düzeltilmiş bir ölçüttür. Bu özellik farklı ölçeklerde ve coğrafyalarda bulunan firmaların karşılaştırılmasına olanak sağlamaktadır. Ayrıca farklı endüstrideki firmaların doğrudan karşılaştırmasına da izin verdiği için yararlı bir ölçüttür.

3.2.2. MVA'ya Yöneltilen Eleştiriler

MVA'ya yöneltilen eleştiriler aşağıdaki gibidir:

Metodun dezavantajı, EVA gibi, defter değerinden ekonomik değere ulaşmak için yapılan bazı değer bazlı düzeltmelerin olabileceği ve piyasa ile birlikte hareket etme eğiliminde olduğundan piyasa değerleri ile oynaklığından etkilenebileceğidir.

MVA'nın hesaplaması piyasa verilerine bağılı olduğundan halka açık olmayan firmalarda kullanımı kısıtlıdır.

EVA ile arasında sıkı bir ilişki bulunmasına rağmen, MVA'nın sadece firmanın bütünü için hesaplanmasından dolayı, alt kademe yöneticilerini/çalışanlarını motive edememektedir.

3.3. EVA-MVA İLİŞKİSİ

MVA, bir firmanın kuruluşundan bu yana yönetsel eylemlerinin etkilerini ölçerken, EVA, belirli bir yıldaki yönetim etkinliğine odaklanmaktadır (Petravičius ve Tamošiūnienė, 2008: 197).

EVA ve MVA arasında mantıksal bir bağlantı bulunmaktadır. MVA'nın, sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek gelecek dönemlerin EVA'larının bugünkü değerine eşit olması gerekmektedir. Dolayısıyla, firmanın cari dönem EVA'sına eşit gelecek dönem EVA'larını kalıcı olarak üreteceğini varsayarsak, EVA ile MVA arasındaki ilişkiyi basit bir formülle ifade etmek mümkün olacaktır (Peterson ve Peterson, 1996: 25):

$$MVA = EVA / \text{Sermaye Maliyeti}$$

MVA'nın, diğer finansal ölçütlerden ziyade EVA ile en yüksek ilişkiye sahip olduğu kabul edilmektedir. Brigham ve Ehrhardt (2002), EVA ve MVA arasındaki ilişkiyi iki boyutta ele almaktadır:

Birinci boyut, MVA ve EVA arasında doğrusal bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Firma tarafından yaratılan EVA negatif ise, MVA da muhtemelen negatif olacaktır. Eğer EVA pozitif ise muhtemelen MVA da pozitif olacaktır. İkinci boyut ise teşvik programının bir parçası olarak yönetim performansını değerlendirmek için EVA ile MVA karşılaştırıldığında, EVA'nın tercih edilmesidir.

Bununla birlikte, Keown vd. (2005) da gelecek dönem EVA'lar ile MVA arasındaki ilişkinin önemli olduğunu belirtmektedir. Çünkü hissedar değeri yönetimi MVA'yı artırmayı gerektirmektedir. MVA, firmanın ömrü boyunca gelecekteki tüm EVA'larının bugünkü değeridir. Böylece, firmanın EVA'yı artırıcı politikalarla yönetilmesi genelde daha yüksek bir MVA sağlayacaktır.

Firma tarafından yaratılan MVA'nın artırabilmesi için Stewart (1991) üç yol önermektedir:

- Pozitif getiri oranına sahip projelere yeni yatırımlar yapmak (Olumlu EVA);
- Pozitif EVA elde eden mevcut projeleri genişletmek; ve
- Negatif EVA'ya sahip olan projeleri azaltmak veya ortadan kaldırmak.

Yukarıda belirtilenlerin dışında, EVA ve MVA ilişkisi hakkında bir takım olumsuz görüşler de bulunmaktadır (Peterson ve Peterson, 1996: 25-26):

Bunlardan ilki; MVA'nın, sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek gelecek dönemlerin EVA'larının bugünkü değerine eşit olması gerektiğidir. Dolayısıyla, firmanın cari dönem EVA'sına eşit, gelecek dönem EVA'larını kalıcı olarak üreteceği varsayımı çoğu firma için geçerli olmamaktadır. EVA, ancak bir firmanın bir takım üstünlükleri veya rekabet avantajı olduğunda yaratılmaktadır. Çoğu firma bu avantajları uzun süre koruyamamaktadır. Örneğin, hükümet düzenlemeleri değişebilmekte, patentler sürekli olmamakta ve demografik değişiklikler firmanın avantajını ve dolayısıyla EVA'sını bozabilmektedir. Bu nedenle, cari dönem EVA'sının sürekli bir akışı olduğu varsayımı pek kolay olmamaktadır.

İkincisi; EVA ve MVA'nın hesaplama yöntemlerinin oldukça farklı olmasıdır. EVA, muhasebe verileri ve tahmini sermaye maliyeti kullanılarak hesaplanan tek dönemlik bir ölçüttür. MVA, EVA'dan daha ileriye dönük performans tahminleri olan piyasa değerlerini kullanmaktadır.

Üçüncüsü; EVA, muhasebe verilerinden başlayarak ve ekonomik gerçekliği daha iyi yansıtacak düzeltmeler yapılarak hesaplanmaktadır.

Özetlemek gerekirse; EVA ve MVA, firmanın performansının çelişkili bir biçimde değerlendirilmesine neden olabilmektedir. Örneğin, General Electric Company, 1993 yılında, Stern Stewart tarafından yapılan sıralamada 1000 firma arasında MVA değeri en yüksek (42 milyar \$) 4. firma idi. Ancak General Electric'in 304 milyon \$ tutarındaki negatif bir EVA'sı vardı. EVA ile MVA arasındaki bu belirgin çelişki, EVA'nın teorik olarak ileriye dönük görünmesine rağmen, tarihsel, tek dönemli muhasebe verilerine dayandığı ve MVA'nın, ileriye dönük hisse senedi

fiyatlarına dayandığı gerçeğinden kaynaklanabilir. Dolayısıyla, negatif bir EVA'ya pozitif bir MVA eklendiğinde durum anlamsız olabilmektedir.



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BİST ÇİMENTO SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA

4.1. EVA-MVA İLİŞKİSİ ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR

EVA-MVA ilişkisi üzerine ulusal ve uluslararası literatürden örnekler aşağıda sunulmaktadır.

4.1.1. Ulusal Literatürde Yapılan Çalışmalar

CALIŞMANIN

Yılı	: 2004
Adı	: "Performans Ölçümünde EVA ve MVA: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Şirketlerde Ampirik Bir Uygulama"
Yazar(lar)ı	: Famil ŞAMİLOĞLU
Yöntemi	: Basit Regresyon Analizi
Bağımlı Değişken	: MVA
Bağımsız Değişken(ler)	: EVA
Sonuç	: Yazar, İMKB'de hisse senetleri işlem gören toplam 297 firmadan 184'ünün 1995-2002 yıllarına arasındaki verilerini kullanarak EVA ve MVA değerleri arasında bir ilişkinin olup olmadığını tespit etmeyi amaçlamıştır. Araştırmanın bulgularına göre araştırma kapsamındaki şirketlerin 1995 yılındaki MVA değerlerinin varyansının %28,2'si, 1996 yılında %39,7'si, 1998 yılında %10,2'si, 1999 yılında %31,5'i ve 2000 yılında %11,8'i EVA değişkeni tarafından açıklanırken 2001 ve 2002 yıllarında MVA ve EVA değerleri arasında önemli bir ilişki saptanamamıştır.

CALIŞMANIN:

Yılı	: 2005
Adı	: "İşletme Performansının Değerlendirilmesinde Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Piyasa Katma Değeri (MVA) Yöntemleri Ve Bu Yöntemlerin Hisse Senedi Getirilerini Açıklama Gücünün İncelenmesi: Imkb 100 Örneği"
Yazar(lar)ı	: Ayşe Gül YILGÖR
Yöntemi	: Regresyon Analizi
Bağımlı Değişken	: Hisse senedi getirileri
Bağımsız Değişken(ler)	: EVA, MVA, ROE, ROA, EPS
Sonuç	: Ana amacının EVA ve MVA yöntemlerinin nasıl kullanılacağı ve hisse senedi getirilerini açıklama gücünün ROE, ROA ve EPS ile karşılaştırmalı olarak incelenmesi olan çalışmada ulaşılan sonuçlara göre, hiç bir işletmenin inceleme döneminin (1997-2002) bütününde ekonomik katma değer (EVA) yaratamadıkları, sadece 11 işletmenin inceleme döneminin bütününde piyasa katma değeri (MVA) yarattıkları görülmüştür. Bazı işletmelerin pozitif ekonomik katma değer yarattıkları yıllarda piyasa katma değeri yaratmadıkları, bazı yıllarda ise negatif ekonomik katma değer rakamları elde etmesine karşın aynı yıllarda piyasa katma değeri yarattıkları saptanmıştır. Bu durum, EVA ile MVA arasında yakın ilişki olduğu yönündeki yaygın görüşü doğrulamamaktadır.

CALIŞMANIN

Yılı	: 2008
Adı	: "Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Pazar Katma Değeri (MVA) Arasındaki İlişki İMKB İmalat İşletmelerinden Örnek"
Yazar(lar)ı	: Yusuf TOPAL
Yöntemi	: Regresyon Analizi
Bağımlı Değişken	: MVA
Bağımsız Değişken(ler)	: EVA
Sonuç	: Hisse senetleri İMKB'de işlem gören imalat işletmelerinin EVA ile MVA değerleri arasındaki ilişkiyi araştırarak EVA'nın MVA'yı açıklama gücünü belirlemeyi amaçlayan çalışmada, örneklem kapsamına alınan işletmelerin altı yıllık EVA ve MVA değerleri arasında %44,4'lük bir pozitif ilişki bulunmuştur. Ancak EVA'nın MVA'yı açıklamakta, istatistiksel olarak anlamlı ancak yetersiz bir açıklama gücü olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yani tüm işletmeler bazında işletmelerin EVA ile MVA değerleri arasında önemli ve anlamlı bir ilişki vardır ancak tek başına EVA değerlerine bakarak MVA'daki değişimi açıklamak olanaklı olmadığı çalışmanın varılan sonuçları arasındadır. Sektörler bazında analiz yapıldığında ise, EVA ile MVA arasındaki ilişki her sektör için önemli derecede istatistiksel farklılıklar göstermektedir. Yani bazı sektörlerde EVA ile MVA arasında daha yüksek bir ilişki gözlenirken bazı sektörlerde EVA ile MVA arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

CALIŞMANIN

Yılı	: 2011
Adı	: "İşletme Performansının Belirlenmesinde Ekonomik Katma Değer (EVA) Ve Pazar Katma Değer (MVA) Yöntemleri ve Aralarındaki İlişki: İMKB 100 Örneği"
Yazar(lar)ı	: Nihal KÜÇÜKKAPILI
Yöntemi	: Korelasyon Analizi
Bağımlı Değişken	:
Bağımsız Değişken(ler)	: EVA, MVA
Sonuç	: İMKB 100 işletmelerinin beş yıllık EVA ve MVA değerlerinin hesaplanarak aralarında ilişki olup olmadığının, var ise ne derece olduğunun belirlenmesini amaçlayan çalışmada, hesaplanan EVA ve MVA değerleri arasındaki ilişki korelasyon analiziyle incelenmiş olup analiz sonucunda EVA ve MVA arasında pozitif yönlü, anlamlı ve orta derecede bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

CALIŞMANIN

Yılı	: 2013
Adı	: "İMKB'de İşlem Gören Sanayi Şirketlerinin Ekonomik Katma Değer Ve Piyasa Katma Değerine Dayalı Performans Analizi"
Yazar(lar)ı	: Tuncer YILMAZ
Yöntemi	: Pearson Korelasyonu ve Basit Doğrusal Regresyon
Bağımlı Değişken	: MVA
Bağımsız Değişken(ler)	: EVA
Sonuç	: Hisse senetleri İMKB'de işlem gören imalat sanayi şirketlerinin 2006-2010 dönemine ait verilerine göre EVA

ile MVA değerlerinin hesaplandığı ve şirketlerin bir bütün olarak, sahiplik durumuna göre, çalışan sayılarına göre ayrı ayrı ele alındığı çalışmadan elde edilen bulgulara göre, hem tüm şirketlerin ele alındığı analizde, hem yerli ve yabancı şirketlerin ayrıca incelendiği analizde, hem de büyüklüklerine göre şirket gruplarının ayrı ayrı ele alındığı analizde, genel olarak EVA ile MVA arasındaki korelasyon nispeten düşük bulunmuş ve EVA'nın MVA'yı açıklama gücünün oldukça düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

CALIŞMANIN

Yılı	: 2013
Adı	: "İmalat Sanayi Şirketlerinin Ekonomik Katma Değer (EVA) Ve Piyasa Katma Değerine (MVA) Dayalı Performans Analizi: İMKB Örneği"
Yazar(lar)ı	: Tuncer YILMAZ, Eyup BASTI
Yöntemi	: Pearson Korelasyon Analizi ve Basit Doğrusal Regresyon Analizi
Bağımlı Değişken	: MVA
Bağımsız Değişken(ler)	: EVA
Sonuç	: Yazarlar, İMKB'de hisse senetleri işlem gören imalat sanayi şirketlerinin finansal performanslarını EVA ve MVA yöntemleriyle analiz ederek, EVA'nın MVA'yı açıklama gücünü ortaya koymayı amaçlamışlardır. Çalışmada elde edilen bulgulara göre, EVA ile MVA arasındaki korelasyon nispeten düşük bulunmuş olup, buna göre EVA'nın MVA'yı açıklama gücünün oldukça zayıf olduğu sonucuna ulaşılmışlardır.

ÇALIŞMANIN

Yılı : 2013

Adı : Ekonomik Katma Değer (EVA) Ve Pazar Katma Değer (MVA) Analizi: İMKB’de İşlem Gören Seramik İşletmelerinde Bir Uygulama

Yazar(lar)ı : Yılmaz AKYÜZ

Yöntemi :

Bağımlı Değişken :

Bağımsız Değişken(ler) : EVA, MVA

Sonuç : Hisse Senetleri İMKB 100 endeksinde yer alan seramik işletmelerinin 2005-2010 yılları arasındaki verilerinin incelendiği çalışmada ekonometrik bir analiz yapılmamış, sadece EVA ve MVA değerleri hesaplanarak birbirlerinden bağımsız olarak yorumlanmıştır. EVA sonuçlarına göre hiçbir işletmenin tüm dönemlerde ekonomik katma değer yaratamadığı, işletmelerin incelenen yılların çoğunda ekonomik katma değer kaybına uğradıkları ve negatif EVA değerleri elde ettikleri görülmektedir. Elde edilen MVA sonuçlarına göre hiçbir işletmenin tüm dönemlerde Piyasa Katma Değeri yaratamadığı, işletmelerin incelenen yılların çoğunda değer kaybına uğradıkları ve negatif MVA değerleri elde ettikleri görülmektedir.

ÇALIŞMANIN

Yılı : 2013

Adı : Ekonomik Katma Değer (EVA) Ve Piyasa Katma Değeri'nin (MVA) Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi ve İMKB'de Bir Uygulama

Yazar(lar)ı : Dilek TOP

Yöntemi : Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken : MVA

Bağımsız Değişken(ler) : EVA

Sonuç : Ana amacının EVA ve MVA'nın hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini tespit etmek olan ve EVA'nın MVA üzerindeki etkisini de inceleyen çalışmadan elde edilen bulgulara göre, İMKB Sınai endeksindeki şirketlerin EVA'larının, MVA'ları üzerinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Yine aynı çalışmadan elde edilen sonuçlara göre; İMKB Sınai endeksindeki şirketlerin 2009 yılındaki EVA'larının, MVA'ları üzerinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmasına rağmen 2008 yılı ile 2010 yılındaki EVA'larının ise, MVA üzerindeki etkisinin istatistiki olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

ÇALIŞMANIN

Yılı	: 2014
Adı	: Piyasa Katma Değerini Açıklamada Ekonomik Katma Değerin Geleneksel Performans Ölçütleri Karşısındaki Durumunun İncelenmesi
Yazar(lar)ı	: Işıl EREM, Yılmaz AKYÜZ
Yöntemi	: Panel Veri Analizi
Bağımlı Değişken	: MVA
Bağımsız Değişken(ler)	: EVA, ROA, ROE, EPS, ROS, ROIC ve NOPLAT
Sonuç	: Hisse senetleri BİST'de işlem gören taşıt araçları sektöründe faaliyet gösteren firmaların 2003-2013 yılları arasındaki EVA ile MVA değerleri arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmada, EVA'nın piyasa değerini açıklamada ROA, ROE, ROS, ROIC, EPS ve NOPLAT gibi geleneksel performans ölçütleri karşısındaki durumu karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgular neticesinde; MVA üzerinde istatistiki açıdan anlamlı etkiye sahip olan değişkenlerin EVA, EPS ve ROS olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer bağımsız değişkenlerin ise MVA değerlerini istatistiki anlamda açıklamada önemli bir rol oynamadığı görülmüştür.

4.1.2. Uluslararası Literatürde Yapılan Çalışmalar

CALIŞMANIN

Yılı	: 1999
Adı	: The Correlation Between Economic Value Added And The Market Value Of Companies
Yazar(lar)ı	: Scott Devin Lefkowitz
Yöntemi	: Regresyon ve Korelasyon Analizi
Bağımlı Değişken	: MVA
Bağımsız Değişken(ler)	: EVA
Sonuç	: Yazar'ın EVA'nın MVA üzerindeki etkilerini incelemeyi amaçladığı çalışmada, %100'e yakın bir güven aralığında firmaların piyasa değerleri ve EVA arasında bir korelasyon olduğu ve şirketlerin piyasa değerlerinde meydana gelen değişiklikler ile EVA değerleri arasında doğrusal bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

CALIŞMANIN

Yılı	: 2005
Adı	: The MVA-EVA Relationship: Separation of Market Driven Versus Firm Driven Effects
Yazar(lar)ı	: Zaima, vd.
Yöntemi	: Regresyon Analizi
Bağımlı Değişken	: MVA
Bağımsız	: EVA, GDP

Değişken(ler)

Sonuç : EVA'nın ve GDP'nin MVA üzerindeki etkilerini incelemeyi amaçlayan çalışmada elde edilen bulgular, hem EVA hem de GDP'nin MVA'yı önemli ölçüde etkilediğini göstermektedir. Çalışmada ayrıca EVA'nın piyasa değerlemesi (MVA) aracılığıyla yönetsel performansı değerlendirmek ve bir ödüllendirme sistemi kurmak için kullanılabilmesi önerilmektedir.

CALIŞMANIN

Yılı : 2011

Adı : An Analysis Of The Correlation Between EVA And MVA: The Case Of A Nyse Euronext Lisbon Listed Company

Yazar(lar)ı : Teresa da Cunha Pinto, C. Machado-Santos

Yöntemi : Korelasyon Analizi ve Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken : MVA

Bağımsız Değişken(ler) : EVA, Net Kâr, Faaliyet Kârı

Sonuç : Yazarlar tarafından EVA ve MVA arasındaki ilişkinin test edilmesinin amaçlandığı çalışma EVA ile MVA arasındaki ilişkiyi teyit etmekte olup, incelenen zaman periyodunda (2005-2009) EVA ve MVA arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Çalışmada dikkat çekilen bir diğer nokta ise; MVA'nın şirketin piyasa değeri ile yatırılan sermayesi arasındaki farkı yansıtır olması sebebiyle, şirketin asıl hedefinin MVA'yı değil piyasa değerini en üst düzeye çıkarmak olması gerektiğidir.

CALIŞMANIN

Yılı	: 2013
Adı	: The Relationship between Economic Value Added, Return on Assets, and Return on Equity with Market Value Added in Tehran Stock Exchange (TSE)
Yazar(lar)ı	: Habibollah Nakhaei, Nik Intan Norhan Bnti Hamid
Yöntemi	: Pearson Korelasyonu ve Regresyon analizi
Bağımlı Değişken	: MVA
Bağımsız Değişken(ler)	: EVA, ROE, ROA
Sonuç	: Muhasebe temelli ölçütlere göre (ROA ve ROE) EVA'nın MVA'yı açıklama gücünün açıklandığı çalışmadan elde edilen bulgular, EVA ve ROE ile MVA arasında anlamlı bir ilişki olduğunu, ancak ROA ve MVA arasında anlamlı bir ilişki olmadığını göstermekte olup, EVA'nın firmanın borsa değerini tanımlamada etkili bir ölçüt olduğunu göstermektedir. Araştırmada Tahran Menkul Kıymetler Borsasında (TSE) işlem gören şirketlerin 2004-2008 dönemine ait verileri kullanılmıştır.

CALIŞMANIN

Yılı	: 2013
Adı	: A Comparative Study of EVA and MVA of Power Sector Companies in India
Yazar(lar)ı	: Shipra Pruthy
Yöntemi	: Korelasyon Analizi
Bağımlı Değişken	:
Bağımsız Değişken(ler)	: EVA, MVA

Sonuç : Seçili şirketlerin EVA ve MVA değerlerini kıyaslayarak EVA ve MVA arasındaki ilişkiyi hesaplamayı amaçlayan çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, MVA ve EVA pozitif olarak bağlantılıdır, bu nedenle EVA azaldıkça MVA azalacak, EVA arttıkça MVA artacaktır.

ÇALIŞMANIN

Yılı : 2014

Adı : The Investigation Of Relationship Between Economic Value Added (EVA) And Market Value Added (MVA) During Years 2008-2010: A Study Of Companies Listed In Bangalore Stock Exchange (BGSE)

Yazar(lar)ı : Mohammad Reza Bagherzadeh, Ali Reza Modanlo Joibary

Yöntemi : Korelasyon Analizi ve Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken : EVA

Bağımsız Değişken(ler) : MVA

Sonuç : Hisseleri Bangalora Menkul Kıymetler Borsası'nda (BgSE) işlem gören şirketlerin EVA ve MVA değerleri arasındaki ilişkiyi araştırmayı amaçlayan çalışma, EVA ve MVA arasındaki korelasyon katsayısının 0.986 olduğunu ve EVA ile MVA arasındaki kuvvetli ilişkiyi vurgulamaktadır. Ayrıca bu analiz, EVA'nın MVA'daki değişikliklerinin % 97.2'sini açıklayabileceğini göstermektedir.

ÇALIŞMANIN

Yılı : 2014

Adı : Investigating Relationship between EVA and MVA of Selected Construction Companies in Malaysia

Yazar(lar)ı : Shrikant Panigrahi, Yuserrie Bin Zainuddin, Noor Azlinna Binti Azizan

Yöntemi : Korelasyon Analizi, Trend Analizi

Bağımlı Değişken :

Bağımsız Değişken(ler) : EVA, MVA

Sonuç : Yazarlar bu çalışmada EVA ve MVA arasındaki ilişkiyi araştırmayı amaçlamaktadırlar. Malezya'nın inşaat şirketlerine dayanan çalışma, üst üste negatif EVA'nın negatif MVA'ya neden olduğunu ortaya koymaktadır. EVA ile MVA arasında% 62.4'lük güçlü bir korelasyona ulaşılmış olup, EVA ve MVA arasında negatif bir ilişki gözlemlenmiştir. Yazarlara göre EVA ve MVA arasındaki negatif ilişki, yöneticilerin sermayeyi kullanma becerisinin yetersiz olduğunu kanıtlamaktadır.

CALIŞMANIN

Yılı	: 2014
Adı	: Impact of Economic Value Added on Market Value Added”: Special Reference to Selected Private Banks in Sri Lanka
Yazar(lar)ı	: P. Muraleetharan, Kosalathevi, T,
Yöntemi	: Korelasyon ve Regresyon Analizi
Bağımlı Değişken	: MVA
Bağımsız Değişken(ler)	: EVA
Sonuç	: Sri-Lanka'daki özel bankalarda EVA'nın MVA üzerindeki etkisini araştırmayı amaçlayan çalışmadan elde edilen sonuçlara göre EVA ve MVA arasında pozitif yönde ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Araştırmacılar EVA ve MVA'nın özel bankaların önemli finansal göstergelerinden olduğunu belirtmekte olup, regresyon analizine dayanarak, MVA'nın EVA tarafından önemli ölçüde etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır. Araştırmada Sri-Lanka'da faaliyet gösteren özel bankaların 2006-2012 dönemine ait verileri kullanılmıştır.

CALIŞMANIN

Yılı	: 2014
Adı	: The Association Between Economic Value Added, Market Value Added and Leverage
Yazar(lar)ı	: Aloy Nireesh, J. & Alfred, M.
Yöntemi	: Pearson korelasyonu ve basit regresyon analizi
Bağımlı Değişken	: MVA
Bağımsız Değişken(ler)	: EVA, Faaliyet Kaldırıcı, Finansal Kaldıraç, Bileşik Kal.

Sonuç : EVA ve kaldıraç ile MVA arasındaki ilişkinin araştırıldığı çalışmada, EVA ve MVA arasındaki ilişki zayıf ve istatistiksel olarak önemsiz bulunmuştur. Dolayısıyla, hissedarların EVA'ya bakarak kazanmak iddiasını destekleyen herhangi bir bulguya rastlanmamıştır. Ayrıca çalışma, kullanılan bağımsız değişkenlerin MVA'daki değişiklikleri tahmin etmede açıklayıcı bir güce sahip olmadıklarını ortaya koymaktadır.

CALIŞMANIN

Yılı : 2015

Adı : An Empirical Study on Economic Value-Added and Market Value-Added of Selected Indian FMCG Companies

Yazar(lar)ı : E Madhavi and M S V Prasad

Yöntemi : Çoklu Regresyon Analizi

Bağımlı Değişken : MVA

Bağımsız Değişken(ler) : EVA, ROE, ROIC, EPS, ROA, ROS

Sonuç : Hisseleri Hindistan Ulusal Menkul Kıymetler Borsasında (NSE) işlem gören şirketlerin 2010-2014 dönemine ait verileri dikkate alınarak yapılan çalışmada EVA'nın MVA'daki değişiklikleri %92,6 oranında açıkladığı ve EVA'da meydana gelen 1 birimlik değişimin MVA'da 0,987 birimlik değişime neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada ulaşılan bir diğer sonuç ise geleneksel performans ölçütlerinin MVA'daki değişiklikleri %97 oranında açıkladığıdır.

CALIŞMANIN

Yılı	: 2016
Adı	: Analysis Of The Relationship Between Economic Value Added And Market Value Added
Yazar(lar)ı	: Kristína Jančovičová Bognárová
Yöntemi	: Regresyon Analizi
Bağımlı Değişken	: MVA
Bağımsız Değişken(ler)	: EVA, Net Kâr, Hisse Başına Kâr
Sonuç	: Net kâr, hisse başına kâr ve EVA ile MVA arasındaki ilişkiyi ölçmeyi ve karşılaştırmayı amaçlayan çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, incelenen zaman aralığında (2010-2015) seçilen firmalarda, MVA'daki değişikliklerin açıklanmasında EVA, net kâr ve hisse başına kâr'dan daha yüksek açıklama gücüne sahiptir.

4.2. ARAŞTIRMANIN MODELİ, VERİ SETİ, SINIRLARI VE KULLANILAN DEĞİŞKENLER

4.2.1. Ekonometrik Metodoloji

Çalışmanın bu bölümünde oluşturulan model, model dahilinde kullanılan değişkenler ile veri seti sunulmakta olup çalışmada kullanılan birim kök testleri ile sınır testi ve ARDL (Auto Regressive Distributed Lag) yöntemi hakkında bilgi verilmektedir.

4.2.1.1. Model, Değişkenler ve Veri Seti

Yukarıda verilen *Teorik Altyapı* ve *Literatür İncelemesi* ışığında, EVA'nın, MVA üzerindeki etkisinin tespit edilmesinin amaçlandığı bu çalışmada, tahminleme aşagıda oluşturulan modele göre yapılmaktadır (Denklem 1):

$$MVA_t = \beta_0 + \beta_1 EVA_t + \beta_2 BORÇ_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Modelde yer alan değişkenlerin hesaplanmasında sektörel bilançolar kullanılmaktadır. Modelin bağımlı değişkeni; MVA olup aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$MVA = (\text{Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri} + \text{Borcun Piyasa Değeri}) - \text{Yatırılan Sermaye}$

Borçların piyasa değerinin ve defter değerinin eşit olduğunu varsayarsak:

$MVA = \text{Özkaynak Piyasa Değeri} - \text{Özkaynak Defter Değeri}$

Örnek şirketin BİST'den elde edilen verilerinden özkaynak piyasa değeri (31.12.2016: 105.815.808 Adet hisse senedi x 5,90) 624.313.267 TL ve özkaynak defter değeri de 481.858.493 TL olarak hesaplanmıştır. Formülde yerine konulduğunda:

$$\begin{aligned} MVA &= 624.313.267 - 481.858.493 \\ &= \underline{\underline{142.454.774 \text{ TL}}} \text{ olmaktadır.} \end{aligned}$$

Modelde kullanılan bağımsız değişkenler ise, ekonomik katma değer ve borçlanma (kaldıraç) olup, bunlar sırasıyla EVA ve BORÇ şeklinde gösterilmektedir.

EVA'nın hesaplanabilmesi için gerekli olan veriler muhasebe verilerinden elde edilmektedir. Ancak, çalışmanın üçüncü bölümünde de belirtildiği üzere, muhasebe verilerinde bir takım eksikliklerin/bozulmaların bulunması nedeniyle, bu veriler üzerinde Stern&Stewart Co. tarafından tavsiye edilen bir takım düzeltmelerin yapılması gerekmektedir. Yapılan bu düzeltmeler ile, muhasebe verilerinden elde edilen bilgilerdeki bozulmaların düzeltilmesi amaçlanmaktadır.

Stern&StewartCo. tarafından tavsiye edilen muhasebe düzeltmeleri yapıldıktan sonra EVA aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$EVA_t = NOPAT_t - (IC_{t-1} \times k_{WACC})$$

Burada;

$NOPAT$ = Net Operating Profit After Tax (Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı)

IC = Invested Capital (Yatırılan Sermaye)

k_{WACC} = Weighted Average Cost Of Capital (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)

EVA'nın hesaplanmasındaki ilk aşama NOPAT'ın hesaplanmasıdır. NOPAT, işletmenin borç ve öz kaynaklarının (Yatırılan sermayenin) bir bütün olarak esas faaliyetlerden kazanma yeteneğini göstermesi bakımından önemli olmaktadır. NOPAT'ı iki farklı biçimde hesaplamak mümkündür:

$$\begin{aligned} \text{NOPAT} &= \text{Faaliyet Kârı (EBIT)} \\ &+ \text{Faaliyet Kiralamasından Kaynaklanan Faiz Giderleri} \\ &+ \text{LIFO Rezervindeki artış} \\ &+ \text{Kümülatif Şerefiye Amortismanındaki Artış} \\ &+ \text{Şüpheli Alacaklar Karşılığındaki Artış} \\ &+ \text{Aktifleştirilmiş Ar-ge Giderlerindeki Artış} \\ &+ \text{Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelir ve Kârlar} \\ &- \text{Nakit Faaliyet Vergileri} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{NOPAT} &= \text{Satışlar} \\ &- \text{Satışların Maliyeti} \\ &- \text{Faaliyet Giderleri} \\ &= \text{EBIT} \\ &+ \text{Faaliyet Kiralamasından Kaynaklanan Faiz Giderleri} \\ &+ \text{Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelir ve Kârlar} \\ &- \text{Nakdi Faaliyet Vergileri} \end{aligned}$$

İkinci aşamada yatırılan sermaye (IC) hesaplanmaktadır. Yatırılan sermayeyi varlık ve finanslama yaklaşımı olmak üzere iki farklı biçimde hesaplamak mümkündür. IC, varlık yaklaşımına göre:

$$\begin{aligned} \text{IC} &= \text{Net İşletme Sermayesi} \\ &+ \text{Maddi Duran Varlıklar} \\ &+ \text{Maddi Olmayan Duran Varlıklar} \\ &+ \text{Diğer Duran Varlıklar} \\ &+ \text{LIFO Rezervi} \\ &+ \text{Kümülatif Şerefiye Amortismanındaki Artış} \\ &+ \text{Şüpheli Alacaklar Karşılığındaki Artış} \\ &+ \text{Aktifleştirilmiş Ar-ge Giderlerindeki Artış} \\ &+ \text{Faaliyet Kiralamalarının Bugünkü Değeri} \end{aligned}$$

Finanslama yaklaşımına göre ise:

$$\begin{aligned} \text{IC} &= \text{Özsermayenin Defter Değeri} \\ &+ \text{Kısa Vadeli Faizli Yabancı Kaynaklar} \\ &+ \text{Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Cari Kısmı} \\ &+ \text{Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar} \\ &+ \text{Aktifleştirilmiş Faaliyet Kiralaması Yükümlülükleri} \\ &+ \text{Faaliyet Kiralamalarının Bugünkü Değeri} \end{aligned}$$

şeklinde hesaplanmaktadır.

Yatırılan sermaye hesaplandıktan sonra ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile çarpılmakta ve yatırılan sermayenin maliyeti hesaplanmaktadır:

$$\text{Yatırılan Sermayenin Maliyeti (tutar)} = \text{WACC} = \text{Yatırılan Sermaye} \times k_{\text{WACC}}$$

Bu çalışmada EVA'nın hesaplanmasında kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti oranı (k_{WACC}) mali tablo dipnotları ve denetim raporlarından elde edilmiştir.

Son aşamada ise NOPAT'tan yatırılan sermayenin maliyeti tutarı çıkartılmakta ve EVA değerine ulaşılmaktadır.

Aşağıda EVA'nın hesaplanmasına ilişkin bir örnek sunulmuştur. BİST'de işlem gören bir firmanın verileri (bilanço, gelir tablosu, mali tablo ekleri ve denetim raporları) kullanılmış olup mali tablolar sadece gerekli verilerin sunulması amacıyla özet olarak verilmiştir.

Tablo 1: Örnek Şirkete Ait Bilanço Verileri

Örnek İşletme Finansal Durum Tablosu (Bilanço)	Cari Dönem	Önceki Dönem
Varlıklar		
DÖNEN VARLIKLAR		
Nakit ve Nakit Benzerleri	72.551.197	55.548.579
Ticari Alacaklar	207.509.237	188.837.214
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	37.749	27.871
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	207.471.488	188.809.343
Diğer Alacaklar	871.303	1.202.157
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	871.303	1.202.157
Stoklar	113.472.038	99.534.404
Peşin Ödenmiş Giderler	11.201.823	10.997.699
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	117.005	12.465
Diğer Dönen Varlıklar	9.796.236	11.882.076
ARA TOPLAM	415.518.839	368.014.594
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	1.301.186	1.301.186
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	416.820.025	369.315.780
DURAN VARLIKLAR		
Finansal Yatırımlar	2.555.398	2.555.398
Ticari Alacaklar	0	12.520
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	0	12.520
Diğer Alacaklar	220.008	202.835
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	220.008	202.835
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	41.941.265	38.742.975
Maddi Duran Varlıklar	220.980.527	191.673.008
Arazi ve Arsalar	9.757.901	10.258.937
Yeraltı ve Yerüstü Düzenlemeleri	5.274.195	3.998.569
Binalar	29.903.426	31.689.581
Tesis, Makine ve Cihazlar	130.545.715	123.616.952

Taşıtlar	6.998.142	2.793.793
Mobilya ve Demirbaşlar	6.268.874	5.972.586
Özel Maliyetler	5.621.553	1.246.753
Yapılmakta Olan Yatırımlar	22.801.803	8.019.617
Diğer Maddi Duran Varlıklar	3.808.918	4.076.220
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4.114.213	1.626.918
Diğer Haklar	3.040.557	1.463.028
Aktifleştirilen Geliştirme Maliyetleri	1.073.656	163.890
Peşin Ödenmiş Giderler	370.310	363.665
Ertelenmiş Vergi Varlığı	7.273.787	6.621.126
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	277.455.508	241.798.445
TOPLAM VARLIKLAR	694.275.533	611.114.225
KAYNAKLAR		
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		
Kısa Vadeli Borçlanmalar	32.636.243	8.628.594
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	32.754.542	21.522.113
Ticari Borçlar	66.661.982	62.853.609
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	186.675	258.188
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	66.475.307	62.595.421
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	5.888.837	3.573.220
Diğer Borçlar	2.081.112	1.711.256
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	2.081.112	1.711.256
Ertelenmiş Gelirler	11.642.166	22.072.556
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	3.042.651	4.947.012
Kısa Vadeli Karşılıklar	3.591.607	3.440.437
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	3.591.607	3.440.437
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.872.147	2.489.923
ARA TOPLAM	160.171.287	131.238.720
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	160.171.287	131.238.720

UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		
Uzun Vadeli Borçlanmalar	31.443.926	46.671.366
Uzun Vadeli Karşılıklar	20.492.878	17.495.976
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	20.492.878	17.495.976
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	308.949	168.740
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	52.245.753	64.336.082
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	212.417.040	195.574.802
ÖZKAYNAKLAR		
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	396.647.832	339.518.366
Ödenmiş Sermaye	105.815.808	105.815.808
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)	-1.784.553	-1.784.553
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-8.349.682	-5.730.548
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	-8.349.682	-5.730.548
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	-9.435.989	-6.816.855
Diğer Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	1.086.307	1.086.307
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	52.325.077	48.521.702
Sermayeye Eklenecek Gayrimenkul veya İştirak Satış Kazancı	3.814.988	3.814.988
Yasal Yedekler	48.510.089	44.706.714
Diğer Yedekler	32.865	32.865
Geçmiş Yıllar Kârları veya Zararları	174.066.413	143.175.095
Net Dönem Kârı veya Zararı	74.541.904	49.487.997
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	85.210.661	76.021.057
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	481.858.493	415.539.423
TOPLAM KAYNAKLAR	694.275.533	611.114.225

Tablo 2: Örnek Şirkete Ait Gelir Tablosu Verileri

Örnek İşletme Kâr veya Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tablosu	Cari Dönem	Önceki Dönem
KAR VEYA ZARAR KISMI		
Hasılat	694.538.817	608.000.335
Satışların Maliyeti	525.630.174	479.318.087
TİCARİ FAALİYETLERDEN BRÜT KAR (ZARAR)	168.908.643	128.682.248
FİNANS SEKTÖRÜ FAALİYETLERİNDEN BRÜT KAR (ZARAR)		
BRÜT KAR (ZARAR)	168.908.643	128.682.248
Genel Yönetim Giderleri	-33.205.434	-28.353.877
Pazarlama Giderleri	-38.430.873	-37.925.270
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-4.331.173	-2.003.873
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	24.314.582	29.025.877
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-10.974.930	-16.772.284
Diğer Kazançlar (Kayıplar)		
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	106.280.815	72.652.821
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	11.808.194	9.234.819
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-1.918.450	-3.086.008
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından (Zararlarından) Paylar	3.264.302	2.524.917
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)	119.434.861	81.326.549
Finansman Gelirleri	4.891.832	3.647.830
Finansman Giderleri	-19.281.838	-19.864.168
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	105.044.855	65.110.211
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-19.333.550	-12.716.684
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-19.137.790	-12.490.114
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-195.760	-226.570
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)	85.711.305	52.393.527
DÖNEM KARI (ZARARI)	85.711.305	52.393.527

Tablo 3: Örnek Şirkete Ait NOPAT Hesaplaması

<u>NOPAT'ın Hesaplanması</u>		
+ Satışlar	694.538.817.-	
- Satışların Maliyeti	(525.630.174.-)	
- Faaliyet Giderleri	(62.627.828.-)	
+ Faaliyet Kârı	106.280.815.-	
+ Diğer Faaliyetlerden Olan Gelir ve Kârlar	13.154.046.-	
Düzeltilmiş Vergiler		
+ Kurumlar Vergisi	19.137.790.-	
- Ertelenmiş Vergiler	(195.760.-)	
+ Finansman Harcamalarının Vergi Kalkanı	3.513.150,8.-	(19.281.838 x %18,22)
- Finansman Gelirlerinin Vergi Yüğü	(891.291,8.-)	(4.891.832 x %18,22)
Toplam Düzeltilmiş Vergiler	21.563.889.-	
+ Şerefîyelerin Amortismanı	-	
<u>NOPAT</u>	<u>97.870.972.-</u>	

Tablo 4: Örnek Şirkete Ait Yatırılan Sermaye Hesaplaması

<u>Yatırılan Sermayenin (IC) Hesaplanması</u>	
(Finanslama Yaklaşımına Göre)	
+ Özsermayenin Defter Değeri	415.539.423.-
+ Kısa Vadeli Faizli Yabancı Kaynaklar	8.628.594.-
+ Uzun Vadeli Yabancı Kanakların Cari Kısmı	21.522.113.-
+ Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	46.671.366.-
+ Aktifleştirilmiş Faaliyet Kiralaması Yükümlülükleri*	-
+ Faaliyet Kiralamalarının Bugünkü Değeri*	-
<u>Yatırılan Sermaye (IC)</u>	<u>492.361.496.-</u>

(*Ulusal Muhasebe Standartları Kurumu (UMSK) Ocak 2016'da UFRS 16 "Kiralama İşlemleri" standardını yayınlamıştır. Yeni standart, faaliyet kiralaması ve finansal kiralama ayırımı ortadan kaldırarak kiracı durumundaki şirketler için birçok kiralamanın tek bir model altında bilançoya alınmasını gerektirmektedir. Kiralayan durumundaki şirketler için muhasebeleştirme büyük ölçüde değişmemiş olup faaliyet kiralaması ile finansal kiralama arasındaki fark devam etmektedir.)

$$EVA_t = NOPAT_t - (IC_{t-1} \times k_{WACC})$$

(Mali tablo eklerine göre ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %16,75 olarak hesaplanmıştır)

$$EVA = 97.870.972 - (492.361.496 \times \%16,75)$$

$$EVA = \underline{\underline{14.908.059,9.-}} \text{ TL olmaktadır.}$$

BORÇ değişkeninin modele dahil edilmesinin nedenini ise aşağıdaki gibi açıklamak mümkündür:

Modigliani ve Miller (1958), kusursuz çalışan sermaye piyasalarının varlığı ve vergi yükünün bulunmadığı varsayımı altında, kaldıraçlı ve kaldıraçsız firmaların sundukları yatırım fırsatları bakımından benzer oldukları, firmaların yatırım politikasına etki eden faktörlerin, yapılacak olan yatırımın, firmanın kârlılığına, nakit akışlarına veya değerine ne kadar katkıda bulunduğunun önemli olduğu fikrini savunuyorlardı. Dolayısıyla bu görüşe göre finansal kaldıraç yatırım kararlarını etkilememekteydi. Ancak sermaye piyasaları kusursuz çalışsa bile, vergi yükünün varlığı ve hatta faiz yükünün vergi üzerinde kalkan etkisi (tax shield) yarattığı düşünüldüğünde; finansal kaldıraç, şirketin hisse başına kazançlarının, sermaye yapısındaki değişiklikler neticesinde faaliyet gelirlerindeki değişimlere duyarlılığını ifade etmekte olup aynı zamanda, şirketin hisse başına kazancını artırmak için kullandığı borç finansmanının ölçüsü olarak da ifade edilmektedir (Pandya, 2016: 41). Dolayısıyla borç, firma kârı ve hisse başına kazanç üzerinde etkili bir değişken olmaktadır. Çalışmada kaldıraç oranı olarak (Yatırılan Sermaye - zkaynaklar) / Yatırılan Sermaye formülü kullanılmıştır.

Model dahilindeki değişkenlere ait veriler 1996: 1. eyrek ile 2016: 4. eyrek arasındaki dönemi kapsamakta olup, hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören *imalat sanayii* alt kolu olan *taş ve toprağa dayalı sanayi firmaları* içerisinde yer alan *imento sektörüne* ilişkindir.

4.2.1.2. Birim Kök Testleri

Zaman serileri kullanılarak yapılan tüm analizlerde öncelikle serilerin durağanlık düzeylerinin belirlenmesi gerekmektedir. Granger ve Newbold (1974) durağan olmayan zaman serileri kullanılarak tahmin edilen modellerin sahte regresyonlar şeklinde olacaklarını ve bu modellerden elde edilen katsayıların gerçek ilişkiyi yansıtmayacağını belirtmektedir. Bu amaçla çalışmada *Sınır Testi (Bound Test)* ve *ARDL* yöntemine geçmeden önce serilerin durağanlık düzeylerini belirlemek için birim kök testleri yapılmaktadır.

Bir serinin uzun dönemde sahip olduğu özellik, değişkenin bir önceki dönemde aldığı değerinin bu dönemi nasıl etkilediğinin belirlenmesiyle ortaya çıkarılabilmektedir. Bu nedenle serinin nasıl bir süreçten geldiğinin anlaşılabilmesi

için, serinin her dönemde aldığı değerin daha önceki dönemlerdeki değerleriyle regresyonunun bulunması gerekmektedir. Bu gereklilik bağlamında, geliştirilen birim kök testleri ile serilerin durağan olup olmadıkları belirlenebilmektedir. Serilerin durağanlık seviyelerini yani I(0) veya I(1) olduğunu belirlemek, sınır testi için önemli bir aşamayı oluşturmaktadır. Tüm serilerin orijinal seviyelerinde (I(0)) olması halinde sınır testi yapılmasına ihtiyaç duyulmaksızın standart tahmin yöntemleri ile regresyon kurulabilmektedir. Bu çalışmada serilerin durağanlık düzeylerini belirlemek için kullanılan testler, sırasıyla, Dickey ve Fuller (1979) tarafından geliştirilen *Augmented Dickey Fuller* (ADF) ve Phillips ve Perron (1988) tarafından geliştirilen Phillips-Perron (PP) birim kök testleridir. Kurulan hem sabitli hem de sabitli ve trendli regresyon modellerine uygulanan bu testlere ilişkin sonuçlar çalışmanın *Ampirik Bulgular* kısmında Tablo 5’de verilmektedir.

4.2.1.3. Sınır Testi ve ARDL Yöntemi

Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilen sınır testi ve ARDL yaklaşımı serilerin hem aynı hem de farklı düzeyde durağan oldukları durumlarda kullanılabilir. Söz konusu test iki aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada seriler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı araştırılırken, ikinci aşamada uzun dönem denkleminde elde edilen hata terimleriyle Pesaran ve Shin (1999) tarafından geliştirilen ARDL yöntemi ile değişkenler arası kısa dönem denklemini veren hata düzeltme modeli tahmin edilmektedir. Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığına, hesaplanan F istatistiği ile Pesaran, Shin ve Smith (2001)’in çalışmasında belirtilen kritik sınır değerlerinin karşılaştırılması sonucunda karar verilmektedir. Bu karşılaştırma yapılırken öncelikle modeldeki değişkenlerin bütünleşme derecelerinin aynı olup olmadığı dikkate alınmaktadır.

Sınır testinde, modelde kullanılan her bir değişkeni bağımlı değişken kabul ederek sınırlandırılmamış bir hata düzeltme modeli tahmin edilmektedir. MVA’nın bağımlı değişken olarak kabul edildiği bu çalışmada, tahmin edilecek sınırlandırılmamış koşullu hata düzeltme modeli (Unrestricted conditional error correction model) aşağıdaki gibidir (Denklem 2):

$$\Delta MVA_t = c_0 + c_1 t + \delta_1 MVA_{t-1} + \delta_2 EVA_{t-1} + \delta_3 BORC_{t-1} + \sum_{i=1}^p \lambda_i \Delta MVA_{t-i} + \sum_{i=0}^p \omega_i EVA_{t-i} + \sum_{i=0}^p \phi_i \Delta BORC_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Denklem 2’de yer alan c_0 sabit terimi, δ_1, δ_2 ve δ_3 değişkenlere ait uzun dönem katsayılarını, Δ ise değişkenlerin birinci farklarını temsil etmektedir. Söz konusu eşitlik en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmektedir. Akaike (Akaike Information Criterion-AIC) ve Schwarz (Schwarz Information Criterion-SIC) bilgi kriterleri tarafından önerilen gecikme değerleriyle tahmin edilen modelin hata terimlerinde ardışık bağımlılığın olmaması oldukça önemlidir (Pesaran ve Shin, 1999).

Sınır testinde hesaplanan F istatistiki değerinin Pesaran, Shin ve Smith (2001)’in çalışmasında belirtilen üst sınır kritik değerlerden büyük olması halinde, seriler arasında seviye ilişkisinin olmadığı şeklinde kurulan boş hipotez reddedilerek alternatif hipotez kabul edilmektedir. Alternatif hipotezin kabul edilmesi ile değişkenler arası uzun dönemli bir ilişkinin olduğu noktasında bir çıkarım yapmak mümkündür. Hesaplanan F istatistiki değerinin alt sınır kritik değerden küçük olması durumunda ise boş hipotez kabul edilmekte ve değişkenler arası uzun dönem seviye ilişkisi olmadığı yorumu yapılmaktadır.

Sınır testi ile aralarında uzun dönemli ilişki olduğu belirlenen serilerin uzun ve kısa dönem ilişkilerini gösteren regresyonlara ARDL yöntemi yardımıyla ulaşılmaktadır. Uzun dönemli eşitliklerin elde edilebilmesi için yapılması gereken ilk işlem AIC ve SIC tarafından önerilecek uygun gecikme uzunluklarının tespit edilmesidir. Sonrasında ise bulunan uygun gecikme uzunluklarına göre uzun dönem ARDL modeli oluşturulmaktadır. Çalışmada tahmin edilecek uzun dönem ARDL modeli aşağıdaki gibidir (Denklem 3):

$$MVA_t = c_0 + \sum_{i=1}^{p_1} \alpha_i MVA_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \beta_{1i} EVA_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \beta_{2i} BORÇ_{t-i} + \varepsilon_t \quad (3)$$

ARDL yönteminde son olarak kısa dönem ilişkilerini veren koşullu hata düzeltme modeli elde edilmektedir. Tahmin edilecek hata düzeltme modeli ise aşağıdaki gibidir (Denklem 4):

$$\Delta MVA_t = \mu + \sum_{i=1}^p \delta_i \Delta MVA_{t-i} + \sum_{i=0}^p \theta_i \Delta EVA_{t-i} + \sum_{i=0}^p \varphi_i \Delta BORÇ_{t-i} + \vartheta ECM_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4)$$

Denklem 4'te yer alan δ_i , θ_i ve φ_i kısa dönemli parametreleri ifade etmektedir. ϑECM_{t-1} ise, hata düzeltme terimidir. Hata düzeltme mekanizmasının iyi çalışması için uyarılma katsayısının negatif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlı olması gerekmektedir. Ayrıca, kısa dönemli regresyon tahminlerinin güvenilirliği için Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık testi, Jarque-Bera normallik testi ve White değişen varyans testlerinin uygulanması gerekmektedir.

4.2.2. Ampirik Bulgular

Çimento sektöründe EVA'nın MVA üzerindeki etkilerini test etmek amacıyla öncelikle serilerin durağanlık düzeyleri tespit edilmektedir. Serilerin durağanlık düzeylerinin tespitine yönelik ADF ve PP birim kök test sonuçları Tablo 5'de verilmektedir.

Tablo 5: Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler	Düzye				Birinci Fark			
	ADF ^a	PP ^a	ADF ^b	PP ^b	ADF ^a	PP ^a	ADF ^b	PP ^b
<i>MVA</i>	-1,825 (0,366)	-1,881 (0,339)	-2,834 (0,189)	-2,834 (0,189)	-10,055* (0,000)	- 10,396* (0,000)	-9,980* (0,000)	-10,315* (0,000)
<i>EVA</i>	-1,151 (0,691)	-5,512* (0,000)	-2,139 (0,516)	-8,390* (0,000)	-6,609* (0,000)	- 27,141* (0,000)	-6,560* (0,000)	-27,112* (0,000)
<i>BORÇ</i>	-1,810 (0,373)	-1,810 (0,373)	-1,437 (0,842)	-1,436 (0,843)	-9,129* (0,000)	-9,129 (0,000)	-9,273* (0,000)	-9,273* (0,000)
<i>Anlamlılık Düzeyi</i>	<i>Kritik Değerler</i>							
<i>%1</i>	-3,508		-4,068		-3,508		-4,068	
<i>%5</i>	-2,895		-3,462		-2,895		-3,462	
<i>%10</i>	-2,584		-3,157		-2,584		-3,157	
a: Regresyon, sadece sabit terim içermektedir.								
b: Regresyon, sabit ve doğrusal trend değişkeni içermektedir.								
*, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.								

Sonuçlar, modelin bağımlı değişkeni olan *MVA*'nın hem ADF hem de PP birim kök testlerine göre düzeyde durağan olmayıp, birinci farkı alındığında durağanlaştığını göstermektedir. *EVA* değişkeni ise ADF birim kök testine göre birinci farkı alındığında durağanlaşmaktadır. Buna karşın, PP birim kök testine göre ise *EVA* değişkeni hem düzeyde hem de birinci farkı alındığında durağanlaşmaktadır. Son olarak, modele kontrol değişkeni olarak dahil edilen *BORÇ* değişkeninin hem ADF hem de PP birim kök testine göre, birinci farkı alındığında durağanlaştığı görülmektedir. Kısaca ifade etmek gerekirse, modelde kullanılan tüm değişkenlerin, birinci farkları alındığında durağanlaştıklarını söylemek mümkündür.

Serilerin durağanlık düzeyleri belirlendikten sonra, seriler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı sınır testi ile tespit edilmektedir. Koşullu sınır testi yaklaşımının ilk aşamasını Denklem 2'de ifade edilen en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmesi oluşturmaktadır.

Koşullu hata düzeltme modeli kurulmadan önce modele ilişkin uygun gecikme uzunluklarının belirlenmesi gerekmektedir. Uygun gecikme uzunluklarının belirlenmesinde AIC ve SIC tarafından önerilen p değeriyle kurulan modelde birinci ve dördüncü dereceden otokorelasyonun varlığı Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) istatistiği ile test edilmektedir. Model için uygun gecikme uzunluğu otokorelasyonsuz en küçük Akaike/Schwarz değeridir (Tablo 6).

Tablo 6: AIC ve SIC Sonuçları

p	<i>Sabitli Model</i>				<i>Sabitli ve Trendli Model</i>			
	AIC	SIC	$\chi^2(1)$	$\chi^2(4)$	AIC	SIC	$\chi^2(1)$	$\chi^2(4)$
1	-1,181	-1,009	0,002 (0,966)	7,990 (0,091)	-1,166	-0,966	0,080 (0,776)	8,569 (0,072)
2	-1,229	-0,970	6,961 (0,008)	13,815 (0,007)	-1,211	-0,924	8,345 (0,003)	14,639 (0,005)
3	-1,347	-1,001	0,402 (0,525)	5,973 (0,201)	-1,376	-0,999	1,913 (0,167)	7,524 (0,110)
4	-1,336	-0,899	0,008 (0,780)	3,388 (0,495)	-1,372	-0,905	0,001 (0,982)	4,207 (0,378)
Gecikme Uzunluğu AIC: 3 Gecikme Uzunluğu SIC: 1					Gecikme Uzunluğu AIC: 3 Gecikme Uzunluğu SIC: 3			
<p>p; AIC ve SIC kriterleri tarafından önerilen gecikme uzunluklarıdır. $\chi^2(1)$ ve $\chi^2(4)$; serilerin 1. ve 4. derecede kalıntılarında ardışık bağımlılığı kontrol eden LM test istatistiğidir. χ^2 istatistiğine ait p-değerleri ise, LM istatistik tahminlerinin altında parantez içinde yer almaktadır.</p>								

Kurulan model için uygun gecikme uzunlukları AIC ve SIC değerlerine göre belirlenmekte olup, söz konusu gecikme uzunluklarında otokorelasyona rastlanmamaktadır. Gecikme uzunluklarının belirlenmesinden sonra, seriler arasında uzun dönemli seviye ilişkisinin tespiti için sınır testi sonuçlarına bakılmaktadır (Tablo 7).

Tablo 7: Sınır Testi Sonuçları

<i>Trendli Model</i>			<i>Trendsiz Model</i>			
p	F-iv	F-v	t-v	p	F-iii	t-iii
3	4,709 (0,002)	6,044* (0,001)	-3,946 (0,001)	1	3,304 (0,024)	-3,135 (0,002)
3	4,709 (0,002)	6,044 (0,001)	-3,946 (0,001)	3	4,826 (0,004)	-3,385 (0,001)

- F-iv, Eşitlik 2' de bulunan $\delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = 0$ ve $c_1 = 0$ sınaması yapan F-istatistiği iken; F-v yalnızca $\delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = 0$ sınaması yapan bir F istatistiğidir.
- F-iii, c_1 katsayılı trendin sıfıra eşit olması halinde $\delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = 0$ durumuna yönelik bir F istatistiğidir.
- t-v trendin olması, t-iii ise trendin olmaması halinde Eşitlik 2'ye ait $\delta_1 = 0$ sınaması yapan t-istatistikleridir.
- k =2 için %5 anlam düzeyinde alt ve üst sınırlar:
F-iv: [5,17 – 6,15], F-v : [4,87 – 5,85], F-iii : [3,79 – 4.85], t-iii : [-2,57 : -3,21], t-iv : [-3,13 - -4,34].

Elde edilen sonuçlara göre %5 anlamlılık düzeyinde sadece F-v istatistiğinin kritik üst değerleri aştığı görülmektedir. Tablo 7'de verilen istatistiki değerlerden birinin kritik değerleri aşması durumunda seriler arasında seviye ilişkisi olmadığını belirten boş hipotez reddedilmektedir (Pesaran, Shin ve Smith, 2001).

Seriler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı test edildikten sonra uzun dönem ilişkileri gösteren ARDL sonuçları Tablo 8'de verilmektedir.

Tablo 8: ARDL (3.0.1) Modeli Tahmin Sonuçları ve Uzun Dönem Katsayıları

<i>Sabitli Model (3.0.1)</i>			<i>Sabitli ve Trendli Model (3.0.1)</i>		
Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği	Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
<i>EVA</i>	-54,889	-1,968 (0,052)	<i>EVA</i>	-34,610	-1,237 (0,219)
<i>BORÇ</i>	-0,113	-4,486 (0,000)	<i>BORÇ</i>	-0,070	-1,723 (0,088)
<i>C</i>	2,610	6,250 (0,000)	<i>C</i>	2,072	3,775 (0,000)

Not: Parantez içindeki değerler p olasılık istatistiğini temsil etmektedir. Seçilen model: ARDL (3.0.1)

Tablo 4’de verilen uzun dönem katsayı tahmin sonuçlarına göre; sabitli model için EVA’nın MVA etkisi negatif yöndedir. Benzer şekilde uzun vadeli borçlanmada da MVA’yı negatif yönde etkilemektedir. Sabitli modelden elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak da anlamlı gözükmemektedir. Sabitli ve trendli modelde de -yine benzer şekilde- her iki bağımsız değişkenin MVA üzerinde negatif yönlü etkilerinin olduğu görülmektedir. Ancak, sabitli ve trendli model sonuçları istatistiksel açıdan anlamlı gözükmemektedir. EVA değişkeni uzun dönemde belirgin bir trend içerisinde değildir. Dolayısıyla sabitli modelin sonuçlarının anlamlı olması modeli destekler niteliktedir.

Tablo 9’da modelin kısa dönem katsayı tahminleri yer almaktadır. Kısa dönem katsayılarının tahmininde hata düzeltme katsayısının negatif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlı çıkması beklenmektedir.

Tablo 9: Hata Düzeltme Modeli ve Kısa Dönem Katsayıları

<i>Sabitli Model</i>			<i>Trendli ve Sabitli Model</i>		
Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği	Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
$\Delta MVA(-1)$	0,726	7,154 (0,000)	$\Delta MVA(-1)$	0,713	6,985 (0,000)
$\Delta MVA(-2)$	0,313	2,391 (0,019)	$\Delta MVA(-2)$	0,306	2,337 (0,022)
$\Delta MVA(-3)$	-0,245	-2,593 (0,011)	$\Delta MVA(-3)$	-0,267	-2,760 (0,007)
ΔEVA	-11,309	-1,937 (0,056)	ΔEVA	-8,570	-1,338 (0,184)
$\Delta BORÇ$	0,054	1,772 (0,080)	$\Delta BORÇ$	0,057	1,848 (0,068)
$\Delta BORÇ(-1)$	-0,078	-2,5422 (0,013)	$\Delta BORÇ(-1)$	-0,074	-2,413 (0,000)
C	0,538	4,009 (0,000)	C	0,513	3,769 (0,000)
$ECM(-1)$	-0,198	-4,374 (0,000)	$ECM(-1)$	-0,238	-4,5964 (0,000)
R^2	0,931		R^2	0,932	
F -istatistiği	173,393 (0,000)		F -istatistiği	148,927 (0,000)	
<i>Durbin-Watson</i>	2,001		<i>Durbin-Watson</i>	2,009	
X^2_{BGAB}	0,015 (0,988)		X^2_{BGAB}	0,039 (0,961)	
X^2_{WDV}	0,648 (0,690)		X^2_{WDV}	0,685 (0,683)	

Tablo 9 incelendiğinde uzun dönemde olduğu gibi kısa dönemde de EVA’nın MVA üzerinde negatif yönlü etkisinin olduğu görülmektedir. Uzun vadeli borçlanmanın ise MVA üzerinde kısa dönemde pozitif yönde bir etkisinin olduğunu söylemek mümkündür. Ancak, bir dönem gecikme sonucunda katsayının işaretinin negatif yönde olduğu görülmektedir. Sonuçlar genel olarak istatistiksel açıdan anlamlıdır. Ayrıca hem trendli hem de sabitli modellerin R^2 ve F istatistiklerinin makul seviyelerde olduğu görülmektedir.

X^2_{BGAB} istatistiği Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık testine ait değeri ifade etmektedir. Tablo 9’daki sonuçlara göre gerek trendli gerekse de sabitli model için

ardışık bağımlılık sorununun olmadığı görülmektedir. X^2_{WDV} ise modelde değişen varyans olup olmadığını sınımaya yarayan White değişen varyans test istatistiğidir. Test sonuçları tahmin edilen modelin sabit varyansa sahip olduğunu göstermektedir.



SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

1980'li yıllardan sonra iletişim, bilişim ulaştırma, ekonomi ve finans alanlarında meydana gelen hızlı gelişmeler mal ve hizmetler sektörünün yanında finans sektöründe etkilemiş olup hızlı bir dönüşüme sebep olmuştur. Bu süreçte sermayenin uluslararası hareketliliğinin artması sonucunda sermayesine en yüksek getiriye sağlamayı amaçlayan yatırımcıların alternatifleri de artmıştır. Bunun sonucunda işletmelerin sermayeyi elinde tutma zorunluluğu kâr maksimizasyonu amacının yerini hissedar değerini maksimum kılma amacının almasına yol açmıştır. Yönetim anlayışındaki bu değişiklik, faaliyetlerin değerlendirilmesinde ve finansal performansın ölçülmesinde hissedar değerinde meydana gelen değişmelerin hesaplanması gerekliliğini ortaya koymuştur. Bir başka ifadeyle işletmelerinin değer yaratmalarının yanı sıra yaratılan değer ölçülmesi de son derece önemli hale gelmiştir.

Finans literatürüne baktığımızda performans göstergesi olarak çok sayıda ölçüt kullanılmakla birlikte bu konudaki tartışmaların ve arayışların da devam ettiği görülmektedir. Bu ölçütler tarihi perspektif içinde muhasebeye dayalı ve değere dayalı performans ölçütleri olmak üzere sınıflandırılmaktadır. Değere dayalı ölçütler muhasebeye dayalı ölçütlerden daha yeni olmalarına rağmen, uygulamada her iki grubun da kullanıldığı görülmektedir. Bu ölçütler arasında sıklıkla kullanılan ölçütlerin EVA ve MVA olduğu literatürde görülmektedir.

Çıkış noktası "artık gelir"e dayanan ve Joel Stern ve G. Bennet Stewart danışmanlık firması tarafından tescil edilmiş olan EVA, vergi sonrası net faaliyet karından, yatırılan sermayenin maliyetinin çıkarılması yoluyla hesaplanan bir finansal performans ölçütüdür. EVA'nın temel felsefesi, bir işletmenin faaliyetleri sonucunda elde ettiği gelirin bu faaliyetleri gerçekleştirmek için kullandığı sermayenin maliyetini aşması gerektiği fikridir. Dolayısıyla EVA bakış açısı işletmenin faaliyetlerine odaklanmayı gerektirmektedir. Bu sayede yatırımcının sermayesini ve yöneticinin enerjisini değer yaratacak faaliyetlere yönlendirerek, değer yaratmayan veya değer tüketen faaliyetlerden kaçınılmasına katkı sağlamaktadır.

MVA'da EVA gibi Joel Stern ve G. Bennet Stewart danışmanlık firması tarafından geliştirilmiş olup, firmanın hissedar ve borç verenlerden sağladığı

sermayeye bir prim (artı değer) ilavesini gerçekleştirip gerçekleştirmediğini ölçen ve sermayenin kullanım etkinliğinin değerlendirilmesini sağlayan finansal performans ölçütüdür (Stewart, 1991: 184).MVA'yı EVA'dan ayıran temel özellikler; hesaplanmasında kullanılan değişkenlerin farklı olmalarının yanı sıra, EVA'nın içsel MVA'nın ise dışsal bir performans ölçütü olmasıdır. Yapılan pek çok çalışmada MVA'nın EVA'nın tamamlayıcısı olduğu vurgulanmakta olup, buna gerekçe olarak EVA'nın tek başına hisse senedi performansını açıklamada yetersiz kaldığı gösterilmektedir. EVA ve MVA ilişkisi hakkında yapılan çok sayıda çalışma bulunmakla birlikte, bu çalışmalarda bir fikir birliğine ve ortak bir sonuca ulaşıldığını söylemek mümkün değildir.

Çalışma da EVA-MVA arasındaki ilişki 1996:Q1-2016:Q4 döneminde hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören *imalat sanayii* alt kolu olan *taş ve toprağa dayalı sanayi* firmaları *çimento* sektöründen oluşan bir örneklem üzerinde uygulamıştır.

Çalışmada yapılan ekonometrik analizler kapsamında; *Sınır Testi (Bound Test)* ve *ARDL* yöntemleri uygulanmadan önce, serilerin durağanlık düzeyleri Dickey ve Fuller (1979) tarafından geliştirilen *Augmented Dickey Fuller (ADF)* ve Phillips ve Perron (1988) tarafından geliştirilen Phillips-Perron (PP) birim kök testleri ile tespit edilmektedir. Sonrasında, durağan olduğu tespit edilen seriler, serilerin hem aynı hem de farklı düzeyde durağan oldukları durumlarda kullanılabilen Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilen sınır testi ve ARDL yaklaşımı kullanılarak analiz edilmektedir. Söz konusu test iki aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada seriler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı araştırılırken, ikinci aşamada uzun dönem denkleminde elde edilen hata terimleriyle Pesaran ve Shin (1999) tarafından geliştirilen ARDL yöntemi ile değişkenler arası kısa dönem denklemini veren hata düzeltme modeli tahmin edilmektedir. Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığına, hesaplanan F istatistiği ile Pesaran, Shin ve Smith (2001)'in çalışmasında belirtilen kritik sınır değerlerinin karşılaştırılması sonucunda karar verilmektedir. Bu karşılaştırma yapılırken öncelikle modeldeki değişkenlerin bütünleşme derecelerinin aynı olup olmadığı dikkate alınmaktadır. Sınır testinde, modelde kullanılan her bir değişkeni bağımlı değişken kabul ederek sınırlandırılmamış bir hata düzeltme modeli tahmin edilmektedir.

Elde edilen uzun dönem katsayı tahmin sonuçlarına göre; sabitli model için EVA'nın MVA etkisi negatif yöndedir. Benzer şekilde uzun vadeli borçlanmada da MVA'yı negatif yönde etkilemektedir. Sabitli modelden elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak da anlamlı gözükmemektedir. Sabitli ve trendli modelde de -yine benzer şekilde- her iki bağımsız değişkenin MVA üzerinde negatif yönlü etkilerinin olduğu görülmektedir. Ancak, sabitli ve trendli model sonuçları istatistiksel açıdan anlamlı gözükmemektedir. EVA değişkeni uzun dönemde belirgin bir trend içerisinde değildir. Dolayısıyla sabitli modelin sonuçlarının anlamlı olması modeli destekler niteliktedir.

Bununla birlikte,uzun dönemde olduğu gibi kısa dönemde de EVA'nın MVA üzerinde negatif yönlü etkisinin olduğu görülmektedir. Borç değişkeninin ise MVA üzerinde kısa dönemde pozitif yönde bir etkisinin olduğunu söylemek mümkündür. Ancak, bir dönem gecikme sonucunda katsayının işaretinin negatif yönde olduğu görülmektedir. Sonuçlar genel olarak istatistiksel açıdan anlamlıdır. Ayrıca hem trendli hem de sabitli modellerin R^2 ve F istatistiklerinin makul seviyelerde olduğu görülmektedir.

Daha önce yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçlar üzerinde bir fikir birliğine varıldığını söylemek zordur. Literatür incelemesinde sunulmuş olan, Şamiloğlu (2004), Topal (2008), Yılmaz (2013), Yılmaz ve Bastı (2013), Nireesh ve Alfred (2014), EVA ile MVA arasındaki ilişkinin zayıf ve anlamsız olduğu sonucuna ulaşmış olmalarına rağmen Küçükkapılı (2011), Top (2013), Erem ve Akyüz (2014), Lefkowitz (1999), Janis vd. (2005), Pinto ve Santos (2011), Nakhaei ve Hamid (2013), Pruthy (2013), Bagherzadeh ve Joibary (2014), Muraleetharan ve Kosalathevi (2014), Madhavi ve Prasad (2015) ve Bognarova (2016) yapmış oldukları çalışmalarda EVA ile MVA arasında pozitif yönde ve anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yılgör (2005) ve Panigrahi vd. (2014)'de yapmış oldukları çalışmalarında EVA ile MVA arasında negatif yönde bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yılgör, 2005 yılında yaptığı çalışmada, çalışmaya konu firmaların 1997-2002 yıllarına ait verilerini incelemiş, elde ettiği bulgulara göre bazı işletmelerin pozitif ekonomik katma değer yarattıkları yıllarda piyasa katma değeri yaratamadıkları, bazı yıllarda ise negatif ekonomik katma değer elde etmelerine rağmen aynı yıllarda piyasa katma değeri yarattıklarını saptamıştır. Benzer şekilde

Panigrahi vd. 2014 yılında Malezyada'ki inşaat sektörü üzerine yaptıkları çalışmada EVA-MVA arasındaki ilişkiyi araştırmışlar, çalışmadan elde ettikleri bulgular sonucunda, EVA ve MVA arasında %62,4'lık negatif yönlü bir korelasyon tespit etmişlerdir. Çalışmadan elde ettiğimiz bulgulara göre ulaşılan sonuçlar Yılgör (2005) ve Panigrahi vd. (2014)'ni doğrular niteliktedir.

Çalışma farklı ekonometrik modeller kullanılarak (kırılmalı modeller gibi), örneklem genişletilerek farklı sektörlerle uygulanabilir ve/veya farklı sektörlerde uygulanarak karşılaştırılabilir.



KAYNAKÇA

- Abate, J. A., J. L. Grant and G. B. Stewart, III (2004), The EVATM Style of Investing: Emphasizing the Fundamentals of Wealth Creation, *The Journal of Portfolio Management*, Summer: 61-72.
- Abdulkadir, H., Masinaei, R., Rahmani, N., (2011). Long-Term Effects of Bank Consolidation Program in a Developing Economy, *Journal of Asia Pacific Business Innovation and Technology Management* .Volume 1, No. 1, P. 20-30.
- Agrawal, A.K., (2012). Corporate governance objectives of labor union shareholders: Evidence from proxy voting, *Review of Financial Studies*, 25(1), 187-226.
- Akdoğan, N., Tenker, N., (2001). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, Gazi Kitabevi (7. Baskı)
- Akgüç, Ö., (1998), *Finansal Yönetim*, 7. Baskı, Avcıol Basın-Yayın, İstanbul.
- Alexei, S., (2012). Economic Value Added (Eva) – Main Indicator In Measuring The Value Creation Of The Target Corporation Inc., *Ijrras 12 (1) July 2012*, www.arpapress.com/Volumes/Vol12Issue1/IJRRAS_12_1_06.pdf
- Al-Omush, A. M., (2014). *The Association between Accruals, Economic Value Added, and Cash Value Added and the Market Performance of UK and US Firms*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, University of the West of England.
- Anderson, A. M., Roger P. B., Samuel C. W., (2004) *Economic Value Added Adjustments: Much to Do About Nothing*, A proposal for possible presentation at the Midwest Finance Association Meetings.
- Arman, T. T., (2005). *Hisse Senedi Degerlemesi*, Literatür Yayıncılık, Yayın No: 458, İstanbul.
- Artikis, P. G., (2008), *Wealth Added Financial Management Research*, MIBES E-BOOK, JEL Classification: G14, G30, pp., 2-17.
- Atkinson, A. A.; R. P. Booth, Balakrishnan; J. M. Cole, T. Groot, T. Malmi, H. Roberts, E. Uliana and A. Wu, (1997). *New Directions in Management*

Accounting Research, *Journal of Management Accounting Research*, Vol. 9, pp.79-108.

Aydeniz, A. S. (2009). Makroekonomik Göstergelerin Firmaların Finansal Performans Ölçütleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma: İMKB'ye Kote Gıda ve İçecek İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 27 (2), 263-277.

Bastı, E., 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*, Cilt: 50, Sayı: 578

Bayrakdaroğlu, A., ve Ünlü, U., (2009). Performans Değerlemede EVA ve MVA Ölçütleri: Bu Ölçütler Açısından İmkb ve Nyse'nin Karşılaştırmalı Analizi, *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*, C. 14, ss. 287-312.

Bayrakdaroğlu, A., (2009). *Hissedar Değeri ile Geleneksel Ve Çağdaş Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişki: İmkb Şirketleri Üzerine Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.

Biddle, G. C., R. M. Bowen and J. S. Wallace., (1999). Evidence on EVA™, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12(2): 18-31.

Birkan, R., (2015). *Finansal Performansın Ölçülmesinde Ekonomik Katma Değer ve Bankacılık Sektöründe Piyasa Değeri ile İlişkisinin Analizi (2004-2013 Borsa İstanbul Uygulaması)*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara

Blair, A. (1997), Watching the New Metrics, *Management Today*, pp., 48 - 50.

Bontis, N., N. C. Dragonetti, K. Jacobsen And G. Roos (1999), The Knowledge Toolbox: A Review of the Tools Available to Measure and Manage Intangible Resources, *European Management Journal*, Vol. 17(4): 391-402.

- Boston Consulting Group, (2003). Back to Fundamentals: Value Creators Report, [http:// www.bcg.com](http://www.bcg.com), pp. 18- 20, 38, 39, 79- 81.
- Brealey, R. A. And S. C. Myers (2000). *Principles Of Corporate Finance*, 4th Edition, Irwin Mcgraw-Hill Publications, New York.
- Brigham E. F. & Ehrhardt, MC. (2002). *Financial Management: Theory and Practice. 4th Ed.*, United States of America: Harcourt College Publishers.
- Brigham, E.F.,& Houston, J.F. (2001). *Fundamentals of Financial Management: Concise Third Edition*, Mason, Ohio: South-Western College Publications.
- Bukvič, V., (2014). Value Based Management With A Practical Example, Human Capital without Borders: Knowledge and Learning for Quality of Life, *Management, Knowledge ve Learning International Conference*, Slovenia.
- C.J.W. Granger, P. Newbold, (1974). Spurious Regressions in Econometrics. *Journal of Econometrics*, 2, 111-120.
- Cagle, L.; Smythe, J. T.; Fulmer, J. (2003). Implementing EVA: One Company's Story, *Journal of Corporate Accounting and Finance* 14(3): 65–70.
- Çakıcı, C. (2008). *Ekonomik Katma Değer EVA Yaklaşımı*, Beta Basım Yayın, İstanbul.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2008). *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa: Ekin Kitabevi
- Chen, S.And J. L. Dodd (1997).Economic Value Added (Evatm): An Empirical Examination of a New Corporate Performance Measure, *Journal of Managerial Issues*, Vol. 9(3): 318-333.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (1994). *Valuation: Managing and measuring the value of companies (2nd ed.)*. John Wiley & Sons., New York
- Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1995-2000) *Valuation*, John Wiley and Sons, Inc., New York.
- Coşkun, A., (2006). *Stratejik Performans Yönetimi ve Performans Karnesi*, Literatür Yayıncılık, Yayın No:430, İstanbul.

- Damodaran A. (2000) *Value Creation and Enhancement: Back to the Future.*, Stern School of Business, New York
- Demirci, N. S., (2013). *Hisseleri Borsa İstanbul'da İşlem Gören Kobi'lerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler: Panel Veri Analizi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, A.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Demirgüneş, H. N. K., (2009), "Ekonomik Katma Değerin Hisse Senedi Getirileri ve Firma Değeri Üzerine Etkisi", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde.
- Dickey, D.A. Fuller, W.A., (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Journal of American Statistical Association*, 74, 427-431.
- Dimitris, K.; Anastassis, C. (2007). The Validity of The Economic Value Added Approach: An Empirical Application, *European Financial Management* 13(1): 71–100.
- Drucker, P.F. (1995), The Information Executives Truly Need, *Harvard Business Review*, January- February, 54-62.).
- Ehrbar, A. (1998). *EVA: The Real Key to Creating Wealth.*, New York: John Wiley & Sons.
- Ehrbar, A. (1999). Using EVA Registered Trademark to Measure Performance and Assess Strategy, *Strategy & Leadership*, 27(3), 20-24.
- Erasmus, P. D., (2008). *Evaluating Value Based Financial Performance Measures*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Stellenbosch.
- Ercan, M. K., Ban, Ü. (2009). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*, 5. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Ercan, M.K., Öztürk, M. B., Demirgüneş, K., (2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Ergincan, Y. (2001). *EVA-Economic Value Added ve MVA-Market Value Added: İMKB'deki Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Ekonometrik Bir Analiz*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul,

- Ertuğrul, M., (2005), Finansal Performans Ölçümünde Dönüşümlerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı: 1, Cilt: 9 (1), 19-46
- Ertuğrul, M., (2009). Değere Dayalı Performans Ölçüsü Olarak Ekonomik Katma Değerin Kuramsal Temelleri : Dünyada Ve Türkiye’de Uygulamaları, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı: 24.
- Fama, E.F.,& French, K.R. (1992). The Cross-Section of Expected Returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Ferguson, R., J. Rentzler And Y. Susana (2005), Does Economic Value Added (EVA™) Improve Stock Performance Profitability?, *Journal of Applied Finance*, Vol. 15(2): 101-113.
- Fındık, H., (2013). Finansal Performansın Değer Odaklı Ölçülmesi: Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Yıl 5 - Sayı 8.
- Forker, J.,& Powell, R. (2008). A Comparison of Error Rates for EVA, Residual Income, GAAP-Earnings and Other Metrics Using a Long-Window Valuation Approach., *European Accounting Review*, 17(3), 471-502.
- Goldberg, S. R., (1999). Economic Value Added: A Better Measure for Performance and Compensation?, *The Journal of Corporate Accounting and Finance*, Vol. 11(1): 55-67.
- Gvozdanovic, I., (2010). Application of Financial Performance Measures to New Performance Measurement Tools, *Swiss Management Center – Transknowledge Campus*, SMC University.
- Hajiabbasi, M., Kaviani, M., Largani, N. S., Largani, M. S., Montazeri, H., (2012). Comparison of Information Content Value Creation Measures (EVA, REVA, MVA, SVA, CSV and CVA) and Accounting Measures (ROA, ROE, EPS, CFO) in Predicting the Shareholder Return (SR) Evidence from Iran Stock Exchange, *ARP Journal of Science and Technology*, VOL. 2, NO. 5, June 2012, 517-521

- Haldar, A., (2015). Economic Value Added: Corporate Performance Measurement Tool, *Corporate Board: Role, Duties & Composition* / Volume 11, Issue 1, 2015
- Halis, M., Tekinkuş, M., (2003). *Kamuda Performans Yönetimi, Kamu Yönetiminde Çağdaş Yaklaşımlar*, Seçkin Yayınları, Ankara.
- <http://www.investopedia.com/terms/f/financialperformance.asp> (Erişim Tarihi: 11.08.2017)
- https://www.12manage.com/methods_value_based_management.html, Erişim Tarihi: 10.08.2017
- Hundal, S., (2015). Economic Value Added (EVA), Agency Costs and Firm Performance: Theoretical Insights Through the Value Based Management (VBM) Framework, *Finnish Business Review*, Published online: May 21, 2015 <http://urn.fi/urn:nbn:fi:jamk-issn-2341-9938-5>
- Işığışok, E., (2008). Performans Ölçümü, Yönetimi ve İstatistiksel Analizi, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, :7.
- Kabadayı, E. T., (2002). İşletmelerdeki Üretim Performans Ölçütlerinin Gelişimi, Özellikleri ve Sürekli İyileştirme ile İlişkisi, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 2002/6. ss.61-75.
- Kabakçı, Y., (2007). *Sermaye Yapısının Firmaların Finansal Performansı Üzerine Etkisi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Kaplan, R. S., Atkinson, A. A., (1998). *Advanced Management Accounting*, Prentice Hall, New Jersey.
- Karaman, R., (2009). İşletmelerde Performans Ölçümünün Önemi ve Modern Bir Performans Ölçme Aracı Olarak Balanced Scorecard, *Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 16.
- Karan, M. B.(2001). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Yayınevi, Ankara.
- Keown, A. J., Martin, J. D., Petty, J. W., & Scott, D. F., Jr. (2008). *Foundations of Finance: The Logic and Practice of Financial Management (6th ed.)*, Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.

- Keown, A.J., Martin, J.D., Petty, J.W., & Scott, Jr. D.F. (2005). *Financial Management: Principles and Application .10th Ed.* USA: Pearson Prentice Hall.
- Kim, W., (2006). EVA and Traditional accounting Measures: Which Metric is a Better Predictor of Market Value of Hospitality Companies?, *Journal of Hospitality & Tourism Research*, Vol. 30, No.1.
- Koller, T., (1994) *What is Value-based Management?*, (An excerpt from *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Second Edition), The McKinsey Quarterly, Number: 3.
- Koller, T., Peacock, J., (2002), *Time for CFO's to Step Up*, The Mc Kinsey Quarterly, Vol: 2, February
- Kovsca, V., Dvorski, S., Dobrinic, D., (2006), An Enterprise Odyssey, *International Conference Proceedings*; Jun 15-Jun 17, Zagreb: 1228-1244.
- Koyuncu, B., (2010). *Değere Dayalı Ve Geleneksel Finansal Performans Ölçütlerinin Karşılaştırmalı Analizi: İmkb'de Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, A.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- Kuchta, D., Sukpen, J., (2011). *Value-Based Management (VBM) And the Place of Risk in this Management Approach*, Information System Architecture and Technology, Wroclaw University of Technology.
- Largani, M. S., Kaviani, M., Abdollahpour, A., (2012). A review of The Application of The Concept of Shareholder Value Added (SVA) in Financial Decisions, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40.
- Lehn, K., & Makhija, A. K. (1997). EVA, Accounting Profits and CEO Turnover: An Empirical Examination 1985-1994. *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(2), 90-97.
- Lovata, L. M. and Costigan, M. L., (2002). Empirical Analysis of Adopters of Economic Value Added, *Management Accounting Research*, Vol. (13(2): 215-228.
- Madden, B. J., (1999). *CFROI Valuation: A Total Systems Approach to Valuing the Firm.*, Woburn, N4A: Butterworth-Heinemann.

- Maditinos, D. I., Šević, Ž., Theriou, N.G., (2006). Economic Value Added (EVA®). Is it really the best performance measure? A Review of the Theoretical and Empirical Literature. The case of Athens Stock Exchange (ASE), *Review of Economic Sciences*, TEI of Epirus, Forthcoming, s., 6-7
- Magni, C. A., (2004). Modeling Excess Profit, *Economic Modeling*, Vol. 21: 595-617.
- Mahoney, R. L., (2011). *EVA Momentum as a Performance Measure in The United States Lodging Industry*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Iowa State University.
- Marshall, A., (1890). *Principles of Economics*, MacMillan & Co., New York, Vol. 1.
- Martin, J. D. and Petty, J. W., (2000). *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*, Harvard Business School Press, United States of America.
- Miller, M., and Modigliani, M. (1958), The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, Vol.48, pp. 261-297
- Mouritsen, J., (1998). Driving Growth: Economic Value Added versus Intellectual Capital, *Management Accounting Research*, Vol. 9: 461-482.
- O'Byrne, S.F. (1999). EVA and its Critics., *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(2), 92-96.
- Obrycki, D.J., & Resendes, R. (2000). *Economic Margin: The Link Between EVA and CFROI*. In F.J. Fabozzi, (ed), & J.L. Grant, (ed). *Value-based metrics: Foundations and practice*. New York: John Wiley and Sons.
- Ottosson, E. and Weissenrieder, F. (1996). Cash Value Added- Anew Method for Measuring Financial Performance, *Gothenburg Studies in Financial Economics*, Study NO: 1, Available at SSRNID 58436, pp. 2- 7.
- Özgülbaş, N., (2001). *Hastanelerde Teknik ve Finansal Performans İlişkisi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sağlık Bilimleri Enstitüsü, Ankara.

- Öztürk, M. B., (2004). Finansal Performansın Ölçülmesinde Alternatif Bir Yöntem: Ekonomik Katma Değer, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 18(3-4): 351-368.
- Pall, G.A., (2000). *The Process Centered Enterprise*, St. Lucie Press.
- Pandya, B., (2016). Impact Of Financial Leverage On Market Value Added: Empirical Evidence From India, *Journal of Entrepreneurship, Business and Economics*, Vol. 4, No. 2, pp. 40–58.
- Panigrahi, S. K., Zainuddin, Y., Azizan, A., (2014). Comparing Traditional and Economic Performance Measures for Creating Shareholder's Value: a Perspective from Malaysia, *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, Vol. 4, No.4, pp. 280–289
- Parker, C., (2000). Performance Measurement, *International Journal of Productivity and Performance Management*, 49(2).
- Pavelková, D., Dostál, P., (2013). Measuring A Company'S Performance: The Identification Of Correlation Between Eva And Selected Financial Indicators With Use Of Genetic Algorithm, *Wseas Transactions On Business And Economics*, Issue 3, Volume 10, July 2013, 259-267
- Pesaran, H., Shin, Y., (1999). *An Autoregressive Distributed-Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis*, in S. Storm (Ed.), *Econometrics and Economic Theory in the 20th Century: The Ragnar Frisch Centennial Symposium*, Cambridge University Press, 371-413.
- Pesaran, H., Shin, Y., Smith, R., (2001). Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationship. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289-346.
- Peterson, P.P.,& Peterson, D.R. (1996). Company Performance and Measures of Value Added, *Research Foundation of the ICFA*, pp., 24-25
- Petravičius, T., Tamošiūnienė, R., (2008). Corporate Performance And The Measures Of Value Added, *Transport*.
- Phillips, P., Perron, P., (1988). Testing for a Unit Root in time Series Regression. *Biometrika*, 75(2), 335-346.

- Poorzamani, Z., Otari, F., (2015). Information Content Of Market Value-Added (Mva) And Cash Value-Added (Cva) Vs. Accounting Profit To Assessmanagement Performance In The Companies Accepted In Tehran Stock Exchange, *Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences*, 2015 Vol.5 (S1), pp. 185-193
- Rappaport, A., (1986). *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, The Free Press, New York.
- Rappaport, A., (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York: The Free Press.
- Rappaport, A., (2006). *Ten Ways to Create Shareholder Value*, Harvard
- Roztock N, Needy. K., (1998). EVA for small manufacturing companies. *Working Paper*, University of Pittsburgh, Department of Industrial Engineering, USA.
- Sahoo, B. B., Pramanik, A. K., (2016). Economic Value Added: A Better Technique for Performance Measurement, *International Journal of Advances in Management and Economics*, Nov.-Dec. 2016, Vol.5, Issue 6|
- Sarbapriya, R., (2012). Efficacy of Economic Value Added Concept in Business Performance Measurement, *Advances in Information Technology and Management (AITM)* Vol. 2, No. 2, 2012, ISSN 2167-6372 Copyright © World Science Publisher, United States
- Sayılgan, G., Gürdal, K., (2004). Yatırım ve Yönetim Kararları Açısından Kar Kavramındaki Değişim, *H.Ü.İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:22, Sayı:1.
- Seyidoğlu, H., (1992). *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*, Güzem Yayınları, Ankara.
- Shil, N. Acma, C., (2009). Performance Measures: An Application of Economic Value Added, *International Journal of Business and Management*, Vol. 4, No. 3, 169-177
- Soros, G., (2000). *Open Society: Reforming Global Capitalism*. London: Little, Brown and Company.

- Starovic, D., Cooper, S., Davis, M., (2004), Maximising Shareholder Value Achieving Clarity in Decision Making, *CIMA Technical Report*.
- Stern, J.M., Stewart, G.B., & Chew, D.H. (1995). The EVA® Financial Management System. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(2), 32-46.
- Stewart, G. B., (1991). *The Quest for Value: The EVA™ Management Guide*, Harper Business Publications, United States of America.
- Stewart, G. B., (1995). EVA Works But Not If You Make These Common Mistakes, *Fortune*, 117-118.
- Topak, M. S. (2010). *Ekonomik Katma Değer Ve Hisse Senedi Verimini Belirlemedeki Etkisi*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora Programı Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul.
- Tully, S., (1993). The Real Key to Creating Wealth, *Fortune Magazine*, September: 38-50.
- Urbanczyk, E., Midoduchowska-Jaroszewicz E., Szczesna-Urbaniak A., (2005). Economic value added versus cash value added: The case of companies in transitional economy, *International Journal of Banking and Finance*, Special Issue: Volume 3 & 4. pp., 107-117.
- Uysal, Ş., (2015). Performans Yönetimi Sisteminin Tanımı, Tarihçesi, Amaç ve Temel Unsurlarına Genel Bir Bakış, *Electronic Journal of Vocational Colleges*, 5(2).
- Venanzi, D., (2010) Financial Performance Measures and Value Creation: a Review, *Working Paper* – december 27.
- Weissenrieder, F. (1997). Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?, *Gothenburg Studies in Financial Economics*, Study NO: 3, Available at SSRN- ID 156288, pp. 3- 6, 39
- Wet, D. (2005). "EVA Versus Traditional Accounting Measures of Performance as Drivers of Shareholder Value – A Comparative Analysis", *Meditari Accountancy Research* 13(2): 1–16.)
- Wingard, H. C., Vorster, Q. (2001). *Financial Performance of Environmentally*

- Yenice, E., (2017). Performans Ölçümü ve Değerlendirilmesi, <http://peb.bumko.gov.tr/Eklenti/4959,performansolcumuvedegerlendirilmesipdf.pdf?0>, Erişim Tarihi: 11.08.2017
- Yook, K.C. (1999). Estimating EVA using Compustat PC Plus, *Financial Practice and Education*, 9(2), 33-37.)
- Yook, K.C., & McCabe, G.M. (2001). MVA and The Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Portfolio Management*, 27(3), 75-87.
- Young, S.D., & O'Byrne, S.F. (2001). EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation, *New York: McGraw Hill*.
- Yüreğir, O. H., Nakıboğlu, G., (2007). Performans Ölçümü ve Ölçüm Sistemleri: Genel Bir Bakış, *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16(2), 2007, 546.
- Zerenler, M., (2005). Performans Ölçüm Sistemleri Tasarımı ve Üretim Sistemlerinin Performansının Ölçümüne Yönelik Bir Araştırma, *Abant İzzet Baysal Üniversitesi Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Sayı 1, Bahar, 2005, ss.1-36.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı ve Soyadı : Nizamettin BAŞARAN
Doğum Yeri ve Tarihi : Dörtyol-1973
İletişim Bilgileri : nbasaran@ohu.edu.tr
0506 662 1005

EĞİTİM

2001 (Lisans) Niğde Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü
2004 (Yüksek Lisans) Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme ABD

İŞ DENEYİMİ

2001- Öğretim Görevlisi – Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi
Ulukışla Meslek Yüksekokulu

YAYINLARI

Uluslararası Kitap Bölümü:

Uçan, O., Başaran, N. (2018). The Economics of Foreign Exchange in Emerging Markets, *Financial Management from an Emerging Market Perspective*, <https://www.intechopen.com/>, DOI: 10,5772 / intechopen.71752.

Uluslararası Hakemli Dergilerde Yayımlanan Makaleler:

Aktan, C., Şahin, E., Başaran, N. (2016). Relation of 3PL And 4PL Activies and Their Effect on Emerging Economies., *Int. Journal of Management Economics and Business, ICAFR 16 Special Issue, 532-547.*, Doi: <http://dx.doi.org/10.17130/ijmeb.2016icaf22440> (Yayın No: 2970426).

Uluslararası Bilimsel Toplantılarda Sunulan ve Bildiri Kitaplarında (Proceedings) Basılan Bildiriler:

Başaran, N.,Şahin, E.E., Vergili, G. (2017). Finansal Performansın Değere Dayalı Ölçülmesinde Hissedar Katmadeğeri (SVA) Yaklaşımı, *4. Uluslararası Muhasebe ve Finans Araştırmaları Kongresi (Özet Bildiri)*, Erzurum.

Şahin, E.E., Aktan, C., Başaran, N. (2017). Adapting Performance Based Logistics to Firms for Financial Improvements: a Qualitative Analysis of Past Research, *4. Uluslararası Muhasebe ve Finans Araştırmaları Kongresi (Özet Bildiri)*, Erzurum.