

Tuncer YILMAZ

İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi

Şubat 2013

FATİH ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

**İMKB'DE İŞLEM GÖREN SANAYİ ŞİRKETLERİNİN EKONOMİK
KATMA DEĞER VE PİYASA KATMA DEĞERİNE DAYALI
PERFORMANS ANALİZİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan

Tuncer YILMAZ

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Eyup BASTI

Tuncer YILMAZ

İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi

Şubat 2013

FATİH ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

**İMKB'DE İŞLEM GÖREN SANAYİ ŞİRKETLERİNİN EKONOMİK
KATMA DEĞER VE PİYASA KATMA DEĞERİNE DAYALI
PERFORMANS ANALİZİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan

Tuncer YILMAZ

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Eyup BASTI

ONAYLAMA SAYFASI

Enstitüsü : **Sosyal Bilimler**
Anabilim Dalı : **İşletme**
Tez Konusu : **İMKB'de İşlem Gören Sanayi Şirketlerinin**
Ekonomik Katma Değer ve Piyasa Katma
Değerine Dayalı Performans Analizi
Tez Danışmanı : **Doç. Dr. Eyup BASTI**
Tez Tarihi : **Şubat 2013**

Bu tezin şekil ve içerik açısından Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tez Yazım Kılavuzunda belirtilen kurallara uygun formatta yazıldığını onaylıyorum.

Doç. Dr. Nizamettin BAYYURT
Anabilim Dalı Başkanı

İşletme (Tezli-Türkçe) Anabilim Dalı 51211017 numaralı öğrencisi Tuncer YILMAZ tarafından hazırlanan bu tezin Yüksek Lisans Tezinde bulunması gereken yeterliliğe, kapsama ve niteliğe sahip olduğunu onaylıyorum.

Doç. Dr. Eyup BASTI
Tez Danışmanı

Tez Sınavı Jüri Üyeleri

Doç. Dr. Eyup BASTI

Doç. Dr. Ahmet AKIN

Yrd. Doç. Dr. Ender BOYAR

Bu tezin Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tez Yazım Kılavuzunda belirtilen kurallara uygun formatta yazıldığını onaylıyorum.

Doç. Dr. Mehmet KARAKUYU
Müdür

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın her aşamasında sürekli beni yönlendiren, motive eden, ilgi ve desteğini esirgemeyen keyifle çalıştığım değerli hocam Doç. Dr. Eyup BASTI'ya çok teşekkür ederim.

Tuncer YILMAZ
Şubat 2013

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	iv
İÇİNDEKİLER.....	v
KISALTMALAR.....	vii
TABLO LİSTESİ.....	ix
ŞEKİL LİSTESİ.....	xi
KISA ÖZET.....	xii
ABSTRACT.....	xiv
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM : TEMEL KAVRAMLAR.....	3
1.1. Değer Kavramı.....	3
1.2. Katma Değer Kavramı.....	4
1.3. Performans Kavramı.....	6
1.4. Hissedar Değeri.....	9
İKİNCİ BÖLÜM : EKONOMİK KATMA DEĞER (Economic Value Added -EVA).....	12
2.1. EVA'nın Tarihsel Gelişimi.....	13
2.2. EVA'nın Tanımı.....	15
2.3. EVA'nın Hesaplanması.....	16
2.3.1. Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı (Net Operating Profit After Tax -NOPAT).....	19
2.3.2. Yatırılan Sermaye (Invested Capital – IC).....	19
2.3.3. Sermaye Maliyeti (Cost of Capital – COC).....	19
2.3.3.1. Özsermaye Maliyeti (Cost of Equity - COE).....	20
2.3.3.2. Borçlanma Maliyeti (Cost of Borrowing - COB).....	22
2.3.3.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital – AOSM).....	23
2.4. EVA Hesaplamasında Kullanılan Mali Tablolar.....	27
2.4.1. Bilanço.....	28
2.4.2. Gelir Tablosu.....	32
2.5. EVA'nın Kullanım Alanları.....	33

2.5.1. Karar Alma.....	33
2.5.2. Performans Değerlendirme.....	34
2.5.3. Teşvik Primi.....	35
2.6. EVA'nın Avantajları ve Dezavantajları.....	36
2.6.1. EVA'nın Avantajları.....	36
2.6.2. EVA'nın Dezavantajları.....	38
2.7. EVA'yı Artırma Yöntemleri.....	39
2.8. EVA ve Verimlilik.....	40
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM : PİYASA KATMA DEĞERİ (Market Value Added-MVA).....	41
3.1. MVA'nın Tanımı.....	41
3.2. MVA'nın.....	42
3.3. EVA ile MVA Arasındaki İlişki.....	42
3.4. Değer Tabanlı Yöntemler İle Muhasebe Tabanlı Yöntemler Arasındaki İlişki.....	44
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM : İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLER ÜZERİNE YAPILMIŞ BAZI ÇALIŞMALAR ve SEKTÖREL BİR UYGULAMA	47
4.1. Ülkemizde EVA ile MVA Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Bazı Çalışmalar... ..	47
4.2. İMKB'de İşlem Gören İmalat Sanayi Şirketleri Üzerine Sektörel Bir Uygulama.....	50
4.2.1. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Demografik Özellikleri.....	56
4.2.2. EVA ile MVA Ortalamalarının Kıyaslanması.....	58
4.2.2.1. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA Ortalamalarının Kıyaslanması.....	58
4.2.2.2. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin MVA Ortalamalarının Kıyaslanması.....	61
4.2.2.3. Yerli ve Yabancı Şirketlerin EVA Ortalamalarının Kıyaslanması... ..	63
4.2.2.4. Yerli ve Yabancı Şirketlerin MVA Ortalamalarının Kıyaslanması.. ..	65
4.2.2.5. Çalışan Sayısına Göre Şirketlerin EVA Ortalamalarının Kıyaslanması.....	68
4.2.2.6. Çalışan Sayısına Göre Şirketlerin MVA Ortalamalarının Kıyaslanması.....	72
4.2.3. EVA ile MVA Değerleri Arasındaki Korelasyon ve Regresyon Analizi Sonuçları.....	76

4.2.3.1. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA ile MVA Değerleri Arasındaki İlişki.....	77
4.2.3.2. Yerli Şirketlerin EVA ile MVA Değerleri Arasındaki İlişki.....	80
4.2.3.3. Yabancı Şirketlerin EVA ile MVA Değerleri Arasındaki İlişki.....	84
4.2.3.4. Küçük Ölçekli İşletmelerin EVA ile MVA Değerleri Arasındaki İlişki.....	87
4.2.3.5. Orta Büyüklükteki İşletmelerde EVA ile MVA Değerleri Arasındaki İlişki.....	91
4.2.3.6. Büyük İşletmelerde EVA ile MVA Değerleri Arasındaki İlişki.....	94
SONUÇ.....	98
KAYNAKÇA.....	102
EKLER.....	106
EK A.1. Araştırma Kapsamındaki şirketlerin Normallik Analizi Test Sonuçları.....	106
EK A.2. Yerli Şirketlerin Normallik Analizi Test Sonuçları.....	106
EK A.3. Yabancı Şirketlerin Normallik Analizi Test Sonuçları	107
EK A.4. Küçük Ölçekli İşletmelerin Normallik Analizi Test Sonuçları	107
EK A.5. Orta Büyüklükteki İşletmelerin Normallik Analizi Test Sonuçları.....	108
EK A.6. Büyük İşletmelerin Normallik Analizi Test Sonuçları).....	108
EK A.7. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA ile MVA Ortalamalarına Ait Varyansların Homojenlik Test Sonuçları.....	109
EK A.8. Çalışan Sayısına Göre Şirketlerin EVA ile MVA Ortalamalarına Ait Varyansların Homojenlik Test Sonuçları.....	109
EK A.9. Adel Kalemcilik Şirketinin 2010 Yılına Ait Gelir Tablosu (TL).....	110
EK A.10. Adel Kalemcilik Şirketinin 2010 Yılına Ait Bilançosu (TL).....	111
EK A.11. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA Değerleri.....	112
EK A.12. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin MVA Değerleri.....	116
EK A.13. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin $EVA_t/Toplam Varlıklar_{t-1}$ Değerleri.....	120
EK A.14. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin $MVA_t/Toplam Varlıklar_{t-1}$ Değerleri.....	124
EK A.15. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Düzeltilmiş NOPAT Değerleri.....	128

EK A.16. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Yatırılan Sermaye Değerleri.....	132
EK A.17. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Boręlanma Maliyeti Değerleri.....	136
EK A.18. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Özsermaye Maliyeti Değerleri.....	140
EK A.19. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Değerleri.....	144
EK A.20. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Beta Değerleri.....	148

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
AOSM	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
COC	: Cost of Capital (Sermaye Maliyeti)
COE	: Cost of Equity (Özsermaye Maliyeti)
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
E-TİCARET	: Elektronik Ticaret
EVA	: Economic Value Added (Ekonomik Katma Değer)
FVFM	: Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli
IC	: Invested Capital (Yatırılan Sermaye)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsler
MVA	: Market Value Added (Piyasa Katma Değer)
NOPAT	: Net Operating Profit After Tax (Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı)
RI	: Residual Income (Artık kâr)
ROI	: Return On Investment (Yatırımların Getirisi)

TABLO LİSTESİ

Tablo 2.1. : T işletmesinin gelir tablosu (TL).....	24
Tablo 2.2. : T işletmesinin bilançosu (TL).....	24
Tablo 2.3. : Hesap tipi bilanço örneği.....	29
Tablo 2.4. : Rapor tipi bilanço örneği.....	30
Tablo 2.5. : Klasik gelir tablosu.....	32
Tablo 2.6. : Değere dayalı gelir tablosu.....	33
Tablo 4.1. : Devlet iç borçlanma faiz oranı ortalamaları.....	52
Tablo 4.2. : İMKB ulusal 100 endeksi % değişimleri.....	52
Tablo 4.3. : Ortalama ticari kredi faiz oranları.....	53
Tablo 4.4. : Araştırma kapsamındaki şirketlerin çalışan personel sayısına göre sınıflandırılması.....	56
Tablo 4.5. : Araştırma kapsamındaki şirketlerin sektörel dağılımı.....	57
Tablo 4.6. : Araştırma kapsamındaki şirketlerin bölgelere göre dağılımı.....	57
Tablo 4.7. : Araştırma kapsamındaki şirketlerin yerli ve yabancı sahiplik durumları.....	58
Tablo 4.8. : Araştırma kapsamındaki şirketlerin EVA ortalamalarına ait tanımlayıcı istatistikler.....	59
Tablo 4.9. : Araştırma kapsamındaki şirketlerin EVA ortalamalarına ait anova tablosu.....	59
Tablo 4.10. : Araştırma kapsamındaki şirketlerin EVA ortalamalarına ait çoklu karşılaştırma tablosu.....	60
Tablo 4.11. : Araştırma kapsamındaki şirketlerin MVA ortalamalarına ait tanımlayıcı istatistikler.....	61
Tablo 4.12. : Araştırma kapsamındaki şirketlerin MVA ortalamalarına ait anova tablosu.....	61
Tablo 4.13. : Araştırma kapsamındaki şirketlerin MVA ortalamalarına ait çoklu karşılaştırma tablosu.....	62
Tablo 4.14. : Yerli ve yabancı şirketlerin EVA ortalamalarına ait tanımlayıcı istatistikler.....	63
Tablo 4.15. : Yerli ve yabancı şirketlerin EVA ortalamalarına ait istatistiksel sonuçlar.....	64
Tablo 4.16. : Yerli ve yabancı şirketlerin MVA ortalamalarına ait tanımlayıcı istatistikler.....	66
Tablo 4.17. : Yerli ve yabancı şirketlerin MVA ortalamalarına ait istatistiksel sonuçlar.....	67
Tablo 4.18. : Çalışan sayısına göre şirketlerin EVA ortalamalarına ait tanımlayıcı istatistikler.....	69

Tablo 4.19. : Çalışan sayısına göre şirketlerin EVA anova tablosu.....	70
Tablo 4.20. : Çalışan sayısına göre şirketlerin EVA çoklu karşılaştırma tablosu.....	71
Tablo 4.21. : Çalışan sayısına göre şirketlerin MVA ortalamalarına ait tanımlayıcı istatistikler.....	73
Tablo 4.22. : Çalışan sayısına göre şirketlerin MVA anova tablosu	74
Tablo 4.23. : Çalışan sayısına göre şirketlerin MVA çoklu karşılaştırma tablosu.....	75
Tablo 4.24. : Araştırma Kapsamındaki şirketlerin korelasyon katsayıları tablosu.....	77
Tablo 4.25. : Araştırma kapsamındaki şirketlerin regresyon analizi tablosu.....	78
Tablo 4.26. : Araştırma kapsamındaki şirketlerin anova analizi tablosu.....	79
Tablo 4.27. : Araştırma kapsamındaki şirketlerin parametre katsayıları tablosu.....	79
Tablo 4.28. : Yerli şirketlerin korelasyon katsayıları tablosu.....	81
Tablo 4.29. : Yerli şirketlerin regresyon analizi tablosu.....	82
Tablo 4.30. : Yerli şirketlerin anova analizi tablosu.....	82
Tablo 4.31. : Yerli şirketlerin parametre katsayıları tablosu.....	83
Tablo 4.32. : Yabancı şirketlerin korelasyon katsayıları tablosu.....	84
Tablo 4.33. : Yabancı şirketlerin regresyon analizi tablosu.....	85
Tablo 4.34. : Yabancı şirketlerin anova analizi tablosu.....	86
Tablo 4.35. : Yabancı şirketlerin parametre katsayıları tablosu.....	86
Tablo 4.36. : Küçük ölçekli işletmelerin korelasyon katsayıları tablosu.....	88
Tablo 4.37. : Küçük ölçekli işletmelerin regresyon analizi tablosu.....	89
Tablo 4.38. : Küçük ölçekli işletmelerin anova analizi tablosu.....	89
Tablo 4.39. : Küçük ölçekli işletmelerin parametre katsayıları tablosu.....	90
Tablo 4.40. : Orta büyüklükteki işletmelerin korelasyon katsayıları tablosu.....	91
Tablo 4.41. : Orta büyüklükteki işletmelerin regresyon analizi tablosu.....	92
Tablo 4.42. : Orta büyüklükteki işletmelerin anova analizi tablosu.....	93
Tablo 4.43. : Orta büyüklükteki işletmelerin parametre katsayıları tablosu.....	93
Tablo 4.44. : Büyük işletmelerin korelasyon katsayıları tablosu.....	95
Tablo 4.45. : Büyük işletmelerin regresyon analizi tablosu.....	96
Tablo 4.46. : Büyük işletmelerin anova analizi tablosu.....	96
Tablo 4.47. : Büyük işletmelerin parametre katsayıları tablosu.....	97

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1.1	: Performans piramidi.....	8
Şekil 1.2	: Yatırım kararlarındaki süreçler.....	10
Şekil 1.3	: Hissedar değeri piramidi.....	11
Şekil 3.1	: EVA ile MVA arasındaki ilişki.....	43

Enstitüsü : **Sosyal Bilimler**
Anabilim Dalı : **İşletme**
Tez Danışmanı : **Doç. Dr. Eyup BASTI**
Tez Tarihi : **Şubat 2013**

KISA ÖZET

İMKB'DE İŞLEM GÖREN SANAYİ ŞİRKETLERİNİN EKONOMİK KATMA DEĞER VE PİYASA KATMA DEĞERİNE DAYALI PERFORMANS ANALİZİ

Tuncer YILMAZ

Son yıllarda iletişim ağlarının hızla gelişmesi dünyayı küreselleştirmiş ve hayatın her alanında büyük değişikliklere yol açmıştır. Bu hızlı gelişimin etkileri özel sektör firmalarında da kendini göstermiştir. Klasik işletme faaliyeti anlayışı yerini, daha hızlı ve ekonomik olan, üretim ve satış maliyetlerini en aza indiren, müşteri memnuniyetini en üst düzeye çıkaran ve bütün pazarlara ulaşmayı hedefleyen bir anlayışa bırakmıştır. Şirket değerinin gerçeğe uygun hesaplanması, faaliyetlerin doğru değerlendirilmesi, performans ölçümünün başarılı bir şekilde gerçekleştirilmesi ve paydaşların servetlerindeki artışların doğru hesaplanması özel sektör işletmelerinde çok önem kazanmıştır.

Yaşanan bütün bu gelişmeler ile birlikte geleneksel performans ölçütlerinin yanında, yeni finansal performans ölçütleri de ortaya çıkmıştır. Bunlar arasında Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Piyasa Katma Değeri (MVA) yöntemleri en çok tercih edilen ve en popüler performans ölçütleri arasında yer almaktadırlar.

Bu çalışmada, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) hisse senetleri işlem gören ve verileri süreklilik arz eden imalat sanayi şirketlerinin 2006-2010 dönemine ait EVA ve MVA değerleri hesaplanmıştır. Ayrıca, araştırma kapsamındaki şirketlere bir bütün olarak, yerli ve yabancı sahiplik durumuna göre ve çalışan sayına göre oluşturulan şirket gruplarına çeşitli istatistiksel analizler uygulanmıştır. Analizler sonucunda, hem EVA oluşturmada, hem de MVA

oluşturmada yabancı şirketlerin yerli şirketlerden daha başarılı oldukları belirlenmiştir. Analizlerden elde edilen başka bir sonuç da, hem şirketlerin bir bütün olarak 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 korelasyonun düşük çıkması ve EVA'nın MVA'yı açıklama gücünün oldukça düşük çıkmasıdır. Çalışmada, elde edilen bulgular ışığında EVA ile MVA arasındaki ilişki analiz edilerek, sonuçlar ayrıntılı olarak yorumlanmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Ekonomik Katma Değer (EVA), Piyasa Katma Değer (MVA), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Yerli Şirketler, Yabancı Şirketler.

University : **Fatih University**
Institute : **Institute of Social Sciences**
Department : **Management**
Supervisor : **Assoc. Prof. Dr. Eyup BASTI**
Degree Awarded and Date : **February 2013**

ABSTRACT

ECONOMIC VALUE ADDED AND MARKET VALUE ADDED BASED PERFORMANCE ANALYSIS OF ISTANBUL STOCK EXCHANGE LISTED INDUSTRIAL SECTOR FIRMS

Tuncer YILMAZ

In recent years, the rapid development of communication networks has globalized the world and led to major changes in all aspects of life. Impacts of this rapid development have shown itself on the private sector firms. Classical business activity sense has left its place to an understanding which is faster and more economical, minimizes production and sales costs, maximizes customer satisfaction and aims to reach all markets. The calculation of the fair value of the company, the correct evaluation of the activities, the successful implementation of performance measurement and the correct calculation of the increases in stakeholder wealth has gained importance in private sector enterprises.

Besides all these developments, new financial performance measures have emerged in addition to traditional performance measures. Among these, economic value added (EVA) and market value added (MVA) methods are the most preferred performance measurement criteria.

In this study, EVA and MVA values of the Istanbul Stock Exchange listed manufacturing companies, whose data are supplied continuously, are calculated for the period of 2006-2010. In addition, various statistical analyses are applied to all companies and to company groups based on domestic and foreign ownership and

number of employees. As a result of the analyses, it is determined that foreign companies are more successful than domestic companies in both EVA and MVA creation.

Another results obtained from the analyses are that the relatively lower correlation between EVA and MVA and lower explanatory power of EVA to MVA in both analysis of whole companies and analysis of sub company groups based on domestic and foreign ownership and number of employees. In the light of the findings, the relationship between EVA and MVA is analyzed and the results are interpreted in detail in the study.

Key words: Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), İstanbul Stock Exchange, Domestic Companies, Foreign Companies.

GİRİŞ

Son 20 yıllık süreçte ulaşım, internet ve bilgi teknolojisindeki baş döndürücü gelişmeler hem yurtiçi, hem de uluslar arası piyasalarda işletmeleri ağır bir rekabetle karşı karşıya bırakmıştır. Rekabetin artması nedeniyle firmaların kâr marjları düşmüş ve rekabet edemeyen birçok işletme kapanmak zorunda kalmıştır. Küreselleşmenin rekabet koşullarını zorlaştırması nedeniyle, ayakta kalabilen firmalar son yıllarda ciddi bir reorganizasyon sürecine girmişlerdir. Firmalar, yeterince kârlı olmayan birimlerini kapatmakta, ölçek ekonomisinden yararlanmak için başka firmalarla birleşmekte, başka firmaları devralmakta ya da halka açılma yoluyla ölçeklerini büyütmektedirler. Firmalar rakiplerine karşı rekabet üstünlüğü elde etmek veya en azından rakiplerinden geri kalmamak için teknolojinin sağladığı pazarlama imkânlarından da yararlanmakta, e-ticaret yoluyla satışlarını artırmaya çalışmaktadırlar.

İşletmeler, sağlıklı bir biçimde gelişmek, yöneticilerin işletme kaynaklarını etkin kullanmaya daha fazla önem vermelerini sağlamak ve firma değerini maksimum kılmak için faaliyet ve finansal performansı geleneksel olarak çeşitli yöntemlerle ölçmektedirler. Bununla birlikte, ağır rekabet şartları firmaların faaliyet sonuçlarının önemini iyice artırdığı için, geleneksel performans ölçüm metodlarının yanında, son yıllarda yaratılan değeri ölçen performans ölçüm yöntemleri de daha yoğun olarak kullanılmaya başlanmıştır. Yaratılan değeri ölçmede kullanılan performans ölçütlerinden ikisi Ekonomik Katma Değer ve Piyasa Katma Değeri yöntemleridir. Özetle, iş dünyasında kâr maksimizasyonunu amaçlayan geleneksel yönetim anlayışı yerini, hissedar değerini maksimize etmeye yönelik değere dayalı yönetim anlayışına bırakmıştır.

Bu çalışmanın temel amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören imalat sanayi şirketlerinin finansal performanslarını Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Piyasa Katma Değeri (MVA) yöntemleriyle analiz etmek ve EVA değerlerinin ne ölçüde MVA'yı açıkladığını ortaya koymaktır. Çalışmada firmalar bir bütün olarak, yerli ve yabancı ayırımına tabi tutularak ve büyüklüklerine göre farklı gruplara ayrılarak analizler tekrarlanmakta ve demografik farklılıkların performansı etkileyip etkilemediği de araştırılmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde, temel kavramlar olan değer, katma değer, performans ve hissedar değeri kavramları detaylı bir şekilde açıklanmaktadır.

Tezin İkinci bölümde, EVA'nın tarihsel gelişiminden başlayarak, örnekler yardımıyla EVA hesaplama teknikleri, EVA'yı oluşturan unsurlar, mali tablolar, EVA'nın üstün ve zayıf yanları ve kullanım alanları hakkında bilgiler verilmektedir.

Üçüncü bölümde, Piyasa Katma Değerinin (MVA) tanımı, hesaplanması, EVA ile olan ilişkisi ve değer tabanlı yöntemler ile muhasebe tabanlı yöntemler arasındaki ilişki açıklanmaktadır.

Son bölümde ise, İMKB'de faaliyet gösteren şirketlerin performanslarını EVA ile MVA'ya dayalı olarak analiz eden bazı çalışmaların sonuçları ve analizleri yer almaktadır. Ayrıca bu bölümde, araştırmanın konusu olan İMKB'de işlem gören imalat sanayi şirketlerinin mali tablolarında yer alan verileri kullanılarak EVA ile MVA değerleri hesaplanmıştır. Aynı zamanda, EVA ile MVA arasındaki ilişki, ilişkinin yönü, ne ölçüde açıkladığı ve bunlar arasındaki ortalamaların belirlenmesine yönelik yapılan analizlerden elde edilen sonuçlar yer almaktadır

BİRİNCİ BÖLÜM

TEMEL KAVRAMLAR

Bir işletmenin sahipleri, yöneticileri veya işletmeyle ilgilenen yatırımcılar işletmenin faaliyetleri ve sonuçları hakkında bilgi sahibi olmak, karşılaştırmalar yapmak ve değerlendirmek için çeşitli kavramlara ihtiyaç duyarlar. Çalışmanın bu ilk bölümde işletmelerle ilgili bazı temel kavramlardan olan değer, katma değer, performans ve hissedar değeri kavramları açıklamaya çalışılmıştır.

1.1. Değer Kavramı

Bir şeyin neden değerli olduğunu eskiden beri insanlar merak etmiş, düşünmüş, araştırmış ve kendilerine göre bir tanımlama yapmışlardır.¹ Kişiden kişiye değişen bir nitelik kazanan değer kavramını Türk Dil Kurumu şöyle tanımlıyor. Değer; “Bir şeyin önemini belirlemeye yarayan soyut ölçü, bir şeyin değdiği karşılık, kıymet olarak tanımlanacağı gibi, bir nesnenin para ile ölçülen karşılığı kıymeti olarak da ifade edilebilmektedir”.²

“Genel Kullanım Teorisi”ne göre, bir varlığın değeri onun kullanımına bağlıdır. Bu teoriyi destekleyen Adam Smith’e göre değer kavramı; “kullanım değeri” ve “mübadele değeri” olarak ikiye ayrılabilir. Bir varlığın kullanım değeri, o varlığın tüketiciye sağladığı fayda ile ölçülürken, mübadele değeri ise o varlığın diğer varlıklarla değiştirilme imkânına yani kıtlığına göre belirlenmektedir. Kullanım değeri düşük olan bir malın değişim değeri yüksek olabileceği gibi, kullanım değeri çok yüksek olan bir malında değişim değeri düşük olabilir.³ Bu konuda en çok verilen örnek su ile elmas örneğidir. Buna göre, suyun kullanım değeri elmasa göre çok yüksek iken, elmasın mübadele değeri suya göre çok daha yüksektir. Bundan dolayı kullanım değeri kişiden kişiye değişir. Dolayısıyla varlığın kullanım değeri subjektif bir kavram iken, mübadele değeri ise objektif bir kavramdır.

¹ Mina Özevren, İşletmelerde Değer Yönetimi, Beta Yayıncılık, 1. Basım, İstanbul 2008, s.13.

² Türk Dil Kurumu, <http://www.tdkterim.gov.tr/bts/?kategori=veritbn&kelimesec=85786>. (23 Temmuz 2011).

³ Hasan Bal, Sigorta Firmalarının Değerinin Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi İle Tespiti ve İMKB Uygulaması, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2008, s.39.

Her varlığın doğası ve özellikleri gereği sahibi için bir değeri vardır. Değer, söz konusu olan varlığın sahibine sağlayacağı faydalar sonucunda ortaya çıkar.⁴ Müşteriler bir mal veya hizmeti satın alırken almak istedikleri varlığın fiyatını konuşur, ancak o varlığın kendisine sağlayacağı faydanın değerini satın alırlar. Müşterinin satın aldığı mal ve hizmeti algılaması sonucu değer yaratılıp yaratılmadığı ortaya çıkmaktadır. Satın alınan mal veya hizmete ederinden daha az ücret ödendiğinde ya da standart bir mal veya hizmet için ödenen ücrete karşılık daha fazla fayda sağlandığında değer yaratılmaktadır.⁵ Belirli bir fiyat üzerinden alınan veya satılan her varlığın, her iki tarafın üzerinde anlaşıldığı fiyatın yanı sıra, bir de piyasada kabul edilen bir değeri bulunmaktadır. Fiyat siyasi, sosyal, kültürel, ekonomik ve politik faktörler ile arz talebe bağlı olarak değiştiğinden, her zaman varlığın gerçek değerini yansıtmayabilir. Bundan dolayı fiyat şartlara bağlı olarak objektif veya subjektif olabilmektedir.

İşletmeler müşteriler için bir değer yaratırken, müşterilerin satın aldıkları varlığa karşılık ödemeye razı oldukları bedel ise değer ölçüsü olmaktadır. Ticari işletmelerde, gelirin artması, satışlardan sağlanan nakit akımlarının artması, sermaye maliyetinin azalması, müşteri tatmininin olumlu olması v.b. gelişmeler işletmenin değerinin artmasını sağlar. Finansal unsurlarla değer yaratılabileceği gibi, finansal olmayan unsurlarla da işletmeler değer yaratabilir. Eğer yapılan bir satıştan değer yaratılmıyorsa, o zaman işletme ya maliyetleri düşürmeli, ya da o alandaki üretimi durdurmalıdır. İşletmelerde, işletme değeri, hissedar değeri, değer yargıları, müşteri değeri, değer zinciri ve değer çarpanı gibi kavramlar en çok bilinen değer kavramlarıdır.

1.2. Katma Değer Kavramı

Katma değer, bir ürünün (mal veya hizmet) satışından işletmenin kasasına giren değer ile o ürünün satışa hazır hale gelmesi için kasasından çıkan değer arasındaki farktır. Katma değer temelde felsefesi, satış fiyatı ile maliyetler arasındaki ilişki olarak tanımlanabilir. Katma değer hesaplamasında işletmelerin bir kısmı

⁴ Nurgül Chambers, Firma Değerlemesi, Avcıol Basım Yayın, 1. Basım, İstanbul Ekim 2005, s.5.

⁵ İsmail Bekçi ve Ercüment Doğru, " Değer Yaratma Faaliyetleri Açısından İşletme Başarısı: Çimento Sanayi İşletmelerinde Bir Araştırma ", Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Yıl: 2011/1, Sayı:13, s.174.

piyasa verilerini kullanırken, bir kısmı da muhasebe verilerini kullanmaktadır. Katma değeri meydana getiren unsurlar aşağıdaki şekilde özetlenebilir.⁶

- Ücretler
- Kiralar
- Faizler
- Vasıtalı vergiler
- Amortismanlar
- Dağıtılan ve dağıılmayan kârlar
- Sübvansiyonlar

Küresel firmalar gelişen teknolojileri kısa zamanda kendi bünyelerinde yaygın olarak kullanmaya başlayarak ekonomik ilişkilerin hızla artmasını sağlarken, diğer taraftan pazarlarda güçlü rakiplerin doğmasına neden olmuştur. Yaşanan bu gelişmeler küresel olmayan şirketlerin uluslar arası pazarda rekabet etmelerini doğal olarak zorlaştırmıştır.

Rekabet gücü zayıf olan şirketler, sahip oldukları mevcut sermaye ile iç piyasalarda iyi bir kazanç elde etmek ve rekabette avantajlı bir konuma gelmek için şirket üst yönetiminin yapacağı kısa, orta ve uzun vadeli planlar ile katma değer yaratmayı amaç edinmelidirler. Bu tür şirketler katma değer yaratabilmek için bir yandan iç ve dış pazarları yakından takip etmeli, müşteri ihtiyaçlarını doğru okumalı, kaliteye önem vermeli, yenilikçi olmalı ve bunların neticesinde gerek duyulacak olan mali ihtiyaçları karşılamaya öncelik vermelidirler.

Kurumsal şirketler vizyon ve misyonlarında belirtmiş oldukları amaçlar ve hedefler çerçevesinde küreselleşme gerçeğine karşı en iyi bildikleri ve başarılı oldukları iş alanlarına odaklanarak yüksek katma değer yaratabilirler. Günümüz iş dünyasında işletmelerde hâkim olan genel eğilim genellikle satın almalar, birleşmeler, odaklanma, satma, kapatma vb. yöntemler ile bildikleri iş alanında uzmanlaşma veya o iş alanından çekilme şeklinde gelişmektedir. Kamu kurumlarında ise bu durum özelleştirme yolu ile yüksek katma değer yaratma

⁶ Birol Aydemir, Türkiye'de katma değer vergisi uygulamasının değerlendirilmesi ve efektif katma değer vergisi oranlarının hesaplanması. Ankara: DPT. Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Ağustos 1996, <http://ekutup.dpt.gov.tr/vergi/aydemirb/kdv.html>, (27 Temmuz 2011), s.9.

şeklinde gerçekleşmektedir. Küresel ticaretin hâkim olduğu piyasada devlet, fabrika kurmak yerine, fabrika kurmak isteyen girişimcilerin yerel ve küresel pazarlarda işini kolaylaştırmak için yasal düzenlemeler yapmayı kendine görev edinmelidir. Ülkemizde de özellikle son yıllarda yapılan özelleştirmeler ile hedeflenen amaç, devlet envanterinde yer alan Kamu İktisadi Teşebbüslerinin (KİT) satılarak daha yüksek katma değer yaratan ve piyasalarda rekabet edebilecek potansiyele sahip işletmelere dönüştürülmesidir. Şirketleri yüksek katma değer oluşturmak için strateji belirlerken, aşağıda verilen boyutlar arasındaki dengeyi ve öncelikleri belirlemesi gerekmektedir.⁷

Bunlar;

- Belli bir müşteri kitlesine odaklanmak,
- Sürekli iyileştirme, yenilikçi ve yaratıcı olmak,
- Çalışanların geliştirilmesi ve katılımı,
- Sürekliliği sağlama ve kurumsallaşma,
- Kurumsal sosyal sorumluluk projeleri ile kuruluşun toplumda saygınlık sağlaması, olarak sıralanabilir.

1.3. Performans Kavramı

“Performans, çok kullanılan, ancak literatürde tek bir tanımı bulunmayan bir kavramdır. İşletme açısından performans, bir işletmenin kârlılık, etkililik, etkinlik, verimlilik, kalite, müşteriler, çalışanlar, yenilikçilik ve çevre gibi çeşitli boyutlarla ilişkili toplam başarısı olarak tanımlanabilir. Bu boyutların önemi ve önceliği işletmeden işletmeye farklılık gösterebilir.”⁸

Günümüzde performansı yüksek olan işletmelerin en önemli özelliklerinden bazıları; kalite, büyüklük, yenilikçilik, ucuz maliyet, yüksek kar, müşteri tatmini, etkinlik, verimlilik, liderlik ve yüksek pazar payına sahip olmaktır.⁹

⁷ Samih Yedievli, Kalder Yönetim Kurulu Üyesi, http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/0206/8289, (27 Temmuz 2011), s.1.

⁸ Milli Prodüktivite Merkezi, <Http://www.mpm.org.tr/Makaleler/Sayfalar/Çok-Boyutlu-Performans-Verimlilik-Aspx>, (08 Ağustos 2011), s.1.

⁹ Zühal Akal, Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurulu, Performans Kavramları Ve

Bu amaçları bir arada ve yüksek düzeyde gerçekleştirmiş bir firma yüksek performanslı firma olarak tanımlanmaktadır. Yüksek performanslı firmalar aynı zamanda doğru işleri doğru şekilde ve zamanında yapan firmalardır. Firmaların yürüttüğü faaliyetlerde amaç ve misyonlarda belirtilen hedeflere ulaşmış ulaşmadığı, sunulan hizmetlerin verimli, etkin ve kârlı bir düzeyde gerçekleşip gerçekleşmediği konularının değerlendirilmesinde performans ölçümü önemli bir yönetim aracı olarak işlev görmektedir.¹⁰

Ayrıca son yıllarda dünyada yaşanan yoğun rekabet, işletmeleri ellerindeki kaynakları verimli bir şekilde değerlendirmeye mecbur kılmaktadır. Şirketlerin bunu başarabilmeleri için rekabet ettikleri alanda performanslarını görmek, kıyaslamak, değerlendirmek ve etkinlik sınırında yer almak için referans almaları gereken şirketleri belirlemeleri gerekmektedir. Farklı dönemlerde yöneticiler firmanın hedeflenen planlarından sapmaları belirlemek, rakiplerine karşı piyasadaki durumunu görmek amacı ile ölçümlere ve değerlemelere ihtiyaç duyar. Bu yüzden işletme performansının başarılı bir şekilde yönetilebilmesinde ve gerekli kararların alınmasında performans ölçümlerinin yapılması ve sonuçlarının tespit edilmesi önemli bir rol oynamaktadır.¹¹ Çünkü performans ölçümünde elde edilecek sonuçlar, yatırımcıları, yöneticileri, paydaşları ve kredi verenler gibi şirket dışından ve içinden birçok kişinin firma ile ilgili verdikleri kararları etkilemektedir. Performans değerlemesinde tek bir modelden söz etmek mümkün değildir. Firmaların performans ölçümü için geçmişten günümüze pek çok hesaplama yöntemi ve modelleri geliştirilmiştir. Bu modellerden biride çok boyutlu performans değerlendirme modelidir.

Çok boyutlu performans değerlendirme modelleri, işletmeleri finansal ve finansal olmayan tüm boyutlarıyla ele alarak yöneticilerin, şirketlerini değerlendirme yöntemleri ile zaman ve kaynakları kullanım biçimlerini büyük ölçüde etkilemektedir. Bu açıdan çok boyutlu performans değerlendirme modelleri, vizyon, misyon, finans, pazar, zaman kalite, kârlılık, israf, verimlilik, esneklik gibi öncelikli yönetim değerlerini destekleyen geniş çaplı performans göstergelerini kullanmaktadır. İşletmeler tarafından kullanılan

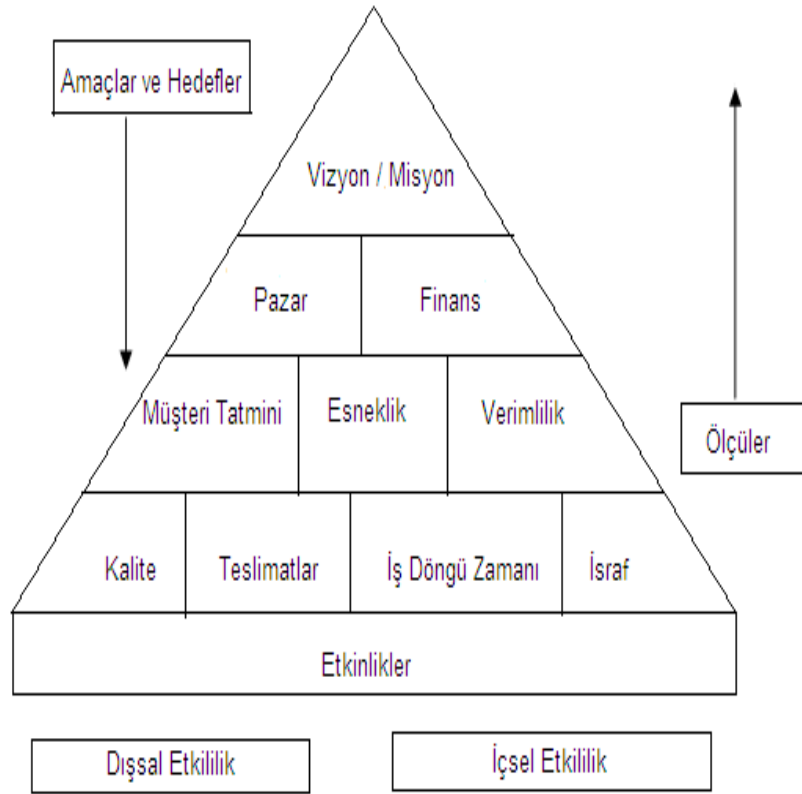
Performans Yönetimi, Ankara,2003, [Http://www.Ydk.gov.tr/Seminerler/Performans_Yonetimi/Performans_Yonetimi.Html](http://www.Ydk.gov.tr/Seminerler/Performans_Yonetimi/Performans_Yonetimi.Html), (02 Ağustos 2011), s.9.

¹⁰ Cemal Elitaş ve Veysel Ağca, Firmalarda Çok Boyutlu Performans Değerleme Yaklaşımları: Kavramsal Bir Çerçeve, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi , 2006; 8(2):343-370, s.346.

¹¹ H. Ali Ata ve Emre Yakut, Finansal Performansa Dayalı Etkinlik Ölçümü: İmalat Sektörü Uygulaması, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi(18) 2009 / 2 : 80 - 100, s.81.

çok boyutlu performans değerlendirme yöntemlerinden biride performans piramidi yaklaşımıdır.¹²

Performans piramidi yaklaşımı 1991 yılında Lynch-Cross tarafından geliştirilen çok boyutlu değerlendirme modellerinin başında gelmektedir. Performans piramidi amaçlar ve ölçülerden oluşan 4 aşamalı bir yaklaşım olup, içsel ve dışsal faaliyetler arasında etkili bir bağlantı kurmayı amaçlamaktadır. Performans Piramidinin sol tarafına müşteri önceliklerini oluşturan ölçüler yerleştirilirken, sağ tarafına ise şirketin içsel performansı ile ilgili ölçüler modele yerleştirilmiştir.



Şekil 1.1: Performans Piramidi

Kaynak: Elitaş ve Ağca, s.351.Barutçugil'den alınmıştır.

Performans piramidinde aşağıya doğru inildikçe, organizasyon içinde operasyonlar sistemi ya da organizasyonun fonksiyonel yapılanması içinde birbirini izleyen süreçler takip edilmektedir. Bunlar bir bölümden diğer bölüme aktarılarak yerine getirilen işleri göstermektedir. Bu işler müşteri siparişi ile başlamakta sonra üretime, oradan da dağıtıma kadar devam etmekte ve memnun müşteri ile bu süreç tamamlanmaktadır. Dışsal sebeplerin belirlediği teslimat ve içsel etkenlerin

¹² MSO Müşavirlik, <http://msonet.org/cat.asp?nid=208&n=114>.

belirlediği iş döngü zamanı tarafından birlikte biçimlenen esneklik, çok boyutlu olan performans piramidinin kalbini oluşturmaktadır.¹³

Dünya piyasalarında ticari ilişkilerin hızla gelişerek devam etmesi ile birlikte işletmelerin performansını doğru ölçmek ve değerlendirmek için daha güçlü performans ölçüsü göstergelerine olan ihtiyaç her zaman var olmaya devam edecektir. Yıllardır kullanılan geleneksel ölçütlerden olan net kâr ve net kâr artış oranı, hisse başına kâr ve benzeri analizler yerini, planlama, karar alma ve performans değerlemesine dayanan yeni ölçüm tekniklerine bırakmıştır. Kâr ile yatırım arasında sadece işletmenin tamamı için değil, aynı zamanda işletmenin her bir iş birimi için de ayrı ayrı bir ilişki kurulması gereği günümüzde çok önem kazanmıştır.¹⁴

1.4. Hissedar Değeri Kavramı

Hisse senedi, anonim şirketlerin çıkardığı ortaklık belgesidir. Yatırımcı, anonim şirketin çıkardığı hisse senedini satın alarak şirkete ortak olur. Bu ortaklıkta yatırımcı şirket kârından hissesiyle orantılı bir pay alır ve hisse senedinin değer artışından yararlanarak sermaye kazancı sağlar. Şirketin zarar etmesi halinde ise zarara ortak olur ve sermaye kaybına uğrar.¹⁵

Literatürde hisse senedi değeri kavramı değişik yönleri ve boyutlarıyla incelenmektedir. Bu değer kavramlarından en çok kullanılanlardan bazıları şunlardır;¹⁶

- Defter değeri
- Tasfiye değeri
- Piyasa değeri
- Nominal değer
- İşleyen teşebbüs değeri
- Gerçek değer

¹³ Elitaş ve Ağca, s.351–352.

¹⁴ Tuba Kale Korkmaz ve Mine Akdeniz Özdemir, Ekonomik Katma Değer – EVA Nedir? Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Sayı:33 (Kasım – Aralık 2003), s.1.

¹⁵ Cudi Tuncer Gürsoy, Finansal Yönetim İlkeleri, Doğu Üniversitesi Yayınları, 1.Basım, İstanbul 2007, s.292-293.

¹⁶ Metin Kamil Ercan ve Ünsal Ban, Değere Dayalı İşletme Finansı, Gazi Kitabevi, Ankara 2005, s.118.

Bir şirketin hisse senetlerine yatırım yapılırken, yatırım kararından önce göz önünde bulundurulup değerlendirilmesi gereken süreçler Şekil 1.2'de verilmiştir.



Şekil 1.2: Yatırım Kararlarındaki Süreçler.

Kaynak: Ercan ve Ban, s.120.

Firmaların hissedar değeri yaklaşımını benimsemelerinde rol oynayan başlıca faktörler şu şekilde sıralanabilir:¹⁷

- Şirketi yönetenlerin hissedar değeriyle daha çok ilgilenmesi,
- Yöneticilerin şirketin finansal faaliyetleri ve bu faaliyetlerin sonuçlarını sürekli kontrol etme ihtiyacı duyması,
- Şirketin alt birimlerindeki yöneticilerin görev alanlarını belirleyerek, yetki ve sorumluluklarının güçlendirilmesi,
- Şirketin bütün birimlerinde yapılan faaliyetlerin hissedar değeri ile uyumlu hale getirilmesi,
- Şirketin her bir iş biriminden hedeflenen ve gerçekleşen performanslarının analiz edilmesiyle ortaya çıkacak eksikliklerin tespit edilerek, bunların sebepleri araştırılarak düzeltme yoluna gidilmesi,
- Son olarak, şirketin vizyon ve misyonlarında belirtilen plan ve faaliyetlerinin doğru ve bütçe dâhilinde yürütülmesinin sağlanmasıdır.

¹⁷ Rasim İlker Gökbulut, Hissedar Değeri ile Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişki ve İMKB Üzerine Bir Araştırma, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans Ana Bilim Dalı, doktora Tezi, İstanbul, 2009, s.11.

Bir şirketin birincil amacının hissedarlarının değerini maksimize edilmesi gerektiği bütün finansçıların üzerinde birleştiği bir husustur. Çünkü hissedar değeri ekonomik değer yaratımının anahtarı ve bir şirketin değişen pazar çevresinde rekabetçi üstünlük sağlayabilmesinin ya da sağladığı üstünlüğü devam ettirebilmesinin göstergesidir. Günümüzde şirketler sadece müşteriler için değil, aynı zamanda sermaye için de uluslar arası alanda rekabet etmektedirler. Şirketin ortakları açısından değer oluşturulması ise ancak, yatırımların getirisinin maliyetinden yüksek olması durumunda mümkündür.¹⁸

Bir işletmenin hissedar değerini artırması için yapması gerekenlerden birincisi, üst yönetimin temel görevi olan şirketin nakit akışı toplamını maksimize etmek, diğer bir yolu da girdi maliyetlerinin düşürülmesidir. Bunların yapılabilmesi için, değer yaratan müşteri ve ürünlerin doğru belirlenmesi, ürün ve müşteri bazında kârlılığın ve maliyetlerin doğru hesaplanması ve maliyetlerin doğrudan ilişkili olmayan kısmının doğru dağıtılması gerekir. Çünkü günümüzün de var olan yoğun rekabet ortamında hızla değişen pazarlarda, yeni pazar fırsatlarını belirleyen ve pazar yönlü stratejiler geliştiren işletmeler değer artışı sağlayabileceklerdir.¹⁹

Hissedar değerine ilişkin olarak yapılan çalışmalarda bu değer belirlenmesine yönelik olarak kullanılan ölçüleri şematik olarak gösteren hissedar değeri piramidi aşağıda şekil 1.3'de yer almaktadır.²⁰



Şekil 1.3: Hissedar Değeri Piramidi

Kaynak: Gürbüz ve Ergincan, s.247. Muehlhauser, Robert G.'den alınmıştır.

¹⁸ Şakir Sakarya, Hissedar Değeri ve Hesaplanması Üzerine Bir Uygulama, <http://journal.mufad.org/attachments/article/261/15.pdf>, (21 Aralık 2012), s.176.

¹⁹ Ruziye Cop ve Mustafa Bekmezci, Değer Temelli Pazarlama Anlayışında Balanced scorecard'ın Stratejik Önemi, İ.Ü.Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:39 (Ekim 2008), s.255-256.

²⁰ A.Osman Gürbüz ve Yakup Ergincan, Şirket Değerlemesi: Klasik ve modern Yaklaşımlar, Literatür Yayıncılık, 1.Basım, İstanbul 2004, s.247.

Özellikle son 50 yılda küresel ekonomide yaşanan hızlı gelişmelere paralel olarak işletmeler odağını kâr optimizasyonundan hissedar değeri optimizasyonuna yönlendirmiştir. İşletmenin bütün faaliyetlerinde değer yaratımının temel alınmaya başlanmasıyla yaşanan bu dönüşüm, şirket değerini oluşturan unsurlarda da değişikliklere neden olmuştur. Günlük hayatta çok kullanılan araçlar (otomobiller, telefonlar, bilgisayarlar, kredi kartları vb.) ile şirket faaliyetlerinde internet kullanımının yaygınlaşması sonucunda bilgi, emek ve sermaye gibi diğer üretim unsurlarından farklı olarak, kullanıldıkça değeri artan bir unsur haline gelmiştir. Bu gün bilgi ve teknoloji ağırlıklı sürdürülen faaliyetler, işletme değerinin oluşumunda ve bu değerın yükseltilmesinde büyük bir etkiye sahip olmaktadır.²¹

Dünya'da yaşanan bu değişim ve dönüşümler önce ekonomisi gelişmiş ülkelerde başlamış ve büyük ölçüde bu ülkelerde yerleşmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde ise şirketlerin eğiliminin bu yönde olduğu gözlenmektedir. Bu koşullar ülkemiz açısından düşünüldüğünde ise, İMKB'nin yeterli finansal güce sahip olmadığı, hissedar değeri anlayışının henüz ülke gündemine yeterince gelmediği, finansal performansa bakışın halen büyük ölçüde geleneksel ölçütlere ve kısa vadeli olduğu görülmektedir. Ancak, küreselleşme ve Avrupa Birliği (AB) adaylık süreci gibi etkenlerin hızlandırıcı etkileriyle, kurumsal yönetim ve Basel II gibi küresel standartların etkileri düşünüldüğünde, Türkiye'nin de düşük verimlilik ve rekabet gücü, paydaşlar arası çıkar çatışması gibi sonuçları ortaya çıkaran bu bakış açısının, hissedar değerine geçiş sürecinin dışında kalması düşünülemez.²²

²¹ Cevdet A. Kayalı, Ayşe N. Yereli ve Şebnem Ada, Entelektüel Katma Değer Katsayısı Yöntemi Kullanılarak Entelektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerindeki Etkisinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Manisa, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Yıl:2007 Cilt:14 Sayı:1, s.70.

²² Murat Ertuğrul, Finansal Performans Ölçümünde Dönüşümlerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt/Vol . :9 - Sayı /No: 1 : 19-46 (2009), s.44.

İKİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK KATMA DEĞER

Çalışmanın bu bölümünde, hissedar değeri yaklaşımının günümüzdeki en popüler performans ölçütlerinden biri olarak kabul edilen Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added-EVA)'in tarihsel gelişimi, tanımı, hesaplanması, avantajı, dezavantajı, artırma ve verimlilik üzerine olan etkileri ele alınmıştır.

2.1. EVA'nın Tarihsel Gelişimi

EVA, günümüzün işletme finansmanında her ne kadar öncü bir görüş ve ya akademisyenler ile çalışanlar tarafından en çok ilgi gören ölçütlerden biri gibi görünse de, aslında pek de yeni olmayan bir kavramdır. EVA'ya benzer bir kavram olan artık kâr (Residual Income – RI) kavramını yaklaşık 120 yıl önce ilk kez Alfred Marshall tarafından ekonomik kâr olarak tanımlanmıştır. Bu anlamda EVA, çok eski tarihlerden beri finans literatüründe yeri olan artık kâr ve ekonomik kâr kavramlarının finansçılara tekrar hatırlatılmaktan ibaret olan bir yöntemdir.²³

1950 ve 1960'lı yıllar boyunca hisse fiyatı bir işletmenin temel performans ölçütü olarak kabul ediliyordu. Dolayısıyla hisse fiyatı arttığı zaman şirket ve şirket yönetiminin başarılı olduğu düşünülürdü. Ancak, aynı yıllarda performans ölçümünde artık kâr ölçütünü kullanan işletmeler de vardı. 1960'lı yıllarda ise artık kâr kavramı yönetim muhasebesi literatüründe görülmeye başlanmış, 1961 yılında Franco Modigliani ve Merton H. Miller Journal of Business dergisinde yayınladıkları bir makalelerinde artık kâr kavramını gündeme getirmişlerdir. Bazılarına göre bu makale EVA'nın temel dayanağıdır. Artık kâr, faaliyet kârından sermaye maliyetinin çıkarılması şeklinde hesaplanmaktadır. EVA'da ise, muhasebe tablolarında bazı düzeltmeler yaparak, kâr ve sermaye maliyetinin hesaplama şekli değiştirilerek elde edilmesine dayanmaktadır.²⁴

²³ Gürbüz ve Ergincan, s.246.

²⁴ Cemal Çakıcı, Ekonomik Katma Değer (EVA) Yaklaşımı, Beta Yayıncılık, 1. Basım, İstanbul 2008, s.1-2.

Amerikan merkezli G.B.Stewart ve Stern danışmanlık şirketi tarafından 1980'lerde geliştirilen EVA performans analizi, şirketlerin gerçek kârlılığına dayalı olarak geliştirildiği için, finansçılar tarafından çok çabuk kabul görmüştür. Şirket kârlılığını ölçen ve muhasebe kârına dayanan geleneksel performans ölçütleri olan vergi sonrası net kâr, net gelir, öz sermaye kârlılığı, hisse başına kazanç gibi ölçütlerin aksine, EVA şirketin artık kâr rakamını esas alan ve ekonomik kâra dayalı olan bir ölçüttür. EVA işletmenin hem borç, hem de özsermaye maliyetini dikkate alan ve paydaşların servetlerini maksimum yapmak için geliştirilen yeni bir finansal performans ölçütüdür. EVA, finansal performansın ölçümünde sadece üretim işletmelerinde değil, hizmet işletmelerinde de kullanılabilir. ²⁵

Özellikle Amerika'daki çoğu büyük şirket ortakları lehine katma değer yaratmak için EVA'yı tercih etmektedir. Bunun yanında, yine Amerika'daki birçok şirket bütün çalışanlarına verdiği ikramiye, prim ve teşvik sistemlerinde de EVA'yı kullanmaktadır. Bu bağlamda, örneğin, bir üretim biriminin kârlılığı, o birimde kullanılan sermaye maliyetine göre tatminkâr ise, bu çalışanlara pozitif olarak dönmektedir. Tersine sermaye maliyetinin altında kârlılık sağlayan birim, teşvik ve ikramiyeden yararlanamamaktadır. Yukarıda söylediğimiz gibi, hem borç hem özsermaye maliyetini dikkate aldığı için yöneticiler şirketin ortağı gibi davranmak zorunda kalmaktadır. Çünkü şirketin yatırım kararlarında yöneticilerin elde edeceği finansal başarılar, şirket ortakları gibi yöneticilere de kâr payı, teşvik ve ikramiye olarak geri dönmektedir. ²⁶

Bu yöntemi ilk uygulayan işletmelerden olan Coca Cola'nın 1981 yılında 3\$ olan bir hissesinin piyasa değeri, söz konusu yöntemin uygulanması sonucunda 2001 yılı sonu itibarıyla 60\$a kadar yükselmiştir. Yine aynı hesap döneminde, Coca Cola'nın dolaşımdaki hisse senetlerinin piyasa değerinden, bu hisse senetlerinin defter değerinin çıkartılmasıyla hesaplanan ve aynı zamanda EVA'nın bir uzantısı olarak kabul edilen Piyasa Katma Değeri (Market Value Added- MVA) tam on katına çıkmıştır. ²⁷

²⁵ Hatice Kara, Katma Değer Yaratmaya Dayalı Finansal Performans Ölçütü Olarak EVA, İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 1.Basım, Ankara 2005, s.5.

²⁶ Kara, s.6.

²⁷ M. Başaran Öztürk, Finansal Performansın Ölçülmesinde Alternatif Bir Yöntem "Ekonomik Katma Değer" İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 18 Eylül 2004 Sayı: 3, s. 353.

Ülkemizde ise, bu finansal ölçütü ilk olarak Kordsa A.Ş., daha sonra Söktaş A.Ş., Renault A.Ş., Fiat-Tofaş A.Ş. ve Arzum Mutfak Gereçleri A.Ş. EVA'yı kullanan işletmeler olmuştur. Bu şirketler Türkiye'de EVA kullanımına öncülük etmelerine karşın, söz konusu yöntem ülkemizde henüz yaygın olarak kullanılmamaktadır.²⁸

2.2. EVA'nın Tanımı

Amerikan finansal danışmanlık şirketi Stern & Stewart Co tarafından geliştirilen finansal performans ölçütü olan EVA'yı, ekonomik kâr ile yatırımcıların benzer risk düzeyindeki yatırımlarının alternatif maliyeti arasındaki fark olarak tanımlamaktadır.²⁹

EVA sistemini gerçek anlamda finansal yönetim ve teşvik sistemi için bir iskelet sistemidir denilebilir. Çünkü bu sistem, şirketin üst yönetiminden alt yönetime kadar işletme hakkında alınacak bütün kararlarda çalışanlara rehberlik eder. Buda organizasyonda çalışan herkesin daha başarılı olmasını sağlar. EVA sisteminde kullanılan sermaye maliyeti, iktisatçılar tarafından alternatif maliyet olarak adlandırılmaktadır.³⁰ Muhasebeye dayanan ölçümlerinin aksine, EVA sisteminde, işletmeye yatırılan sermayenin kazandığı ya da kaybettiği değeri ölçmektir.³¹ EVA yöntemi, işletmelerde etkin olarak uygulandığında, işletmenin hangi iş birimlerinin değer yarattığını, hiç yaratmadığını ya da kaybettiğini belirlemede kullanılabilir en iyi finansal göstergelerden biri olduğu yapılan analizlerle saptanmıştır.

Küresel piyasalardaki acımasız rekabet, yatırım alanlarının çeşitliliği ve finansal piyasaların gelişmesi ile birlikte yöneticileri değere dayalı ekonomik bakış açısına odaklanmaya zorlamıştır. Bu yüzden şirket yöneticileri arasında EVA sisteminin tercih edilmesindeki temel unsur, işletme amacı olarak kâr maksimizasyonu yerine, şirketin piyasa değerinin maksimizasyonunun ön plana çıkmasıdır. Bu bağlamda piyasa değerinin artırılmasını amaç edinen işletme yöneticileri şirketin uzun dönemde değer yaratması üzerine odaklanarak daha fazla rekabet üstünlüğü elde etmeye çalışmaktadırlar.³²

²⁸ Çakıcı, s.7.

²⁹ Gürbüz ve Ergincan, s.248.

³⁰ Kara, s.8.

³¹ Famil Şamiloğlu, H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 22, Sayı 2, 2004, 163-174, s. 3.

³² Yusuf Topal, Ekonomik Katma Değer (EVA) Ve Pazar Katma Değeri (MVA) Arasındaki İlişki İMKB İmalat İşletmelerinden Örnek, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2008, C.13, Sayı.2, 249 – 261, s.252.

EVA sistemini uygulayan firmaların performans değerlerinin yüksek çıkması, firmaların değer yarattığı, tersi bir durum ise değer kaybettiği anlamına gelmektedir. Başka bir deyişle, EVA'nın pozitif olması şirket yöneticilerinin hissedarların yatırımlarının değerini artırdıkları, negatif olması ise yöneticilerin şirketin sermayesini kazanç oranı düşük olan projelere yatırarak yok ettiği anlamına gelmektedir. EVA değerlerini artırmak isteyen işletmeler, sermaye miktarını artırmadan mevcut sermaye üzerinden daha fazla faaliyet kârı elde edilmesi, sermayenin sermaye maliyetinden düşük kazanç elde edilen iş alanlarında kullanımının sınırlandırılması, zorunluluk arz etmiyorsa sermayenin bu alanlardan tamamen çekilmesi veya finansal riski seviyesi düşükse, şirketlerin borç kullanılması gerekmektedir.³³

Genel olarak EVA, genel muhasebe düzensizliklerinden etkilenmeden bir şirketin gerçek ekonomik kârını hesaplayan bir sistemdir. Hissedar zenginliğini etkilemesi nedeniyle daha yüksek bir ekonomik katma değer, yani daha yüksek bir piyasa fiyatı için yönetimi teşvik eder. Kârın hesaplanmasında hem faaliyet giderlerini, hem de sermaye maliyetini dikkate alması nedeniyle yatırımcıların firma değerine yaklaşımlarını daha iyi yansıtır. EVA sayesinde hem hissedarların, hem müşterilerin, hem de çalışanların refah düzeyi artmaktadır.³⁴

Sonuç olarak yukarıda yapılan açıklamalar ışığında önemli olan nokta, EVA analiz aracını geliştiren danışmanlık şirketinin tek bir EVA tanımlamasını savunmadığıdır. Her bir şirket için uygulanan EVA tanımı, basitlik ve kesinlik arasında pratik bir denge kurmak amacıyla oldukça öznelştirilmektedir. Daha ötesi, EVA'nın tanımına ulaşıldıktan sonra, bu tanımın titizlikle takip edilmesidir.³⁵

2.3. EVA'nın Hesaplanması

Şirket değerinin ölçülmesine yönelik olarak geliştirilen muhasebe tabanlı bir yöntem olan EVA hesaplamasında gerekli olan bilgiler, işletmenin gelir tablosu, bilanço ve dipnotlarında yer alan bazı değişkenlerdir. Bu yöntem ile şirketin yarattığı ekonomik katma değer, vergi sonrası net faaliyet kârı (NOPAT)'ndan, yatırılan sermaye ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM)'nin çarpımından oluşan tutarın çıkarılması suretiyle ölçülmektedir.

³³ Ali Bayraktaroğlu ve Ulaş Ünlü, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, s.292. Y.2009, C.14, S.1 s.287-312.

³⁴ Korkmaz ve Özdemir, s.2.

³⁵ Gürbüz ve Ergincan, s.252.

EVA şu şekilde hesaplanır;³⁶

$EVA = \text{Vergi sonrası Net Faaliyet Kârı (NOPAT)} - (\text{Yatırılan Sermaye} \times \text{AOSM}) \quad (2.1)$

Şirket yönetiminin belli bir dönemde şirketine değer katkısı sağlayıp sağlamadığının belirlenmesi birden çok faktörden etkilenmektedir. Bu bağlamda EVA hesaplanmasında var olan temel ilke, her bir şirketin örgütsel yapılanmasını, faaliyet konularını, işletme stratejisini ve muhasebe politikalarını dikkate alan, hesaplanması basit ve gerçek ekonomik kârı mümkün olduğunca doğru ve tam açıklayan bir kurgu olmasıdır.³⁷

Basit gibi görünen EVA'nın doğru olarak hesaplanabilmesi için, formülü oluşturan unsurlarında doğru bir şekilde belirlenmesi gerekir. Bu unsurlar aşağıda ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

Muhasebe düzeltmelerine bağlı olarak EVA hesaplama süreci göz önüne alındığında Basit EVA, Düzeltilmiş EVA, Biçimlendirilmiş EVA ve Gerçek EVA olmak üzere dört farklı EVA'dan bahsedilebilir. Bunlardan ilk iki tanesi aşağıda açıklanmaktadır,³⁸

Basit EVA: İşletmenin ilgili hesap döneminde hazırlanan mali tablolarda herhangi bir değişiklik yapmadan hesaplanan bir değerdir. Temel EVA olarak da adlandırılan Basit EVA değeri, gerçek EVA değerini vermez. Fakat işletmenin refah artırıcı ya da kaybettirici olup olmadığı hakkında sadece işletmenin EVA eğilimini görebilmek için bir bakış açısı oluşturabilir.³⁹

Düzeltilmiş EVA: İşletmenin mali tabloları üzerinde yapılan bazı düzeltmeler ile ulaşılan EVA değeridir. Düzeltilmiş EVA değeri, finansal tablolar ve dayanağı olan muhasebe kayıtları üzerinde, temel olarak net dönem kârı ve vergi karşılığı kalemleri üzerinde yapılan düzeltmeleri içermektedir. Burada net dönem kârının düzeltilmesinde, nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman ve karşılık giderleri gibi kâra ilave edilmesi, nakit girişi sağlamayan kira gelirleri ve benzerleri gibi kârdan indirilmesiyle Düzeltilmiş EVA değerine ulaşılır. Vergi kalemlerinin düzeltilmesinde ise, sermaye maliyeti hesaplamasında finansman giderleri borç maliyetine ilave edildiği için, net dönem kârına finansman giderleri eklenir.⁴⁰

³⁶ Çakıcı, s.10-11.

³⁷ Gürbüz ve Ergincan, s.250.

³⁸ İpek Türker, Ekonomik Katma değer (Eva)'in Hesaplanması ve Gerekli Muhasebe Düzeltmeleri, Muhasebe ve Denetime Bakış, Mayıs 2005, s.138.

³⁹ Çakıcı, s.100.

⁴⁰ Türker, s.139.

Bu çalışmada Stewart firmasının önerdiği şekilde amortisman ve finansman giderleri kayıtlarında gerekli düzeltmeler yapılarak Düzeltilmiş EVA değeri hesaplanmıştır.

Bu çalışmada EVA'yı hesaplarken muhasebe kayıtlarında yapılan düzeltmeler şunlardır;⁴¹

1. Amortisman Giderlerinin Düzeltilmesi: Amortisman giderleri nakit çıkışı olmayan giderler olduğu halde gelir tablosunda gider olarak yansıtılması dönem kârını ve vergi karşılığını azaltıcı bir etkiye neden oluyor. Bu açıdan EVA hesaplamasında amortisman giderleri net kâra ilave edilmiştir.

2. Finansman Giderlerinin Düzeltilmesi: İşletmelerin kullanmış olduğu kredilerden kaynaklanan faiz giderleri gelir tablosunda gider olarak gösterildiği için kârı azaltıcı bir etkiye neden oluyor. Bu yüzden araştırma kapsamındaki şirketlerin EVA'ları hesaplarken, amortisman giderleri ile vergi sonrası finansman giderleri net kâra ilave edilerek Düzeltilmiş EVA değerine ulaşılmıştır.

Yukarıda verilen bilgilerden hareketle araştırma kapsamındaki şirketlerin Düzeltilmiş EVA 'ları aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

$$\text{Düzeltilmiş EVA} = (\text{Net Kâr} + \text{Amortisman Giderleri} + \text{Vergi sonrası Finansman Giderleri}) - (\text{Yatırılan Sermaye} \times \text{AOSM}) \quad (2.2)$$

EVA'da yapılması gereken muhasebe düzeltmeleri şu nedenlerle gereklidir:⁴²

- a) Şirketlerin altında yatan temel ekonomik sebepleri daha iyi bir şekilde ortaya koyabilmek,
- b) Şirketin lehine olmayan veya maksimum değer yaratmayan kararları tespit edip, müdahale etmek,
- c) Şirketin muhasebe kayıtlarını aynı normlara göre düzenleyerek şirket içindeki birimlerde, kendi aralarında ve dışındaki şirketlerle daha kolay kıyaslama yapılabilmesini sağlamak.

⁴¹ Türker, s.145-147.

⁴² Çakıcı, s 104.

2.3.1. Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı (NOPAT-Net Operating Profit After Tax)

EVA'nın hesaplanabilmesi için öncelikle NOPAT olarak adlandırılan vergi sonrası net faaliyet kârının bilinmesi gerekir. EVA hesaplamasında kullanılan vergi sonrası net faaliyet kârı, faaliyet kârından kurumlar vergisinin çıkarılmasıyla elde edilen tutarı ifade etmektedir. İşletmenin gelir tablosunda faaliyet kârından sonra yer alan finansman giderleri bu kârın içinde yer aldığı için, bunların oluşturduğu vergi avantajları dikkate alınmaktadır. Bu yüzden EVA finansman giderlerini yatırılan sermaye maliyetinin bir unsuru olarak değerlendirilmektedir.

Yukarıda verilen teorik bilgilerden hareketle Basit EVA hesaplamaları için NOPAT'ı aşağıdaki şekilde hesaplamak mümkündür.

$$\text{NOPAT} = \text{Faaliyet Kârı} - \text{Vergiler} \quad (2.3)$$

2.3.2. Yatırılan Sermaye (Invested Capital – IC)

EVA'ya ulaşmak için hesaplanması gereken unsurlardan biri de yatırılan sermaye tutarıdır. İşletmeler kullandıkları sermaye ve bu sermayenin maliyeti nedeniyle bir sorumluluk altındadır. Yatırılan sermaye işletmeye kâr elde etmesi için yapılan toplam yatırımı, yani yatırılan kaynakların toplamını ifade etmektedir. Eğer sermaye miktarı düşerse, yatırım getirisi artacak ve bu artış aynı zamanda EVA'nın da artması anlamına gelecektir.

Yatırılan sermayeyi bilançodaki pasif toplam ve faizsiz kısa vadeli yabancı kaynak verilerini kullanarak şu şekilde hesaplayabiliriz;

$$\text{Yatırılan Sermaye} = \text{Pasif Toplam} - \text{Faizsiz Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar} \quad (2.4)$$

2.3.3. Sermaye Maliyeti (Cost of Capital - COC)

Sermaye maliyeti, firmaya fon sağlayan alacaklılar ile hissedarların istedikleri getiri oranını ödeyebilmek için firma varlıklarının sağlaması gereken minimum getiri oranıdır. Başka bir ifadeyle sermaye maliyeti, şirketin ortakları ile şirkete borç verenlerin sermayeden bekledikleri/istedikleri getiri oranı veya belli bir yatırımın kabul edilebilir minimum getirisi olarak tanımlanabilir. Dolayısıyla firmanın sermaye maliyeti, borcun maliyeti ile özsermayenin maliyetinin bir karışımıdır. Sermaye maliyeti, firmanın belirli bir risk düzeyindeki yatırım projelerinden beklediği en az

kârlılık oranıdır. Bunun için sermaye maliyeti birçok finansal kararın alınmasında temel verilerin başında gelmektedir.⁴³

Bir şirketin sermaye maliyeti, finans yöneticileri ve ekonomistler için çok büyük önem taşır. Çünkü şirketin alacağı yatırım kararları finansman kararları ile doğrudan bağlantılı olduğu için, yatırım projesinin kabulü çoğu kez nasıl finanse edileceğine bağlı bulunmaktadır. Sermaye maliyetinin yanlış olarak fazla hesaplanması, bazı yatırım projelerinin cazip görünmemesine yol açarak büyüme hızını yavaşlatabileceği gibi, düşük saptanması da mali açıdan verimsiz sonuçlar doğurabilir.

Bir firma sermaye maliyetinden daha fazla bir getiri sağlamadıkça değer yaratmıyor demektir. Birçok firma muhasebe anlamında kâr elde etmiş gibi görünse de, gerçekte sermaye maliyetini karşılayamayabilmektedir. Muhasebede, kâr rakamlarının kullanılması sonucu, firmalar gerçek anlamda değer yaratmadıkları halde daha çok vergi ödemekte, daha çok temettü dağıtmakta, çalışanlarına kâr üzerinden prim vb. teşvikler vererek gereksiz yere ödeme yapmak durumunda kalmaktadırlar.⁴⁴

Firmalar ihtiyaçlarını özsermayeden ve yabancı kaynaklardan sağlar. Dolayısıyla bir firmanın sermaye maliyeti özsermayenin maliyeti ile borcun maliyetinin bir karışımıdır. Bu durumda sermaye maliyetini hesaplarken, özsermaye ve yabancı kaynakların toplam içerisindeki ağırlıklarının dikkate alınması gerekir. EVA hesaplamasında kullanılan sermaye maliyeti, diğer bir ifadeyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, vergi sonrası borçlanma maliyeti ile özsermaye maliyetinin toplam sermaye içindeki oranları ile ağırlıklandırılarak hesaplanır.⁴⁵

2.3.3.1. Özsermaye Maliyeti (COE – Cost of Equity)

Bilindiği gibi özsermaye, dağıtılmamış kârlar ve ya hisse senedi satışıyla sağlanır. Dağıtılmamış kârlardan karşılanan özsermayenin maliyeti hissedarların istediği en az getiri oranı, ya da yatırımın özsermaye ile fonlanan kısmı üzerinde sağlanması gereken en az getiri oranı olarak tanımlanır. En basit şekilde özsermaye maliyeti, yatırımcıların firmaya özsermaye yatırımı yapmasını sağlayan kârlılık

⁴³ Gürsoy, s.546.

⁴⁴ Öztürk, s.354-355.

⁴⁵ Gökbulut, s.89.

oranıdır. Yukarıda da belirtildiği üzere, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan en önemli bileşenlerden biri de özsermaye maliyetidir.⁴⁶

Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında genel olarak kullanılan yöntemler şunlardır.⁴⁷

- Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (FVFM)
- Gordon Modeli
- Arbitraj Fiyatlama Modeli
- Tahvil Getirisi Modeli

EVA'da kullanılan özsermaye maliyetinin hesaplanmasında en çok tercih edilen model Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (FVFM)'dir. FVFM modern finansta riskin tahmininde kullanılan en verimli ve en popüler yaklaşımdır.⁴⁸

Çalışmamızda şirketlerin özsermaye maliyetleri bu yöntemle belirlenmiştir. Bu yaklaşımda özsermaye maliyeti hesaplanırken, risksiz faiz oranı, pazar risk primi ve şirketin hisse senedinin beta katsayısı kullanılmıştır. Bu verilerden hareketle şirketlerin özsermaye maliyeti değerleri FVFM modeline göre şöyle hesaplanmıştır.

$$K_e = k_{rf} + \beta (k_m - k_{rf}) \quad (2.5)$$

Yukarıdaki formülde,

K_e = Özsermaye maliyeti

k_{rf} = Risksiz faiz oranı

k_m = Pazarın beklenen getirisi

β = Hisse senedinin beta katsayısıdır.

Risksiz faiz oranı olarak, ilgili yılda yapılan Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) ihalelerinde oluşan ortalama faiz oranı alınmıştır. Pazarın beklenen getirisi olarak ise ilgili yılda İMKB-100 Endeksi'nin ortalama getirisi kullanılmıştır.

⁴⁶ Gürsoy, s.564-565.

⁴⁷ Çakıcı, s.169.

⁴⁸ H.Şaduman Okumuş, Ekonomik Katma Değer ve Piyasa Performansı, İMKB Şirketleri Üzerine Sektörel Bir Uygulama, Gazi kitabevi, Ankara, s.60.

Beta (β) çarpanı da şirket hisse senetlerinin piyasa getirisine olan duyarlılığını ölçmektedir. Bir hisse senedinin β çarpanı 1'den yüksek ise o hisse senedi piyasadaki ortalama menkul kıymetten daha risklidir, 1'den küçük ise daha az risklidir. Bir şirketin Beta değerini faaliyette bulunulan sektörün koşulları, faaliyet kaldırıcı derecesi ve finansal kaldıraç seviyesi faktörleri belirler.⁴⁹

FVFM'den doğru ve güvenilir sonuçlar elde edilmesi için, hesaplamada kullanılan risksiz faiz oranı, piyasa risk primi ve sistematik riskin ölçütü olan betanın doğru olarak belirlenmesi gerekir. Çünkü FVFM'de sistematik risk beta katsayısı ile ölçülmektedir. Modelin sadece piyasa riski olan sistematik riski göz önünde bulundurması, sistematik olmayan şirkete özgü riskin yatırımcıların diğer işletmelerle iyi bir çeşitlendirme yapmaları suretiyle elimine edilebileceği veya sıfırlanabileceği varsayımından kaynaklanmaktadır.⁵⁰

Bu modelin iki temel avantajından birincisi; sermaye maliyetini doğrudan riskin fonksiyonu haline getirmesi, ikincisi de; temettü ödesin ya da ödemesin, ödediği temettüler sabit bir oranda büyüsün ya da büyümesin tüm şirketlere uygulanabilir olmasıdır. FVFM'nin bu avantajlarına karşılık, eğer pazarın beklenen getirisinde veya sistematik risk ölçütü olan betanın tahmininde hata olması durumunda, özsermaye maliyetinin yanlış hesaplanması bu modelin dezavantajını oluşturuyor.⁵¹

2.3.3.2. Borçlanma Maliyeti (COB - Cost of Borrowing)

Sermaye maliyeti içerisinde borcun maliyeti, firmaya borç verenlerin bekledikleri getiri oranı olarak anlaşılmaktadır. Borçlanma maliyetini en basit ifadeyle tanımlarsak, bir işletmenin finansal piyasalardan borç elde etmek için katlandığı vergi sonrası maliyettir. Bu nedenle, borçlanma maliyeti en kolay hesaplanabilen sermaye maliyeti unsurudur. Eğer vergi söz konusu olmasaydı, o zaman borcun maliyeti borç verenlerin istediği getiri oranına eşit olurdu. Firmanın ihraç etmiş olduğu tahvillerin piyasada oluşan getiri oranı, firma için borcun maliyeti olmaktadır. Tahvil ihracının olmaması durumunda, eğer firma uzun vadeli borçlanmaya gidecek olursa borçlanabileceği faiz oranı ya da firmayla aynı risk seviyesinde olan benzer firmaların borçlanma maliyetleri firma için borcun maliyeti olarak dikkate alınabilir.⁵²

⁴⁹ Okumuş, s.72.

⁵⁰ Gökbulut, s.174.

⁵¹ Gürsoy, s.551.

⁵² Metin Kamil Ercan ve Ünsal Ban, Değere Dayalı İşletme finansı, Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, Ankara 2005, s.209 - 210.

İşletmelerin finansal piyasalara olan vergi öncesi borçlanma maliyetini hesaplarken, her yıl için ayrı ayrı olmak üzere, şirketin kısa ve uzun vadeli finansal borçları ve o yıllarda mevduat bankalarının ticari kredilere uyguladığı faiz oranlarının ortalama getirileri alınarak aşağıdaki formül yardımıyla borçlanma maliyeti hesaplanabilir.

$$\text{Borçlanma Maliyeti} = (\text{Kısa vadeli finansal borçlar} \times \text{Kısa vadeli ticari faiz oranı} + \text{Uzun vadeli finansal borçlar} \times \text{Uzun vadeli ticari faiz oranı}) / (\text{Kısa vadeli finansal borçlar} + \text{Uzun vadeli finansal borçlar}) \quad (2.6)$$

Bir işletmenin sermaye maliyetini hesaplarken, borçlanma maliyetinin vergiden sonraki tutarı dikkate alınır. Borçların vergiden sonraki maliyeti de aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanır.

$$\text{Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti} = \text{Vergi öncesi borçlanma maliyeti} \times (1-v) \quad (2.7)$$

2.3.3.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital – WACC)

İşletmeler faaliyetlerini sürdürürken birden çok kaynaktan finans temin edilebilmektedirler. Farklı kaynaklardan alınan bu fonların ortalama maliyetinin bulunması gerekir. Ortalama maliyetin hesaplanması için işletmenin sermaye yapısını oluşturan çeşitli kaynakların oranlarının ve maliyetinin bilinmesine ihtiyaç vardır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, her kaynağın toplam içindeki oranı ile kendi maliyetlerinin çarpımlarının toplamından oluşur.⁵³

Bu bağlamda AOSM maliyetini hesaplamak için aşağıdaki formülden yararlanılmıştır.⁵⁴

$$\text{AOSM} = \frac{\text{Ö}}{\text{Ö} + \text{B}} k_o + \frac{\text{B}}{\text{Ö} + \text{B}} k_b (1 - V) \quad (2.8)$$

Formüldeki semboller;

AOSM = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

Ö = Özsermaye değeri

B = Borçlanma değeri

k_o = Özsermaye maliyeti

k_b = Borçlanma maliyeti

v = Vergi oranı

⁵³ Berk, s.285-286.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aynı zamanda bir işletmenin o andaki durumunu gösteren cari veya tarihi bir maliyettir. Firmanın tümüne yönelik olarak yapılan EVA hesaplamalarında, şirket içi bölümlerin aynı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine sahip olmaları gerekmektedir. Eğer şirket içi birimlerde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti birbirinden farklı ise bu durumda, her birimin EVA'sının ayrı ayrı hesaplanması gerekir.⁵⁵

Örnek Uygulama 1 :

2010 yılı devlet iç borçlanma faiz oranları yıllık % 8,45, İMKB yıllık değişimi % 24,94, Merkez Bankası kısa vadeli (12 ay) ticari faiz oranı % 8,90, uzun vadeli (24 ay) faiz oranı ise %17,80'dir. 2010 yılına ait betası 0,562640, amortisman giderleri 200 TL, bilanço ve gelir tablosu ise aşağıda verilen T işletmesinin Basit EVA ve Düzeltilmiş EVA'sı aşağıdaki şekilde hesaplanır.

Tablo 2.1. T İşletmesinin Gelir Tablosu (TL)

Net satışlar	6.400
Satışların Maliyeti (-)	3.200
Satış ve Genel Yönetim Giderleri (-)	700
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	500
Faaliyet Kârı =	2.000
Finansman Giderleri (-)	500
Vergi Öncesi Kâr =	1.500
Kurumlar Vergisi (%20) (-)	300
Net Kâr =	1.200

Tablo 2.2. T İşletmesinin Bilançosu (TL)

Aktif		Pasif	
Dönen Varlıklar	1.400	K. V. Yab. Kaynaklar	1.100
Kasa	180	Finansal Borçlar (net)	450
Alıcılar	700	Satıcılar	350
Stoklar	220	Gider Tahakkukları	300
Diğer Dönen Varlıklar	300	U. V. Yab. Kaynaklar	880
Duran Varlıklar	3.000	Finansal Borçlar (net)	150
Arazi ve Arsalar	1.600	Diğer Çeşitli Borçlar	730
Tesis Makine ve Cihaz	600	Özsermaye	2.420
Diğer Duran Varlıklar	800	Sermaye	1.000
AKTİF TOPLAM	4.400	Yedek Akçeler	220
		Dönem Net Kârı	1.200
		PASİF TOPLAM	4.400

⁵⁴ Gökbulut, s.89.

⁵⁵ Öztürk, s.361.

Cözüm 1: Basit EVA

1.Adım: Bize verilen bu bilgiler ışığında ilk önce Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârını (NOPAT) hesaplamamız gerekir.

Net satışlar	6.400
Satışların Maliyeti (-)	3.200
Satış ve Genel Yönetim Giderleri (-)	700
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	<u>500</u>
Faaliyet Kârı	2.000
Kurumlar Vergisi (%20) (-)	<u>300</u>
Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı (NOPAT)	1.700 TL

2.Adım: Yatırılan sermayenin belirlenmesi.

Pasif Toplam	4.400
Satıcılar (-)	350
Gider Tahakkukları (-)	<u>300</u>
Yatırılan Sermaye (C)	3.750 TL

3.Adım: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Belirlenmesi (AOSM)

$$\text{Özsermaye oranı} = 2.420/4.400 = \%55$$

$$\text{Borçlanma oranı} = 1.980/4.400 = \%45$$

$$\text{Özsermaye maliyeti} = (0,0845 + 0,5626 \times (0,2494 - 0,0845)) = 0,1773$$

$$\text{Borçlanma maliyeti} = (450 \times 0,0890 + 150 \times 0,1780) / (450+150)$$

$$= 0,1113$$

$$\text{AOSM} = (\text{Özsermaye Oranı} \times \text{Özsermaye Maliyeti}) + ((\text{Borçlanma Oranı} \times \text{Borçlanma Maliyeti} \times (1-v))$$

$$\text{AOSM} = (0,55 \times 0,1773) + [0,45 \times 0,1113 \times (1-0,20)]$$

$$\text{AOSM} = 0,1376 = \% 13,76$$

4. Adım: Ekonomik Katma Değerin Hesaplanması

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{NOPAT} - (\text{Yatırılan Sermaye} \times \text{AOSM}) \\ &= 1.700 - (3.750 \times 0,1376) \end{aligned}$$

$$\text{EVA} = 1.184 \text{ TL}$$

Çözüm 2: Düzeltilmiş EVA

1.Adım: Düzeltilmiş NOPAT Hesaplaması

$$\begin{aligned} \text{NOPAT} &= \text{Net Kâr} + \text{Amortisman giderleri} + \text{Vergi Sonrası Finansman giderleri} \\ &= 1.200 + 200 + 500 \times (1-v) \\ &= 1.200 + 200 + 500 \times (1-0,20) \\ &= 1.200 + 200 + 500 \times (0,8) \end{aligned}$$

$$\text{Düzeltilmiş NOPAT} = 1.800 \text{ TL}$$

2.Adım: İşletmenin yatırılan sermayesi 3.750 TL olarak yukarıda hesaplanmıştır.

3.Adım: Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de yukarıda %13,76 olarak hesaplanmıştır.

4.Adım: Düzeltilmiş EVA Hesaplaması

$$\begin{aligned} \text{Düzeltilmiş EVA} &= \text{Düzeltilmiş NOPAT} - (\text{C} \times \text{AOSM}) \\ &= 1.800 - (3.750 \times 0,1376) \end{aligned}$$

$$\text{Düzeltilmiş EVA} = 1.284 \text{ TL olur.}$$

Sonuç itibarıyla yukarıda yapılan örnek uygulamada, 2010 yılında işletmenin yarattığı Ekonomik Katma Değer Basit EVA yöntemine göre hesaplandığı zaman 1.184 TL olurken, Düzeltilmiş EVA yöntemine göre hesaplandığı zaman ise bu değer 100 TL artarak 1.284 TL'ye çıkmıştır.

2.4. EVA Hesaplamasında Kullanılan Mali Tablolar

İşletmede meydana gelen ve para ile ölçülebilen hareketlerin kaydedilip, bunları gruplarına göre sınıflandırılarak elde edilen finansal bilgileri, işletme sahiplerine, borç verenlere, ilgi devlet kurumlarına veya işletmeyle ilgilenen yatırımcılara belli dönemlerde sunulmak üzere hazırlanan tablolara mali tablolar denilir.⁵⁶

Başka bir ifadeyle, mali tablolar, bir işletmenin varlık ve sermaye yapısı, işletme sonuçları, dönem kârının oluşumu, kullanımı ve benzeri konularda bilgiler içeren, muhasebe ilkelerine uygun olarak düzenlenen tablolar şeklinde tanımlanmaktadır. Maliye Bakanlığı Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği 1 ile mali tabloları, temel mali tablolar ve ek mali tablolar olmak üzere ikiye ayırarak düzenlemiştir.⁵⁷

1. Temel Mali Tablolar

- Bilanço
- Gelir Tablosu

2. Ek Mali Tablolar

- Fon Akım Tablosu
- Nakit Akım Tablosu
- Kâr Dağıtım Tablosu
- Özkaynaklar Değişim Tablosu

Finansal kararların doğurduğu sonuçlar finansal tablolar vasıtasıyla ölçülür ve değerlendirilir. Bir işletmenin varlıkları işletmenin pazar değerini maksimum kılacak şekilde belirlenmesi ve yönetimi, finansal tabloların çok iyi okunmasını, anlaşılmasını ve yorumlanmasını gerektirir. Bu bölümün amacı iki temel finansal tablo olan bilanço ve gelir tablosunun finansal yönetime katkıları açısından incelenmesi ve değerlendirilmesidir.

İşletmelerde finansal kararların doğurduğu sonuçlar finansal tablolar aracılığıyla incelenerek değerlendirildiği için, işletmenin varlıkları, yabancı kaynakları

⁵⁶ Ümit Ataman ve Rüstem Hacırüstemoğlu, Yöneticiler İçin Muhasebe ve Finans Bilgileri, Türkmen Kitabevi, İstanbul 1999, s.75.

ve özkaynaklarının işletmenin pazar değerini maksimum kılacak şekilde belirlenmesi ve yönetimi, finansal tabloların doğru ve anlaşılır bir şekilde kaydedilmesi, okunması ve analiz edilmesi gerekir.⁵⁸

Muhasebe sistemi uygulama tebliği'nde finansal tabloların amaçları şöyle açıklanmıştır:⁵⁹

1- Yatırımcılar, kredi verenler ve diğer ilgililer için karar almada yararlı bilgiler sağlamak.

2- Gelecekteki nakit akımlarını değerlendirmede yararlı bilgiler sağlamak.

3- Varlıklar, kaynaklar ve bunlardaki değişiklikler ile işletme faaliyet sonuçları hakkında bilgi sağlamak

Sonuç olarak, kullanıcıların finansal tablolardan güvenilir ve yararlı bilgiler elde edip isabetli analizler yapabilmeleri için, bu tabloların genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre hazırlanmaları ve finansal tablolarda yer alan bilgilerin güvenilir olması gerekir. Bu bölümün amacı, iki temel mali tablo olan bilanço ve gelir tablosunun incelenmesi ve değerlendirilmesidir.

2.4.1. Bilanço

Bilanço, bir işletmenin belli bir andaki varlıklarını, borçlarını ve özsermayesini gösteren finansal bir tablodur. İşletmenin sahip olduğu varlıklar mal ve hizmet üretimi için ayrılmış iktisadi değerler olup, bu değerler özsermaye ve yabancı kaynaklarla sağlanmış olmaktadır. Bilanço, aktif ve pasif olarak adlandırılan iki ana bölümden oluşmaktadır. Çift taraflı hesap sisteminin gereği olarak aktif ve pasif toplamalarının birbirine eşit olması gerekir. Aktif işletmenin sahip olduğu varlıkları ifade ederken, pasif bu varlıkları finanse eden özsermaye ile kısa vadeli ve uzun vadeli yabancı kaynakları ifade etmektedir.⁶⁰

⁵⁷ Ataman ve Hacırüstemoğlu, s.75.

⁵⁸ Gürsoy, s.59.

⁵⁹ Nalan Akdoğan ve Orhan Sevilengül, Tek Düzen Muhasebe Sistemi Uygulaması, Gazi Kitabevi, 12. Baskı, Ankara 2007, s.10.

⁶⁰ Ercan ve Ban, s.21-22.

Yöneticilerin temel görevi, işletme faaliyetlerinden sürekli ve tatminkâr bir kâr sağlamak ve işletmenin sürekli olarak sağlıklı bir finansal duruma sahip olmasını temin etmektir. Bu amaçların gerçekleşmesi, gelecek dönemlere ait faaliyetlerin etkili bir şekilde planlanmasına ve yeterli yönetim kontrolünün sağlanmasına bağlıdır.⁶¹

Bütün varlıklar, yabancı kaynaklar ve özsermaye bilançoda gayrisafi değerleri ile gösterilirler. Bu ilke bilançonun net değer esasına göre düzenlenmesine bir engel oluşturmaz. Bu durumda bilançoda, gayrisafi değerlerden ilgili indirim kalemleri çıkarılarak net değerler gösterilir.⁶²

Bilançolar iki farklı şekilde düzenlenebilir.

Bunlar;⁶³

1- Hesap Tipi Bilanço: Hesap tipi bilançoda sol tarafta aktifler olarak adlandırılan dönen varlıklar ve duran varlıklar yer alırken, sağ tarafta ise pasifler olarak adlandırılan kısa vadeli ve uzun vadeli borçlar ile özsermaye yer almaktadır.

Tablo 2.3. Hesap Tipi Bilanço Örneği

AKTİF İŞLETMESİ TARİHLİ BİLANÇOSU	PASİF
I. DÖNEN VARLIKLAR II. DURAN VARLIKLAR	III. KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR IV. UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR V. ÖZ SERMAYE	
AKTİF TOPLAM		PASİF TOPLAM

2- Rapor Tipi Bilanço: Rapor tipi bilanço'nun ilk olarak kullanıldığı ve geliştiği yer Amerika Birleşik Devletleri'dir. Rapor tipi bilançoda aktif değerler yukarıda, pasif değerler de aktifi takip eden bir paragraf olarak, onun altında yer alır. Ülkemizde şirketler genellikle rapor tipi bilanço'yu tercih etmektedirler.

⁶¹ Yüksel Koç Yalkın, Genel Muhasebe İlkeler ve Uygulamalar, Nobel Yayın Dağıtım, 17.Basım, Ankara 2010, s.81.

⁶² Ataman ve Hacırüstemoğlu, s.77.

⁶³ Yalkın, s.85.

Tablo 2.4.Rapor Tipi Bilanço Örneği

..... İŞLETMESİ TARİHLİ BİLANÇOSU	X	X1
AKTİF I.DÖNEN VARLIKLAR A-Hazır Değerler B-Menkul Kıymetler C-Ticari Alacaklar D-Diğer Alacaklar E-Stoklar F-Yıllara Yaygın İnşaat ve Onarım Maliyetleri G-Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları H-Diğer Dönen Varlıklar Dönen Varlıklar Toplamı II-DURAN VARLIKLAR A-Ticari Alacaklar B-Diğer Alacaklar C-Mali Duran Varlıklar D-Maddi Duran Varlıklar E-Maddi Olmayan Duran Varlıklar F-Özel Tükenmeye Tabi Varlıklar G-Gelecek Yıllara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları H-Diğer Duran Varlıklar Duran Varlıklar Toplamı AKTİF TOPLAMI PASİF I-KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR A-Mali Borçlar B-Ticari Borçlar C-Diğer Borçlar D-Alınan Avanslar E-Ödenecek Vergi ve Yükümlülükler F- Borç ve Gider Karşılıkları G-Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları H-Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar Toplamı II-UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR A-Mali Borçlar B-Ticari Borçlar C-Diğer Borçlar D-Alınan Avanslar E-Borç ve Gider Karşılıkları F-Gelecek Yıllara Ait Gelir ve Gider Kaynakları G-Diğer Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar Toplamı III-ÖZ SERMAYE A-Ödenmiş Sermaye B-Sermaye Yedekleri C-Kâr Yedekleri D-Geçmiş Yıl Kârları E-Dönem Net Kârı F-Geçmiş Yıl Zararları Öz kaynaklar Toplamı PASİF TOPLAMI		

Belli bir dönemde işletmenin bilançosunda yer alan varlıklar toplamı (aktif), kaynakları toplamına (pasif) eşittir. Bu yüzden bilançoda var olan temel eşitlik şu şekilde formüle edilmiştir;

$$\text{Aktif Toplamı} = \text{Pasif Toplamı}$$

İşletmeler sahip olduğu varlıklarında, borçlarında ve özsermayesinde zaman içerisinde sürekli değişiklik gösterirler. Ancak önemli olan bu kayıtlar doğru ve usulüne uygun bir şekilde kaydedildiği sürece yukarıda verilen denklemin eşitliğini bozabilecek herhangi bir işlem söz konusu olmaz.

Bilanço'nun daha iyi anlaşılması için bilanço tablosunda yer alan kalemler ve bunlara ait açıklamalar aşağıda belirtilmiştir.⁶⁴

Varlıklar (Aktif) : Bir firmanın varlıkları (aktif değerleri) para ile ifade edilen ve işletme için bir değeri olan maddi veya maddi olmayan faaliyet araçlarıdır. Bunlar iki grupta toplanır.

1. Dönen Varlıklar

Bir işletmenin normal faaliyet dönemi içinde, genellikle bir yılda paraya çevrilebilir veya tüketilebilir varlıklarını kapsar. Ancak bazı firmaların faaliyet dönemi bir yıldan daha uzun olabilir.

2. Duran Varlıklar

İşletme faaliyetlerinde bir yıldan daha uzun süreli olarak kullanılan ve normal koşullar altında izleyen hesap döneminde paraya çevrilmesi beklenmeyen varlıklar, duran varlıklar grubu içinde gösterilir.

Kaynaklar (Pasif): Bilançonun pasifinde yer alan kaynaklar, firmanın varlıklarının hangi kaynaklarla fonlandığını gösterir. Firmanın tüm kaynaklarının bilançolarda gösterildiği bölüm, toplam pasif veya toplam varlıklar olarak ifade dilmektedir. Pasif olarak adlandırılan bu bölümde kısa vadeli yabancı kaynaklar, uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özsermaye yer alır.

1. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Kısa süreli yabancı kaynaklar, bilançonun düzenlendiği tarihten itibaren bir yıl veya normal faaliyet dönemi içinde firmaca ödenmesi veya yerine getirilmesi gereken borçları kapsar.

2. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar

Uzun süreli yabancı kaynaklar, bilançonun düzenlendiği tarihten itibaren vadeleri bir yıldan daha uzun olan borçları kapsar. Bir firmanın kısa süreli borçları ile uzun süreli borçlarını ayırıcı ölçüt sadece vadedir.

3. Özsermaye

İşletmenin sahiplerinin işletmedeki payına özsermaye veya özkaynak olarak adlandırılmaktadır. Özsermaye hesabı, ortakların işletmenin kuruluşunda veya sonradan çeşitli adlar altında işletmeye yaptıkları sermaye yatırımlarını kapsar.

2.4.2. Gelir Tablosu

Gelir tablosu, işletmenin belli bir dönemde elde ettiği tüm gelirleri, giderleri, satışları ile faaliyetlerden elde edilen net kâr veya net zarar sonuçlarını gerçeğe uygun olarak gösteren mali tablodur. Dönem içerisinde işletme sahiplerinin haklarında artış olduğu zaman gelir, azalış olduğu zaman ise gider olarak nitelendirilir. Gelir, işletme sahiplerinin işletme varlıkları üzerindeki haklarında işletmenin faaliyetlerinden doğan brüt artıştır. Gider ise, gelir elde etmek ve işletme faaliyetlerini sürdürebilmek amacıyla işletme varlıklarının tüketilmesidir.⁶⁵

Aşağıdaki tablolarda klasik gelir tablosu ile değere dayalı gelir tablosu karşılaştırılmalı olarak sunulmuştur.⁶⁶

Tablo 2.5. Klasik Gelir Tablosu

Satışlar	
Satılan Malın Maliyeti	-
Brüt Kâr	=
Satış ve Yönetim Giderleri	-
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr	=
Faiz	-
Vergi Öncesi Kâr	=
Vergiler	-
Net Kâr	=

⁶⁴ Öztin Akgüç, Mali Tablolar Analizi, Arayış Basım ve Yayıncılık, 12.Baskı, İstanbul, 2006 s.25-31.

⁶⁵ Gürbüz Gökçen, İlkeler ve Tekdüzen Hesap planı Uygulamaları, Beta Yayınevi, 2.Basım, İstanbul 2009, s.10.

⁶⁶ Öztürk, s.362.

Tablo 2.6. Değere Dayalı Gelir Tablosu

Satışlar	
Satılan Malın Maliyeti	-
Brüt Kâr	=
Satış ve Yönetim Giderleri	-
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr (Net Faaliyet Kârı)	=
Düzeltilmiş Vergiler	-
Vergi sonrası Net Faaliyet Kârı (NOPAT)	=
Sermaye Maliyeti	-
Ekonomik Katma Değer (EVA)	=

Yukarıda görüldüğü üzere, klasik gelir tablosu ile değere dayalı gelir tablosu faiz ve vergi öncesi kâr düzeyine kadar aynıdır. Klasik gelir tablosu finansman giderlerini tutar olarak dikkate alırken, değere dayalı gelir tablosu ise sermaye maliyeti içerisinde borcun maliyeti olarak dikkate almaktadır.⁶⁷

2.5. EVA'nın Kullanım Alanları

Ekonomik katma değerın önemli kullanım alanları karar alma, performans değerlendirme ve teşvik primi olarak sıralanabilir. Bu bölümde bu konulara açıklık getirilmiştir.⁶⁸

2.5.1. Karar Alma

İşletme üst yönetimin yapacağı yatırım kararlarının alınmasında EVA mantığı yeni bir metot olarak karşımıza çıkmaktadır. Yönetimin karar alma süreci, genel olarak yatırım değerlemesi ve şirket kaynaklarının dağıtılmasını kapsar. Bu kararlarla ilgili geleneksel süreç, nakit akışı ve bununla ilgili sermaye bütçelemesi yöntemlerine dayanır. EVA sistemi yöneticilere, beklenen getirileri sermaye maliyetini aşan projelere yatırım yapmak veya getirisi sermaye maliyetini aşması beklenmeyen projelerden kaçınmasını sağlar. Sermaye tahsisinde EVA bakış açısının amacı, iş kapsamının mevcut sermaye üzerindeki getirisinin devamlı artmasına katkıda bulunmasını garanti altına almak, mevcut hissedarlara değer yaratacak yeni yatırımlar bulmak ve optimal sermaye seviyesini sürdürmektir. Örneğin karar almada EVA'nın kullanımıyla, bir şirket devralmanın, devralınan

⁶⁷ Ercan, Ban, s.353.

⁶⁸ Özevren, s.26-27.

şirketin değerini artırıp artırmayacağı ve mevcut hissedarlara gelecekte ek değer yaratıp yaratmayacağı sorularının cevabı verilebilmelidir.⁶⁹

2.5.2. Performans Değerlendirme

Günümüzde işletmelerin performansını değerlendirirken göz önünde bulundurulması gereken göstergelerden bazıları yukarıda belirtilmiştir. Bunlar arasında kârlılık işletme performansının en önemli göstergesi olarak ortaya çıkmaktadır. Bunun için işletme yönetimi, pay sahiplerine değer yaratmak zorundadır. Diğer bir deyişle, yönetim sermaye maliyetini karşılayacak yeterli değeri yaratmak zorundadır. Eğer bir işletmenin getirileri onun sermaye maliyetinin altında ise, işletme pay sahiplerinin yatırımlarının değerini yok ediyor demektir. Yönetim bu durumu tersine çevirmek için harekete geçmek zorundadır. İşletme yönetimi, harekete geçebilmek için öncelikle yaratılan ya da yok edilen değeri hesaplamak durumundadır. Bu değeri hesaplamak için muhasebe ve finansmanda birçok ölçüt vardır. Yatırım kârlılığı ve öz sermaye kârlılığı gibi geleneksel performans ölçütleri değerlemelerinde sermaye maliyetini dikkate almadıklarından, yaratılan değeri doğru olarak ölçmede yetersizdirler.⁷⁰

EVA değer yaratmayı şirketin misyonu olarak gördüğü için, işletmelerde performans değerlemede yeni bir bakış açısı getirmiştir. Şirketlerin finansal performanslarını ölçmek için kullanılan EVA analizi sadece bir şirketin yönetim kadrosuna veya şirketin tamamına uygulanan bir performans değerlendirme aracı değildir. Aynı zamanda şirketin bir bölümüne, her seviyedeki çalışanına, bir fabrikaya, bir mağazaya, hatta sadece bir ürün hattına bile uygulanabilen çağdaş bir ölçüttür.⁷¹ İşletmelerde EVA sisteminin kullanılmasının en önemli faydalarından biri de, hem yöneticilere, hem de yatırımcılara şirketin net bugünkü değerinden yola çıkarak şirket hakkında nasıl bilgi elde edileceğine ilişkin sağlam bilgiler vermesidir.⁷²

Sonuç olarak, işletmelerde performans ölçümü ve değerlendirmesi şirketin devamlılığı için çok önemlidir. Performans değerlemesi yaparken tek boyutlu olarak düşünmemek gerekir. Performans değerlemesinde EVA sisteminin başarısı, şirket üst yönetime EVA mantığını başarı ile uygulamalarını sağlayacak yetkilerin

⁶⁹ Korkmaz ve Özdemir, s.8.

⁷⁰ Raif Parlakkaya, Maliyet Ve Performans Yönetim Aracı Olarak Tümleşik Faaliyet Tabanlı Maliyetleme Ve Ekonomik Katma Değer Sistemi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi (C.V, S.2, 2003), s. 75.

⁷¹ Özevren, s.26.

⁷² Kara, s.69-70.

verilmesine ve bunun tepe yöneticiler tarafından bilinip, uygulanmasına bağlıdır. İşletmede yetkinin dağıtılması, değer yaratmak için yeni fikirlerle ilgili kararlar alma konusunda tüm yöneticileri motive etmektedir. Performans değerlemesi sonucunda yöneticilerin, işletmenin eksiklerini görüp bunları gidermesi ve işletme amaçlarına uygun doğru kararlar alarak geleceği bunların üzerine kurması işletmenin başarısı ve amaçlarının gerçekleştirilmesi için çok önemlidir.⁷³

2.5.3. Teşvik Primi

İnsanlar genellikle yaptığı işin karşılığını tam aldıklarını düşündükleri zaman, kendi kurumlarına daha fazla verimli olmak için daha çok çalışırlar. İşletmede çalışanların motivasyonunu artırmak için ihtiyaçlarının karşılanması, ödüllendirilmesi ve teşvik edilmesi gerekir. Çünkü bütün insanlar kendilerine önem ve değer verilmesini ve takdir edilmeyi ister. İşverenler başarılı çalışanları sadece sözel veya başarı belgeleriyle takdir etmemelidir. Bunlar çalışanların içsel motivasyonlarını artırırken, dışsal motivasyonlarını artırmak için de teşvikte parasal kaynaklar kullanılarak başarıyı ödüllendirmeye gidilmelidir. İşletmelerde teşvik sistemleri başarılı bir şekilde oluşturulmadığı zaman, yöneticiler yanlış kararlar alabilirler.

EVA teşvik sistemi, şirket ortaklarının yatırılan sermaye üzerinden beklediklerinden daha fazla getiri elde etmeleri durumunda, yöneticilerin prim veya ikramiye şeklinde ödüllendirilmeleri esasına dayandığı için, hissedar değerini artırma amacına dayanmaktadır.⁷⁴ Bu yüzden bütün EVA ölçüm sistemi ve yönetim programı bunun gerçekleşmesi için çalışır. Eğer yönetici yıllık EVA hedefini gerçekleştirirse hedef teşvik priminin %100'ünü almayı hak kazanırken, hedefin altına düşerse, ödenecek prim de azalacaktır. Bu bağlamda yöneticiler EVA artışı durumunda ödüllendirilirken, azalış halinde cezalandırılmaktadır. Ancak toplamda alınan primin miktarı, firmanın EVA performans hedeflerini gerçekleştirmesine ve söz konusu yöneticinin yönettiği bölümün başarısına bağlıdır.⁷⁵

Yöneticiler ile şirket sahiplerinin çıkarlarının ters düştüğü zamanlarda, yöneticiler alacağı primi düşünerek, şirket sahiplerinin zararına fakat kendi lehlerine olacak kararlar alabilmektedirler. Oysa EVA'nın kullanılması hissedarlarla yöneticilerin çıkarlarının uzlaşmasını sağlayacak, elde edilen katma değerden her iki taraf da faydalanacaktır. Bu açıdan EVA'sı yüksek olan şirketlerin piyasa değerleri

⁷³ Korkmaz ve Özdemir, s.10.

⁷⁴ Çakıcı, s.248.

⁷⁵ Özevren, s.27.

yükseleceği için, aynı zamanda hissedarların serveti artacak, diğer yandan yöneticiler de yüksek prim elde edeceklerdir.⁷⁶

Sonuç olarak EVA teşvik sisteminde temel amaç, firma yöneticilerine elde ettikleri EVA doğrultusunda teşvik primi verilerek yöneticilerle pay sahiplerini ortak amaçta buluşturup, yöneticilerin kendilerini firmanın ortakları olarak hissetmelerinin sağlanmasıdır. Böylelikle yöneticiler firmalarını daha fazla sahiplenecekler ve kısa vadeli olarak düşünmeyip, uzun vadeli olarak EVA değerini artırarak şirket değerini maksimize etmeyi hedefleyeceklerdir.⁷⁷

2.6. EVA'nın Avantajları ve Dezavantajları

Günümüz iş ortamında başarılı olmak için işletme faaliyetlerinin uzun vadeli ve gerçeğe uygun bir şekilde tasarlanması şarttır. Performansın ölçülmesi, iş planlarının değerlendirilmesi, finansmanın yönetimi, yıllık bütçenin yapılması, sermaye bütçeleme, stratejik planlama, şirket birleşmeleri, satın almalar vb. kararlarda doğru sonuçlar veren ve işletme için avantajlar sağlayan finansal yönetim sistemleri tercih edilmelidir.

İşletmeler mevcut durumları hakkında bilgi sahibi olmak ve gelecek için sağlam kararlar vermek için, birçok farklı finansal yönetim analizi kullanmaktadırlar. İşletmelerin bir dönemde yarattığı değer hesaplanmasında kullanılan her bir ölçütün kendine özgü yarar ve sakıncaları bulunmaktadır. Bunların başarısını değerlendirirken yarar ve sakıncalarının ayrı ayrı göz önünde bulundurulması gerekir. Performans ölçütlerinin yarar ve sakıncalarının değerlendirilmesinde, işletmelerin özel konumları da belirleyici olmaktadır. İşletmenin faaliyet gösterdiği sektör, işletmenin hisse senetlerinin borsada işlem görüp görmediği gibi özel koşullar, bu ölçütlerin kullanım alanlarını ve etkinliğini doğrudan etkiler. İşletmenin bir dönemde yarattığı değer belirlenmesinde giderek daha yaygın olarak kullanılan EVA'nın avantaj ve dezavantajları aşağıda açıklanmaktadır.⁷⁸

2.6.1. EVA'nın Avantajları

EVA sisteminin bir işletmede uygulanmasının işletme sahiplerine ve yöneticilere çeşitli yararları bulunmaktadır. Şirketler EVA'yı tam olarak uygulamaya başladıklarında maliyetleri toplayıp, kârı değişik bir şekilde hesaplamaktan çok,

⁷⁶ Özevren, s.27.

⁷⁷ Korkmaz ve Özdemir, s.5.

daha fazla şey yapmış olurlar. EVA yöntemini kullanmanın firmalara sağladığı avantajları aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür.⁷⁹

- EVA, hissedar zenginliğine bağlı bir ölçüm aracı olduğu için, daha yüksek bir EVA, yani daha yüksek bir pazar fiyatı için yönetimi öngörür.
- Faaliyetlerin kontrol edilmesine uygun bir araçtır.
- Daha yüksek bir EVA, her zaman hissedarların daha fazla kâr elde etmesi demektir. Bunun aksine kâr payları, pay başına gelir ve yatırım verim oranlarını artıran bazı davranışlar hissedarların yararına olmayabilir.
- EVA, faaliyet bütçeleme, sermaye bütçeleme ve devralmadan stratejik planlamaya kadar alınacak her türlü kararlarda yol gösterici olduğu için, ortak finansal yönetimin alt yapısını oluşturur.
- EVA, en alt kademedeki çalışanlara kadar anlatılabilecek düzeyde basit, fakat etkili bir yöntemdir.
- EVA, şirket yöneticilerini şirketin sahibi gibi düşünmeye ve davranmaya zorlar.
- EVA, şirketlerin amaç ve başarılarını yatırımcılara anlatmanın bir yolu ve aynı zamanda yatırımcıların da üstün performans potansiyeli olan şirketleri belirlemelerinin bir yoludur.
- EVA, tüm yönetici ve çalışanları mümkün olan en iyi performansa ulaşmak üzere cesaretlendiren ve bunların eşgüdüm içinde çalışmalarını sağlayan bir iç kontrol sistemidir.
- EVA, hisse başına nakit akımındaki veya hisse başına net defter değerindeki performansı ve o dönemde neler olduğunu açıklamakta başarılı bir sistemdir.
- EVA, arzu edilen ekonomik getiriye bütün yatırımlar açısından hesaplar ve yatırımcıların sermayesi açısından çok iyi bir yönetimsel sorumluluk sağlar.

⁷⁸ Orhan Çelik, İşletmelerde bir performans ölçütü olarak Ekonomik Katma Değer (EKD) ve Türk Telekom A.Ş.'de uygulanması, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Gelişme ve Toplum Araştırmaları Merkezi, No 45, Nisan 2002, s.1.

⁷⁹ Rüstem, Hacirüstemoğlu, Münir Şakrak ve Volkan Demir, "Etkin Performans Ölçüm Aracı (EVA) (Ekonomik Katma Değer –Ekonomik Kâr Yaklaşımı)", Mali Çözüm Dergisi, Yıl:12, Sayı:59, (Nisan, Mayıs, Haziran 2002), s.12.

- Tepe yöneticilerine daha çok kontrol imkânı veren bir ölçüt olduğu için sorumluluk yükler.

2.6.2. EVA'nın Dezavantajları

EVA yönteminin diğer performans değerlendirme ölçütlerine göre üstünlükleri olmasına rağmen, bazı dezavantajları da vardır. EVA yönteminin zayıf yönlerini şu şekilde sıralayabiliriz.⁸⁰

1. Tek dönemlik, genellikle bir yıllık bir zaman dilimini dikkate alan EVA, hisse senedi fiyatlarını, hisse değerinde stratejik bir gelişmeden ya da uzun dönemli yatırımdan dolayı ortaya çıkabilecek artışları dikkate almadan belirlediğinden, bu şekilde ortaya çıkacak bir değer artışını tam olarak yansıtamaz.

2. EVA muhasebe rakamlarına dayanarak hesaplandığı için, yöneticiler karar alma süreçlerini değiştirmek suretiyle bu rakamlar üzerinde oynayabilme imkânına sahiptirler.

3. EVA, stratejik iş birimlerinin taşıdıkları risk seviyesindeki değişimleri de tam olarak yansıtamaz. Bu tür değişimler ancak, her dönem ve her biçim için ayrı ayrı sermaye maliyetleri hesaplanması ile ölçülebilir.

4. EVA, hisse değerini kısa dönemli bir bakış açısıyla belirlemenin yanında, hisse değerinin yalnızca varlıkların etkin kullanımına bağlı hesaplanmasına imkân vermektedir. Oysa hisse senedi değeri aynı zamanda, varlıkların hangi sektörlerde kullanılacağına, genel ekonomik duruma, kurumsal stratejilere ve hisse senedi piyasalarının genel trendine de bağlıdır.

5. EVA, bölümler arasında büyüklük farklarını dikkate almamaktadır. Daha büyük bir işletme ya da bölüm, daha küçük olana göre daha fazla bir EVA yaratacaktır.

6. EVA, daha çok sermayenin etkin kullanımına odaklanmıştır. Sermayenin etkin kullanımı, imalat sanayi ya da diğer geleneksel endüstriler için oldukça önemlidir. Ancak günümüzde birçok firma daha çok hizmet, ileri teknoloji ve bilgiye dayalı sektörlerde çalışmaktadır. Bu tür şirketlerde geleneksel muhasebe sistemlerine dayanılarak, EVA türü ekonomik kâr sistemlerinin yerleştirilmesi oldukça zordur.

⁸⁰ Korkmaz ve Özdemir, s.5-6.

7. EVA performans değerlendirmesi ve teşvik sisteminin varlığı, çalışanların ücretlerinin ve hissedarların getirilerinin yükselmesini sağlayacaktır. Ancak ekonomik kârı esas alan teşvik sistemlerinin yatırımları çok fazla daraltabileceği de unutulmamalıdır. EVA'ya göre yatırım kararı alan yöneticiler gereğinden daha az yatırım yapılması yönünde eğilim gösterecek, dolayısıyla uzun dönemli şirket çıkarları doğrultusunda yapılması gereken yatırımlar gözden kaırılacaktır.

2.7. EVA'yı Artırma Yöntemleri

Firmaların EVA yöntemini kabul etmeleri ve uygulamaya başlamaları, o firmanın başarılı olacağının veya daha fazla değer yaratacağının garantisi değildir. Çünkü başarı için firmanın bir kazanma stratejisi ve uygun bir organizasyon yapısı olmalıdır. Organizasyon yapısının uygun olduğu varsayımı altında, EVA uygulamalarının başarılı olabilmesi için öncelikle şirket bünyesinde atılması gereken dört temel adım vardır. Bu adımları aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz.⁸¹

1. En başta, EVA yöntemine karşı şirketin yönetim kurulunun ve tepe yönetiminin tavrı ve duruşu olumlu olmalıdır.

2. Sistemin bütünü ele alan ayrıntılı bir uygulama planı geliştirilmelidir.

3. İşletmede uygulanacak EVA programının gerektirdiği ana kararlar mutlaka yönetim kurulunun bilgisi dâhilinde alınmalıdır. Bu kararlar arasında mutlaka EVA ölçüm merkezlerinin ne şekilde tanımlanacağı ve nasıl hesaplanacağı yer almalıdır. EVA hesaplamasına geçmeden önce muhasebe tablolarında değişiklikler yapmak gerekip gerekmediği, gerek varsa hangi muhasebe düzeltmeleri yapılacak, EVA'nın ne sıklıkla hesaplanacağı ve tüm organizasyona ait sermaye maliyetinin mi, yoksa departmanlarla ilgili sermaye maliyetinin mi kullanılacağına karar verilmelidir.

4. Son olarak şirket çalışanlarına yönelik eğitim programının başlatılmalı ve kimlerin eğitime ihtiyacı olacağı ve eğitim ihtiyaçlarının nasıl karşılanacağı tespit edilmelidir.

Organizasyon yönetiminde yukarıda verilen uygulamalar başarılı bir şekilde uygulandıktan sonra EVA aşağıdaki yollarla artırılabilir.⁸²

- Maliyetleri ve vergileri azaltarak vergi sonrası faaliyet karını arttırmakla

⁸¹ Mustafa am, Stratejik Bir Yönetim Aracı Olarak Ekonomik Katma Değer (Eva) Ve Faaliyet Tabanlı Maliyet Yönteminin (Ftmy) Birlikte Kullanımı, .Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 2006, Cilt 15, Sayı 2,, s.104.

⁸² Topal, s.254.

- Yatırılmış sermayenin vergi sonrası kârı, sermaye maliyetinden yüksek olan projelere yer vermekle,
- Sermaye maliyetinden daha az kar getiren faaliyet ve varlıklara yatırım yapılmayarak
- Toplam sermaye maliyetinin minimize edildiği optimal bir sermaye yapısı oluşturarak
- Eğer şirketin risk seviyesi düşükse daha fazla borç kullanılarak mümkün olabilmektedir.

2.8. EVA ve Verimlilik

Verimlilik kavramı üretim sistemlerinin performans değerlemesinde sıkça kullanılan bir ölçüdür. Bir işletmenin iç ve dış piyasalarda rekabet avantajı elde etmesinin en önemli şartlarından birisi verimliliğini artırmasıdır. Verimlilik, basit bir ifadeyle Çıktı/Girdi oranıyla ölçülür ve belirli girdilerle en yüksek çıktıyı elde etmek olarak tanımlanır. Verimlilik aynı zamanda, sonuçlarla, bu sonucu elde etmek için harcanan zaman arasındaki ilişki olarak da tanımlanabilmektedir.⁸³

En genel anlamıyla verimlilik, üretim sürecine sokulan çeşitli girdilerle bu sürecin sonunda elde edilen çıktılar arasındaki ilişkiyi ifade eder. Verimlilik, getirisi olmayan gereksiz harcamalardan uzak, kaynakları en doğru şekilde değerlendirerek müşteri beklentilerine uygun, yüksek katma değer yaratan, doğru ürünü doğru zamanda ve en az maliyetle üretmek demektir.⁸⁴

EVA, bir firmada katma değer nereden üretilip nereden üretilmediğini belirleyen bir finansal ölçüm sistemi olduğu için, EVA'nın maksimize edilmesi, şirketin hisse senedi fiyatının maksimum olmasını sağlayacak, bu da hissedarların servetini artıracaktır. EVA sisteminin kullanılmasından sonra, bir firmanın verimlilik göstergelerinin iyileşmesinin iki temel nedeni bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, çalışanların yaptığı üretimin kalitesi ve miktarının ölçüldüğünün bilinmesiyle ölçüm etkisi, ikincisi ise yenilik, yaratıcılık, daha fazla teknoloji kullanımı ve insan sermayesine yatırım yaparak işletmede verimlilik artışı sağlamaktadır.⁸⁵

⁸³ Yönetim Danışmanları Derneği, <http://www.ydd.org.tr/tr/MakaleGoster.asp?makaleID=18>, (22 Temmuz 2011).

⁸⁴ Süleyman Yükçü ve Gülşah Ataçan, Etkinlik, Etkililik Ve Verimlilik Kavramlarının Yarattığı Karışıklık, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 23, Sayı: 4, 2009, s.4.

⁸⁵ Korkmaz ve Özdemir, s.12

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PİYASA KATMA DEĞERİ

EVA'nın hissedarın refahındaki değişmeyi ölçmeye çalışan bir gösterge olduğu ve sermaye maliyetinden daha fazla getiri elde edilebilirse şirket değerinin arttığı yukarıda ifade edilmişti. Stern & Stewart danışmanlık şirketi, borsada işlem gören şirketler için, hissedar değeri yaratılıp yaratılmadığını gösteren bir ölçü daha tanımlamışlardır. Piyasa Katma Değeri (Market Value Added – MVA) veya pazar katma değeri olarak tanımlanan bu ölçüt aynı zamanda EVA'nın bir uzantısıdır.⁸⁶ Stewart, şirketinin değeriyle ilgilenen her yöneticinin asıl amacının şirketin MVA'sını maksimum kılmak olması gerektiğini belirtmektedir.⁸⁷

MVA, şirketin yöneticilerinin kontrolleri altındaki sınırlı kaynakların hangi etkinlikte kullandıklarının piyasada değerlendirilmesini gösterdiği için, yönetim performansının dış ölçümüdür. Piyasa değeri şirketin uzun vadeli beklentilerinin sonucunun şimdiki değeri olması nedeniyle, MVA aynı zamanda yönetimin uzun dönemdeki başarı durumunun nasıl olduğunu da yansıtır.⁸⁸

3.1. MVA'nın Tanımı

MVA, şirket sermayesinin piyasa değeri ile defter değerini karşılaştıran bir ölçüttür. MVA, şirket sermayesi ve borçlarını içine alan şirketin piyasa değeri ile hissedarlar ve şirkete borç verenler tarafından sağlanan sermaye arasındaki farktır. Bu anlamda MVA, yatırımcıların şirkete yapmış oldukları sermaye yatırımı ile içinde bulunulan dönemdeki hisse fiyatından yatırımlarını elden çıkarmaları durumunda elde edecekleri değer arasındaki farktır. Başka bir ifadeyle MVA, şirketin piyasa değeri ile defter değeri arasındaki fark olarak da tanımlanabilir.⁸⁹

⁸⁶ Özevren, s.31-32.

⁸⁷ Topal, s.254.

⁸⁸ Şamiloğlu, s.168.

⁸⁹ Okumuş, s.23.

MVA aynı zamanda hissedar değerinin ne kadar arttırıldığını ölçen gerçekçi bir ölçüttür. Çünkü bu ölçüt hem hissedarın refahının artırılma derecesini, hem de şirket yöneticilerinin uzun dönemde şirket kaynaklarını ne derecede yararlı kullandıklarını ortaya koyar.⁹⁰

MVA firmanın sınırlı kaynaklarının ne derece etkin kullanıldığını gösteren bir ölçüm aracı olduğu için, firma yönetiminin başarısını değerleyen iyi bir dış ölçüm aracıdır. Geçmişe dönük işletme performansının değerlendirilmesine ve geleceğe dönük işletme performansının tahminine olanak sağladığı için aynı zamanda bir ölçüt özelliği taşır.⁹¹

3.2. MVA'nın Hesaplanması

EVA bir şirketin performans ölçütü olarak kullanılırken, şirketin MVA'sını da kavram olarak açıklayabilmektedir. Bu bağlamda MVA, şirketin gelecekte beklenen EVA'larının bugünkü değerine eşittir. MVA şöyle formüle edilmektedir.⁹²

$$\begin{aligned} \text{MVA} &= \text{Piyasa Değeri} - \text{Özsermayenin Defter Değeri} \\ &= (\text{Toplam Hisse Sayısı} \times \text{Hisse Kapanış Fiyatı}) - (\text{Özsermayenin} \\ &\quad \text{Defter Değeri}) \end{aligned} \quad (3.1)$$

Bu finansal tanımlamanın şirket ortakları açısından önemli etkileri vardır. Eğer bir şirketin toplam piyasa değeri, şirkete yatırılan toplam özsermaye tutarından daha fazla ise, firma hissedarlar açısından değer yaratmış demektir. Tam tersi durumda ise, yani şirketin piyasa değeri yatırılan toplam özsermaye tutarından düşük ise, firma hissedarlar açısından değer kaybına sebep olmuştur. Buna göre, değer esaslı yönetim sürecini ve hissedar değerini esas alan bir firmanın amacı, hissedarların servetinin mümkün olduğunca maksimum kılınmasıdır. Şirket ortaklarının servetinin artması da ancak firmanın piyasa değeri ile toplam özsermaye değeri arasındaki farkın artması suretiyle sağlanabilir.⁹³

3.3. EVA ile MVA Arasındaki İlişki

EVA ile MVA arasındaki kavramsal farklılığın göz ardı edilemeyecek kadar önemli olduğunun belirtilmesi yerinde olacaktır. MVA bütün EVA'ların bugünkü değerleri toplamına eşittir. Buna göre EVA belli bir dönemin sonucunu yansıtırken,

⁹⁰ Özevren, s.37.

⁹¹ Topal, s.254.

⁹² Kara, s.12.

⁹³ Çakıcı, s.67.

MVA firma performansının kümülatif bir ölçütüdür. Bu bağlamda, EVA'ları artan bir firmanın piyasa değeri de artmakta, piyasa değerinin artması ise doğal olarak MVA'nın da artması anlamına gelmektedir.⁹⁴

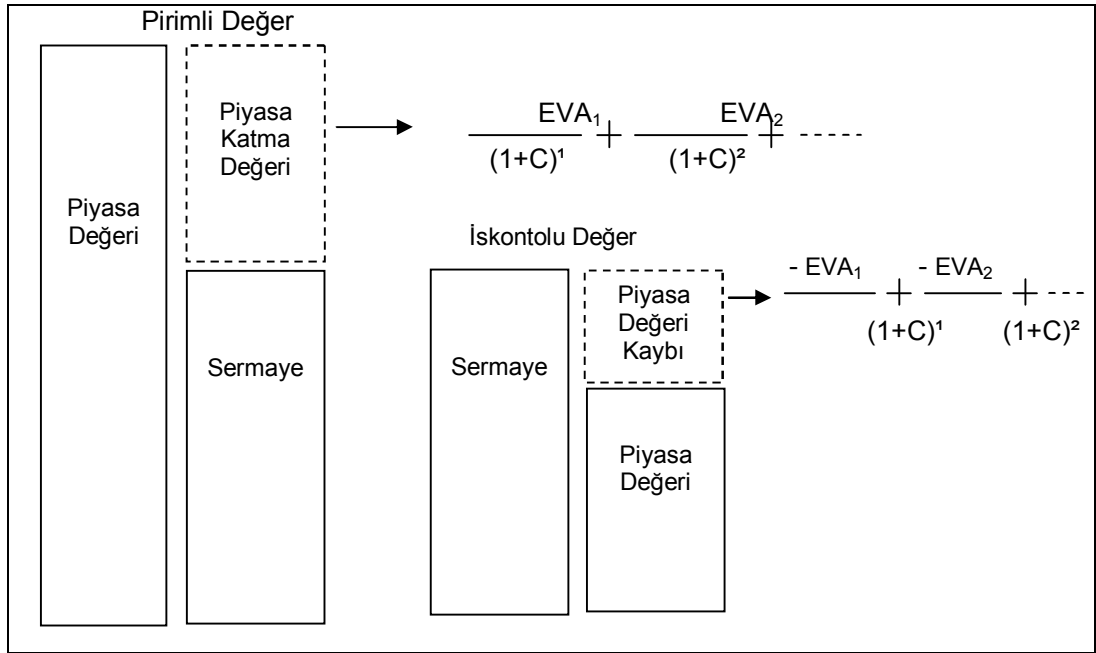
MVA şirketler için en iyi dışsal performans ölçütü, EVA ise, MVA'yı belirleyen içsel bir performans ölçütüdür. Stewart EVA ile MVA arasındaki ilişkiyi şöyle tanımlamıştır;⁹⁵

$$MVA = \text{Gelecekteki Tüm EVA'ların Şimdiki Değeri} \quad (3.2)$$

$$MVA = \text{Piyasa Değeri} - \text{Özsermayenin Defter Değeri} \quad (3.3)$$

$$\text{Piyasa Değeri} = MVA + \text{Özsermayenin Defter Değeri}$$

$$\text{Piyasa Değeri} = \text{Gelecekteki Tüm EVA'ların Bugünkü Değeri} + \text{Defter Değeri} \quad (3.4)$$



Şekil 3.1: EVA ile MVA Arasındaki İlişki

Kaynak: Çakıcı, s.77. Makelainen'den alınmıştır.

Yukarıda tanımlanan 3.2 no'lu formülden de anlaşıldığı üzere, pozitif MVA gelecekteki EVA'ların şimdiki değerinin pozitif olması anlamına geldiği için, yüksek performans beklentisi, yüksek MVA anlamına gelmektedir. EVA ile MVA arasındaki bu ilişki sayesinde EVA hissedar refahını oluştururken, MVA' da ne kadar hissedar

⁹⁴ Çakıcı, s.76.

⁹⁵ Özevren, s.34.

refahı oluşturulduğunu belirlemeye yardımcı olur. Sonuç olarak, pozitif EVA daha yüksek MVA, yani daha yüksek hissedar değeri anlamına gelmektedir.⁹⁶

3.4. Değer Tabanlı Yöntemler ile Muhasebe Tabanlı Yöntemler Arasındaki İlişki

Kullanılan performans ölçütleri yöneticilerin geçmişe yönelik değerlendirme ve geleceğe yönelik isabetli planlar yapmalarını sağlamaktadır. Performans ölçütleri yöneticilere ve yatırımcılara şirket içindeki değer yaratma süreçleri hakkında bilgi sunduğu için, yanlış performans ölçütleri kullanmak pek çok gizli maliyete neden olur. Örneğin, doğru olmayan performans ölçütleri yöneticilerin yanlış kararlar almasına ve işletmeyi beklenenin altında sonuçlara götürür. Bunun nedeni sadece yöneticilerin başarısız olması değil, kullanılan performans ölçütünün yöneticileri yanlış kararlar almaya sevk etmesidir. Bu da hissedarların zenginliğini aşındıran kaynak israfı, aşırı yatırım, beklentileri karşılamayan şirket birleşmeleri gibi durumları ortaya çıkarır.⁹⁷

Şirket performansının başarılı veya başarısız olduğunu ortaya koymak amacıyla kullanılan performans ölçütleri dört ana başlıkta incelenir.

Bunlar;⁹⁸

1. Gelir Tabanlı Ölçütler: Faaliyet kârı, net kâr, kâr marjı ve pay başına gelir gibi ölçütler olup, işletmenin tek dönemlik faaliyetleri sonucu elde ettikleri geliri ölçmeyi amaçlar. Gelir tabanlı ölçütler sermaye maliyetini göz ardı edip kâr rakamlarına göre hareket ederler. Bu durum, net bugünkü değeri negatif bile olsa vergiden sonra borç maliyetini aşan bir getiri oranına sahip yatırımları kârlı kabul etmek anlamına gelir.

2. Nakit Tabanlı Ölçütler: Nakit tabanlı ölçütlerin gelir tabanlı ölçütlere göre farkları, amortismanlar ve ertelenmiş vergiler gibi nakit çıkışı gerektirmeyen harcamaların gelire eklenmesidir.

3. Getiri Tabanlı Ölçütler: İşletmelerin varlık ve sermaye kullanımını etkin bir şekilde teşvik etmek için geliştirilen performans ölçütleridir. Satışların getirisi, özsermayenin getirisi, varlıkların getirisi ve yatırılan sermayenin getirisi gibi performans ölçütleri, piyasada en çok bilinen ve tercih edilen getiri tabanlı ölçütler

⁹⁶ Özevren, s.33.

⁹⁷ Ertuğrul, s.21.

⁹⁸ Ertuğrul, s.22.

arasında sayılabilir. Bu ölçütler performansın kapsayıcı bir göstergesi olarak kullanılamazlar. Muhasebe ölçütlerine dayanmaları nedeniyle bunlara benzer zayıflıklar taşırlar.

4. Değer Tabanlı Ölçütler: Dönemsel ölçütler ya da işletmenin dönemler boyunca oluşan değerini belli bir zaman noktasında ifade eden ölçütlerdir. Şirket ortakları için değer yaratımını ölçmek için Ekonomik Katma Değer, Ekonomik Kâr, Piyasa Katma Değeri, Nakit Katma Değer ve Yatırımların Nakit Akım Kârlılığı gibi değer tabanlı ölçütler kullanılmaktadır. Sonuç olarak işletmenin genel performansını dönemler itibariyle en doğru şekilde gösteren içsel bir dönemsel performans ölçütü benimsemesi gerekir.

Muhasebe tabanlı geleneksel performans ölçütleri merkezi anlayışın geçerli olduğu ve karar alma sorumluluklarının açıkça tanımlanmadığı dönemlerde geliştirilmişlerdir. Geleneksel performans ölçütlerinin basit olmaları, fazla emek harcanmaması, kazançlara olan bağımlılık ve kötü performansı gizlemelerinden dolayı değer tabanlı ölçütlere göre daha az tercih edilmektedir. Bu yüzden, muhasebeye dayalı geleneksel ölçütler, etkinleşen sermaye piyasalarına ve pay sahiplerine karşı gün geçtikçe yetersiz kalmaktadır. Ancak geleneksel performans ölçütleri de özellikli amaçlarla kullanıldığında doğru sonuçlara götürebilirler.⁹⁹

Yukarıda verilen değere dayalı modern performans ölçütlerinin yapmaya çalıştığı şey ise, geleneksel performans ölçütlerini işletmenin gerçek ekonomik performansını göstermeleri için düzenlemekten ve onlara gerekli yeni bilgileri ilave etmekten ibarettir. Değere dayalı bir yönetim anlayışında bir performans ölçütünden beklenen, kısa ve uzun vadeli amaçları içermesi, sermayenin maliyetini hesaba katması, risk unsurunu içermesi ve böylece işletmenin yarattığı değeri en doğru şekilde yansıtmadır.¹⁰⁰

Finansal piyasalarda sürekli yaşanan yenilikler ve gelişmeler, işletmelerin sermaye bütçelemesinde ve tahsisinde daha etkin hale gelmesini zorunlu kıldığı için, günümüzde değere dayalı yönetim anlayışı ön plana çıkmaktadır. Fakat değere dayalı finansal yöntemlerin karmaşık bir yapıya sahip olması, maliyetleri artırması ve organizasyona doğru bir şekilde uygulanmadığı takdirde sadece teorik boyutta kalıp

⁹⁹ Kara, s.15.

¹⁰⁰ Ertuğrul, s.25.

uygulamada başarılı bir sonuç elde edilememesi de bu yöntemin dezavantajını oluşturuyor.¹⁰¹

Sonuç olarak, işletmenin devamlılığı ve performansı için kullanılan bu metotların şirket yöneticileri, ortaklar ve yatırımcılar için önemi gün geçtikçe daha çok anlaşılmaktadır. Muhasebe tabanlı ölçütler hesaplamalarda cari değeri esas alırken, değer tabanlı yöntemler ise hissedar değeri anlayışının gelişmesiyle sermaye piyasalarında elde edilen getirileri kullanmak üzere şirket sahiplerine sağlanan net nakit akışlarını esas almaktadır. Ancak her iki yöntemde performans ölçümüne farklı bakış açıları getirmeleri bakımından önemlidir.¹⁰²

¹⁰¹ Gökbulut, s.36.

¹⁰² Çakıcı, s.182.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLER ÜZERİNE YAPILMIŞ BAZI ÇALIŞMALAR ve SEKTÖREL BİR UYGULAMA

Önceki bölümlerde EVA ile MVA hakkında teorik bilgiler verilerek her iki finansal performans ölçütüne detaylı bir şekilde değinilmiştir. Bu bölümde ise ilk olarak ülkemizde İMKB şirketleri için EVA ile MVA arasındaki performans ilişkisini inceleyen bazı çalışmalara yer verilmiş, daha sonra tez araştırma konusu olan 144 imalat sanayi şirketine ait çeşitli bilgiler ile bu şirketler üzerine uyguladığımız istatistiksel analizler ve sonuçları yer almaktadır.

4.1. Ülkemizde EVA ile MVA Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Bazı Çalışmalar

İMKB'de işlem gören şirketlerin EVA ve MVA değerleri arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla ülkemizde daha önce yapılmış bazı çalışmalar, elde edilen istatistiksel sonuçlar ve araştırmacılar tarafından yapılan yorumlara aşağıda yer verilmiştir.

1. Kara'nın Çalışması

İMKB'de işlem gören ve verileri süreklilik arz eden 67 şirkete ait 1993-2000 yıllarına ilişkin TL bazında EVA ve MVA mutlak değerlerinin standartlaştırılması suretiyle elde edilen standart verilerle yapılan analizde EVA ve MVA mutlak değerleri arasında %66,4'lük bir korelasyon bulunduğu anlaşılmış ve modelin parametresinin (EVA) katsayısının anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. 1993-2000 yılları MVA değerlerinin bağımlı değişken ve 1993-2000 yılları EVA değerlerinin bağımsız değişken olarak kullanıldığı regresyon analizinde ise; F testi (421,48) ve t-statistik değerine (20,53) göre modelin anlamlı olduğu, R^2 değeri (%44,11) itibariyle de EVA'nın MVA'yı açıklama gücünün bulunduğu sonuçlarına ulaşılmıştır.

Bu çalışmada ayrıca, " $MVA_t = \text{Gelecekteki Tüm EVA'ların Bugünkü Değeri}$ " olduğu tezinin İMKB şirketleri için geçerli olup olmadığını ortaya koymak amacıyla; 1993 MVA değerlerinin bugünkü değeri ile 1993-2000 yılları arasındaki EVA'ların

1993 yılına indirgenmiş değerleri kullanılarak yapılan analizde; söz konusu değerler arasında %53,3'lük bir korelasyon bulunduğu anlaşılmış ve EVA bağımsız değişken katsayısı istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Buradaki en önemli husus, 1993 yılına indirgenmiş gelecekte beklenen EVA değerlerinin bugünkü (1993) MVA değerlerini açıklama gücünün (%53,3), yıllar itibariyle mutlak değer bazında EVA değerlerinin aynı yıl MVA'sını açıklama gücünden (%66,4) daha düşük olmasıdır. Diğer taraftan, 1993 yılı MVA'sının bağımlı değişken ve 1993-2000 yılları arasındaki EVA'ların 1993 yılına indirgenmiş değerlerinin bağımsız değişken olduğu bir regresyon analizi yapılmıştır. Analizde elde edilen F testine (25,80) ve t-istatistik değerine (5,07) göre modelin anlamlı olduğu, ancak R^2 değeri (%28,41) itibarıyla indirgenmiş EVA'ların bugünkü MVA değerlerini açıklayıcılık gücünün düşük olduğu bulunmuştur. Dolayısıyla, 1993 MVA değerleri ile 1993 yılına indirgenmiş 1993-2000 yılları EVA değerleri arasında istatistiki açıdan bir ilişki bulunduğu, ancak Stewart'ın teorisinin aksine, cari yıl EVA'larının indirgenmiş EVA'lara nazaran bugünkü MVA değerlerini daha iyi açıklayabildiği belirlenmiştir.¹⁰³

2. Ergincan'ın Çalışması

Ergincan'ın çalışmasında İMKB'de işlem gören hisse senetleri için EVA-MVA-MV ilişkisi ile EVA-MVA-MV değerlerinin geleneksel performans ölçütleri ile olan istatistiksel ilişkileri araştırılmıştır. 143 şirkete ait veriler kullanılarak yapılan analizde EVA'nın kurucusu Stewart'ın çalışmasındaki yaklaşıma benzer bir model kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre EVA 1998 ile EVA 1997 ortalamasının MVA 1998 ile olan korelasyonu ve 1993-1998 yılları arasındaki EVA ve MVA farkları arasındaki korelasyon pozitif ve çok düşük çıkmıştır. Dolayısıyla, her iki ilişki de oldukça zayıftır ve Stewart'ın ABD şirketleri için yapmış olduğu çalışma sonuçlarından farklıdır.

Stewart'ın yöntemine daha yakın olması amacıyla, İMKB'de işlem gören 109 şirkete ait 1993-1998 yılları arası EVA ve MVA değerleri kullanılarak yapılan korelasyon analizinde, EVA ile MVA arasında %47 pozitif bir korelasyon bulunmuştur. Dolayısıyla, EVA'daki pozitif değişmelerin MVA'da ki değişmeleri pozitif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır. Aynı şirketler için MVA değerlerinin bağımlı değişken, EVA'nın da bağımsız değişken olarak kullanıldığı regresyon analizi sonucunda EVA'nın MVA'ları açıklama gücünün ($R^2 = \%22$) düşük olduğu

¹⁰³ Kara, s.132.

ortaya çıkmıştır. 1993-1998 yılları arası MVA ve EVA değerleri arasında her bir yıl için korelasyon katsayıları %51 çıkmıştır.¹⁰⁴

3. Gürbüz ve Ergincan'ın Çalışması

EVA'nın mucidi Stewart ABD'li 613 şirketin verilerini kullanarak bir korelasyon analizi yapmış, şirketlerin 1987-1988 yılları ortalama standart EVA ve MVA'larını hesaplamış, ayrıca EVA ve MVA'daki yıllık farkları dikkate alarak ve 1984-1985 ve 1987-1988 yıllarını baz almak suretiyle aynı analizi yinelemiştir. Çalışmada hem mutlak değer, hem de yıllık farklar bazında EVA ve MVA arasında çok yüksek bir korelasyon tespit edilmiştir.

Gürbüz ve Ergincan, Stewart'ın modelini 1995-2000 yılları arasında İMKB'de işlem gören 119 şirkete uygulamıştır. Bu çalışmada araştırmacılar, şirketler arası büyüklük farklarını en aza indirilebilmek ve şirketlerin değer yaratma konusundaki performanslarını gerek yıllar itibariyle, gerekse şirketler arası karşılaştırmalı olarak daha doğru hesaplayabilmek amacıyla, her bir şirketin EVA, MVA ve MV'lerini ilgili şirketin ödenmiş sermayesine bölmüşlerdir. Gürbüz ve Ergincan'ının yaptıkları bu çalışmanın ilk aşamasında EVA/Ödenmiş sermaye ile MVA/Ödenmiş sermaye arasında %78 oranında bir korelasyon çıkmıştır.

Araştırmacılar bu çalışmanın ikinci aşamasında, araştırma kapsamında yer alan her bir şirket için 1995 yılı EVA/Ödenmiş sermaye ve MVA/Ödenmiş sermaye oranları ile 2000 yılı oranları arasındaki farkları hesaplamışlar ve 119 şirketin 6 yıllık oran değişimini dikkate alan bir korelasyon analizi yapmışlardır. Bu analiz sonucuna göre, EVA/Ödenmiş sermaye ile MVA/Ödenmiş sermaye arasında %91 oranında bir korelasyon vardır. Bu çalışmada ayrıca, incelenen her bir şirket için her yıl hesaplanan EVA/Ödenmiş sermaye ve MVA/Ödenmiş sermaye oranlarının geometrik ortalaması hesaplanmış ve 119 şirketin 6 yıllık oran ortalamalarını dikkate alan başka bir korelasyon analizinde EVA/Ödenmiş sermaye ile MVA/Ödenmiş sermaye arasında %87 oranında korelasyon bulunmuştur.¹⁰⁵

4. Yılgör'ün Çalışması

İşletme performansının değerlendirilmesine yönelik ölçütlerin hisse senedi getirilerini açıklama gücünü karşılaştırmalı olarak göstermek için, İMKB'de işlem gören 68 sınaî kuruluşunun 1997-2002 yıllarına ait ROE, ROA, EPS, hisse başına EVA değerleri ve hisse başına MVA değerleri aynı döneme ait hisse senedi getirileri

¹⁰⁴ Gürbüz ve Ergincan, s.305.

ile regresyona analizine tabi tutulmuştur. Hiçbir işletmenin inceleme döneminin bütününde EVA yaratamadıkları, sadece 11 işletmenin inceleme döneminin bütününde MVA yarattıkları sonucu elde edilmiştir. Bazı işletmelerin pozitif EVA yarattıkları yıllarda MVA yaratamadıkları, bazı yıllarda ise negatif EVA rakamları elde etmesine karşın aynı yıllarda MVA yarattıkları saptanmıştır. Bu durum, EVA ile MVA arasında yakın ilişki olduğu yönündeki yaygın görüşü doğrulamamaktadır.

Çalışmadan elde edilen bir diğer bulgu ise, EVA ve MVA'nın hisse senedi getirilerini açıklama gücünün ($R^2 = 0.079$) alternatif olarak gösterildikleri geleneksel performans ölçütlerinden ($R^2 = 0.052$) daha yüksek olduğu yönünde iken, bu farklılaşmanın istatistikî olarak önemli bir farkının olmadığı saptanmıştır. Her bir değişkenin hisse senedi getirilerini açıklama gücü tek tek incelendiğinde ise, MVA'nın istatistikî olarak en yüksek açıklama gücüne sahip olduğu, onu ROA'nın izlediği tespit edilmiştir. Diğer taraftan, EVA ile hisse senedi getirileri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.¹⁰⁶

4.2. İMKB'de İşlem Gören İmalat Sanayi Şirketleri Üzerine Sektörel Bir Uygulama

Araştırmanın amacı, Türkiye'de imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren ve halka açık olan şirketlerin EVA ile MVA değerlerini hesaplamak, bunlar arasındaki ilişkiyi, ilişkinin yönünü, seviyesini ve ortalamalarını belirlemek ve değerlendirmektir.

Araştırmanın bu bölümünde, verileri süreklilik arz eden ve finansal bilgileri kamuya açık olan şirketlerin EVA ile MVA değerleri hesaplanmış, EVA ve MVA arasındaki ilişki, ilişkinin yönü, gücü ve ortalamalarının kıyaslanması için çeşitli istatistiksel analizler yapılmıştır. Yapılan bütün istatistiksel analizlerde EVA ve MVA'nın gerçek değerlerinden oluşan ham veriler yerine, bu verilerin standartlaştırılmış halleri kullanılmıştır. Veriler standartlaştırılarak analizin gerçekleştirilmesindeki amaç, değişkenlerin birbiri üzerindeki etkilerinin daha net olarak ortaya konması ve karşılaştırma yapılabilmesidir. Şirketlerin değer yaratma konusundaki performanslarının yıllar itibarıyla ölçülmesi amacıyla, 2.2 nolu formül yardımıyla her bir şirketin Düzeltmiş EVA'ları, 3.1 nolu formülle de MVA'ları TL bazında hesaplanmış ve bu değerler şirketlerin dönem başında sahip oldukları

¹⁰⁵ Gürbüz ve Ergincan, s.308-310.

¹⁰⁶ Ayşe Gül Yılığör, İşletme Performansının Değerlendirilmesinde Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Piyasa Katma Değeri (MVA) Yöntemleri ve Bu Yöntemlerin Hisse Senedi Getirilerini Açıklama Gücünün İncelenmesi: İMKB 100 Örneği, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, s.237-240.

toplam varlıklarına (toplam kaynaklar veya pasif toplam) bölünmüştür. Araştırmada kullanılan EVA ve MVA veri setinin hesaplanma yöntemine ilişkin bilgiler aşağıda alt başlıklar halinde sunulmuştur.

Ekonomik Katma Değer (EVA)

Firmaların ilgili dönemde hesaplanan Düzeltilmiş EVA'ları dönem başında sahip oldukları toplam varlık tutarına oranlanarak, firmanın dönem başında sahip olduğu bir birimlik toplam varlık için ilgili dönemde ne kadar katma değer sağladığı veya kaybettiği hesaplanmıştır.

$$\text{Standardize Edilmiş EVA}_t = \text{Düzeltilmiş EVA}_t / \text{Toplam Varlıklar}_{t-1} \quad (4.1.)$$

Düzeltilmiş EVA/Toplam Varlıklar oranı yüksek olan bir firma, kullandığı bir birim toplam varlık başına diğer firmalara göre daha fazla EVA elde etmiş demektir ve yüksek verimliliğe sahiptir.

Piyasa Katma Değeri (MVA)

MVA, tüm şirketler için toplam hisse senedi sayısı ile yılsonu kapanış fiyatının çarpımından özsermayenin defter değeri çıkarılarak hesaplanmıştır. İlgili dönem için hesaplanan MVA değerleri şirketlerin dönem başı toplam varlıklarına bölünmüştür.

$$\text{Standardize Edilmiş MVA}_t = \text{MVA}_t / \text{Toplam Varlıklar}_{t-1} \quad (4.2)$$

Bu formül sayesinde bir şirketin birim toplam varlık başına ne kadar piyasa değeri yarattığını veya kaybettiğini ölçmek mümkündür. MVA/Toplam Varlıklar oranı yüksek olan bir şirket, birim toplam varlık başına diğer şirketlerden daha fazla piyasa değeri yaratmış demektir.

İstatistiksel analizler yapılırken verilerin normal dağılım göstermesine dikkat edilmiş olup, normalliği bozan şirketler analiz kapsamı dışında tutulmuştur. Analizlere ait normallik testleri Kolmogrov-Simirnov ve Shapiro Wilk testlerine bakılarak anlaşılabilir. Gözlem sayısı 29'dan az olduğu zaman Shapiro Wilk testi, gözlem sayısı 29 ve daha büyük olduğu zaman ise Kolmogrov-Simirnov testi kullanılabilir.¹⁰⁷ Bu testlere ait sonuçlar EK'lerde yer almaktadır. Ayrıca bu çalışmada yapılan bütün analizlerde SPSS 17.0 programı tercih edilmiştir.

¹⁰⁷ Şeref Kalaycı ve diğerleri, SPSS Uygulamalı çok değişkenli istatistik teknikleri, Asil Yayın Dağıtım, 5.Basım, Ankara 2010, s.10.

Araştırma kapsamında yer alan imalat sanayi şirketlerinin EVA ve MVA'larının hesaplanmasında gerekli olan bazı bilgiler İMKB'nin internet sitesinden elde edilmiş, hesaplamaların çeşitli aşamalarında gerekli olan diğer bilgiler ise aşağıda tablolar halinde sunulmuştur.

Bunlardan risksiz faiz oranı olarak alınan Devlet İç Borçlanma Faiz Oranı Ortalamaları Tablo 4.1'de verilmiştir.

Tablo 4.1. Devlet İç Borçlanma Faiz Oranı Ortalamaları

Yıl	Risksiz Faiz Oranı (%)
2006	18,2342
2007	18,7998
2008	19,2664
2009	12,7000
2010	8,4536

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı Temel Ekonomik Göstergeler, <http://ekutup.dpt.gov.tr/tg/>, (02 Mart 2012).

Pazarın beklenen getirisi olarak alınan İMKB Ulusal 100 Endeksi % değişimleri aşağıda Tablo 4.2'de verilmiştir.

Tablo 4.2. İMKB Ulusal 100 Endeksi % Değişimleri

Yıl	Endeks	% Değişim
2006	39.117,46	-1,6598
2007	55.538,13	41,9779
2008	26.864,07	-51,6295
2009	52.825,02	96,6382
2010	66.004,48	24,9493

Kaynak: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senedi Verileri, <http://www.imkb.gov.tr/data/stocksdata.aspx>, (20 Şubat 2012).

Borçlanma maliyetinin hesaplanmasında kullanılan kısa vadeli (12 ay) ve uzun vadeli (24 ay) yıllık ticari kredi faiz oranı ortalamaları Tablo 4.3'te verilmiştir.

Tablo 4.3. Ortalama Ticari Kredi Faiz Oranları

Yıl	Faiz Oranı (%)	
	12 Ay	24 Ay
2006	18,78	37,56
2007	18,68	37,36
2008	18,79	37,58
2009	13,92	27,84
2010	8,90	17,80

Kaynak: İstanbul Sanayi Odası,
http://www.iso.org.tr/tr/web/statiksayfalar/Meclis_Konusmalari_28-12-11.aspx, (10 Nisan 2012).

Örnek Uygulama 2 :

Yukarıdaki tablolarda ve eklerde sunulan bilanço, gelir tablosu ve beta tablosunda yer alan veriler kullanılarak İMKB'de işlem gören ve araştırma kapsamında yer alan Adel Kalemcilik şirketinin 2010 yılına ait basit EVA, düzeltilmiş EVA, standardize edilmiş EVA ve MVA değerleri TL cinsinden olmak üzere aşağıda adım adım hesaplamıştır. Hesaplama kullanılan amortisman giderleri şirketin finansal tablolarının dipnotlarında yer almaktadır.

Basit EVA:

1. Vergi sonrası Net Faaliyet Karı (NOPAT)

$$\text{NOPAT} = \text{Faaliyet Kârı} - \text{Vergiler}$$

$$\text{NOPAT} = 28.733.473 - 5.483.481$$

$$\text{NOPAT} = 23.249.992$$

2. Yatırılan Sermaye

$$\text{Yatırılan Sermaye} = \text{Pasif Toplam} - \text{Faizsiz Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}$$

$$\text{Yatırılan Sermaye} = 91.031.840 - 8.514.081$$

$$\text{Yatırılan Sermaye} = 82.517.759$$

3. Borçlanma Maliyeti

Borçlanma Maliyeti = (Kısa vadeli finansal borçlar x Kısa vadeli ticari faiz oranı + Uzun vadeli finansal borçlar x Uzun vadeli ticari faiz oranı) / (Kısa vadeli finansal borçlar + Uzun vadeli finansal borçlar)

$$\text{Borçlanma Maliyeti} = (3.763.580 \times 0,0890 + 0 \times 0,1780) / (3.763.580 + 0)$$

$$\text{Borçlanma Maliyeti} = 0,089000 = 0,0890$$

4. Özsermaye Maliyeti

$$K_e = k_{rf} + \beta (k_m - k_{rf})$$

$$\text{Özsermaye Maliyeti} = [0,084536 + 0,562640 \times (0,249493 - 0,084536)]$$

$$= 0,177347$$

5. Şirketin AOSM 0,158990507118701 çıkmış ve hesaplamalarda bu değer kullanılmıştır. Fakat eklerdeki tablolarda ise AOSM 0,1590 olarak verilmiştir.

$$\text{Özsermaye Oranı} = 75.289.087 / 91.031.840 = 0,8271$$

$$\text{Borçlanma Oranı} = 15.742.753 / 91.031.840 = 0,1729$$

$$\text{AOSM} = \frac{\text{Ö}}{\text{Ö} + \text{B}} k_o + \frac{\text{B}}{\text{Ö} + \text{B}} k_b (1 - V)$$

$$\text{AOSM} = (0,8271 \times 0,177347) + (0,1729 \times 0,089000 \times (1 - 0,20))$$

$$\text{AOSM} = 0,158990507118701 = 0,1590$$

6. Ekonomik Katma Değer (EVA)

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{Yatırılan Sermaye} \times \text{AOSM})$$

$$\text{EVA} = 23.249.992 - (82.517.759 \times 0,158990507118701)$$

$$\text{EVA} = 10.130.451,65$$

Düzeltilmiş EVA:

1. Düzeltilmiş NOPAT

Düzeltilmiş NOPAT = Net Kâr + Amortisman Giderleri + Vergi Sonrası Finansman Giderleri

$$\text{Düzeltilmiş NOPAT} = 21.735.688 + (2.482.437 \times 0,8) + 1.475.577$$

$$\text{Düzeltilmiş NOPAT} = 25.197.215$$

2. Yatırılan sermaye yukarıda 82.517.759 TL olarak hesaplanmıştır.

3. Borçlanma maliyeti 0,0890 olarak hesaplanmıştır.

4. Özsermaye Maliyeti 0,177347 olarak hesaplanmıştır.

5. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de yukarıda 0,158990507118701 olarak hesaplanmıştır.

6. Düzeltilmiş EVA Hesaplaması

$$\text{Düzeltilmiş EVA} = \text{Düzeltilmiş NOPAT} - (\text{Yatırılan Sermaye} \times \text{AOSM})$$

$$\begin{aligned} \text{Düzeltilmiş EVA} &= 25.197.214,60 - (82.517.759 \times 0,158990507118701) \\ &= 25.197.214,60 - 13.119.540,35 \end{aligned}$$

$$\text{Düzeltilmiş EVA} = 12.077.674,25 \text{ TL}$$

Standardize Edilmiş EVA:

$$\text{Standardize Edilmiş EVA}_{2010} = \text{Düzeltilmiş EVA}_{2010} / \text{Toplam Varlıklar}_{2009}$$

$$\text{Standardize Edilmiş EVA}_{2010} = 12.077.674,25 / 73.046.265$$

$$\text{Standardize Edilmiş EVA}_{2010} = 0,16534280$$

Sonuç olarak, Adel Kalemcilik şirketinin 2010 yılına ait düzeltilmiş EVA değeri, AOSM ve yatırılan sermaye tutarının çarpımından oluşan sermaye maliyetinin yüksek olması nedeniyle, dönem sonunda bilançoda raporlanan dönem net kârından 9.658.013,75 TL düşük, basit EVA'dan ise 1.947.222,60 TL fazla çıkmıştır. Ayrıca dönem başında işletmede var olan bir birim toplam varlıkla 0,16534280 birim katma değer elde etmiştir.

MVA:

Adel Kalemcilik şirketinin 2010 yılına ait MVA'sını hesaplariken gerekli olan şirketin toplam hisse sayısı ve yılsonu hisse kapanış fiyatı İMKB'nin resmi internet sayfasından elde edilmiştir.

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

$$= (\text{Toplam Hisse Sayısı} \times \text{Hisse Kapanış Fiyatı}) - (\text{Özsermayenin Defter Değeri})$$

$$MVA = (7.875.000 \times 20.15) - (75.289.087)$$

$$MVA = 83.392.163 \text{ TL}$$

Standardize Edilmiş MVA

$$\text{Standardize Edilmiş } MVA_{2010} = MVA_{2010} / \text{Toplam Varlıklar}_{2009}$$

$$\text{Standardize Edilmiş } MVA_{2010} = 83.392.163 / 73.046.265$$

$$\text{Standardize Edilmiş } MVA_{2010} = 1,14163487$$

MVA hesaplamasında elde edilen sonuca göre Adel kalemcilik şirketi 2010 yılında dönem başında var olan bir birim toplam varlık ile 1,14163487 birim piyasa değeri elde etmiştir.

4.2.1. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Demografik Özellikleri

Araştırma kapsamında yer alan 144 imalat sanayi şirketine ait demografik özellikler aşağıda tablolar halinde ayrıntılı olarak verilmiştir.

Tablo 4.4'te firmalar çalıştırdıkları personel sayısına göre dört gruba ayrılmıştır. Bu gruplar belirlenirken, 18 Kasım 2005 tarihli Resmî Gazetenin EK 1, 25997 no lu sayısında Bakanlar Kurulu'nca yayımlanan 2005 / 9617 sayılı "Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik"¹⁰⁸ göz önünde bulundurulmuştur.

Tablo 4.4. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Çalışan Personel Sayısına Göre Sınıflandırılması

İşletme Grubu	Personel Sayısı	Toplam	(%)
Mikro İşletme	1-9	2	1,4
Küçük Ölçekli İşletme	10-49	12	8,3
Orta Büyüklükteki İşletme	50-249	25	17,4
Büyük İşletme	>= 250	105	72,9
Genel Toplam		144	100

Yukarıda ki tabloda görüldüğü üzere, araştırma konusu olan firmaların 105 tanesi 250 ve daha fazla çalışanı olan büyük ölçekli firmalardan oluşmakta, bu da incelediğimiz 144 firmanın %72,9'una tekabül etmektedir.

¹⁰⁸ Resmî Gazete, EK 1, Sayı: 25997, (18 Ocak 2012).

Araştırma kapsamında yer alan şirketlerin sektörel dağılımı ise Tablo 4.5'te ki gibidir. Şirketleri sektörel olarak sınıflandırırken İMKB'nin sektör sınıflaması esas alınmıştır.

Tablo 4.5.Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Sektörel Dağılımı

Sektörler	Toplam	Yüzde (%)
Gıda ve İçki	21	14,6
Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	23	16
Orman Ürünleri ve Mobilya	2	1,4
Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri	9	6,3
Basım, Yayım ve Bunlara Bağlı Sanayi	4	2,8
Kimya	5	3,5
Petrol ve Gaz	6	4,1
Plastik Ürünleri	5	3,5
Boya ve İlaç Sanayi	6	4,1
Cam ve Cam Ürünleri	4	2,8
Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	20	13,9
Metal Ana Sanayi	13	9
Metal Eşya Sanayi (Makine ve Gereç Hariç)	6	4,1
Elektrik Makineleri ve Aygıtları	7	4,9
Taşıt Araçları	10	6,9
Diğer İmalat Sanayi	3	2,1
Genel Toplam	144	100

Araştırma kapsamında yer alan şirketlerin bölgelere göre dağılımı Tablo 4.6'da gösterilmektedir. Tabloda görüldüğü gibi, Türkiye'nin her bölgesinden en az bir şirket araştırmada yer almaktadır. Bu firmaların 78 tanesinin ana üretim merkezi, sanayi bakımından ülkemizin en çok gelişmiş bölgesi olan Marmara bölgesinde bulunmaktadır.

Tablo 4.6. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Bölgelere Göre Dağılımı

Bölgeler	Toplam	Yüzde (%)
Akdeniz Bölgesi	9	6,2
Doğu Anadolu Bölgesi	1	0,7
Ege Bölgesi	39	27,1
Güney Doğu Anadolu Bölgesi	1	0,7
İç Anadolu Bölgesi	13	9
Marmara Bölgesi	78	54,2
Karadeniz Bölgesi	3	2,1
Genel Toplam	144	100

İMKB'de işlem gören sanayi şirketlerinin sahiplik durumlarına da bakılmıştır. Yabancı ortaklık payı %10 ve üzerinde olan şirketler yabancı şirket, yabancı ortaklık

payı %10'nun altında olan şirketler ise yerli şirket olarak kabul edilmiştir. Buna göre, incelediğimiz şirketlerin yerli ve yabancı sahiplik durumları Tablo 4.7'de ki gibidir.

Tablo 4.7. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Yerli ve Yabancı Sahiplik Durumları

Sahiplik Durumu	Toplam	(%)
Yerli	106	73,6
Yabancı	38	26,4
Genel Toplam	144	100

4.2.2. EVA ile MVA Ortalamalarının Kıyaslanması

Araştırma kapsamındaki imalat sanayi şirketlerinin 2006-2010 dönemine ait yıllar itibariyle EVA ile MVA ortalamalarının ve çalışan sayısına göre gruplandırılan şirketlerin yıllar itibariyle EVA ile MVA ortalamalarının kıyaslamasında tek yönlü anova analizi kullanılmıştır. İki ya da daha fazla grubun ortalamalarını kıyaslamak için kullanılan tek yönlü anova analizi, bağımlı değişken ile her bir bağımsız değişkeni ayrı ayrı analize tabi tutarak ayrı ayrı ortalamalar arasında fark olup olmadığını test eder.

Yapılan bütün anova analizlerine ait varyansların homojenlik test sonuçları EK'lerde tablo halinde verilmiştir. Bu tablolarda yer alan Sig. değeri 0,05'ten büyük olduğu zaman varyanslar homojen kabul edilirken, küçük olduğu zaman ise varyanslar homojen değildir varsayımı kabul edilir.¹⁰⁹

Yerli ve yabancı imalat sanayi şirketlerinin EVA ile MVA ortalamalarının kıyaslamasında Bağımsız İki Örnek T- Testi analizi kullanılmıştır. T-testi iki grubun ortalamaları arasında önemli bir fark olup olmadığını, varsa farklılıkların anlamlılık düzeylerini analiz etmek için kullanılan parametrik bir hipotez testidir.

T-Testi ve Anova analizinden elde edilen sonuçlar ve bunlara ait yorumlar aşağıdaki bölümlerde detaylı olarak sunulmuştur.

4.2.2.1. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA Ortalamalarının Kıyaslanması

Araştırma kapsamındaki imalat sanayi şirketlerinin 2006-2010 dönemine ait yıllar itibariyle EVA ortalamalarını kıyaslamak ve aralarındaki farkı ölçmek için yapılan anova analizinden elde edilen sonuçlar aşağıda verilen tablolarda yer almaktadır.

¹⁰⁹ Kalaycı ve diğerleri, s.138.

Bu bölümde yapılan Anova analizinde varyanslar homojen olmadığı için Tamhane testi kullanılmıştır.

EVA ortalamalarına ait hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

H_0 = Araştırma kapsamındaki şirketlerin yıllar itibariyle EVA ortalamaları arasında anlamlı bir fark yoktur.

H_1 = Araştırma kapsamındaki şirketlerin yıllar itibariyle EVA ortalamaları arasında anlamlı bir fark vardır.

Tablo 4.8. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA Ortalamalarına Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Yıl	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
2006	114	,04479371	,109024237	,010211055	,02456377	,06502365	-,184152	,376788
2007	129	-,08842312	,100905434	,008884228	-,10600208	-,07084415	-,424561	,137617
2008	111	,23798758	,153827134	,014600625	,20905256	,26692259	-,112191	,681567
2009	122	-,19559684	,151178098	,013687022	-,22269391	-,16849977	-,665964	,146422
2010	127	-,02559960	,103117074	,009150161	-,04370750	-,00749170	-,368738	,256741
Total	603	-,01160438	,189194119	,007704580	-,02673550	,00352674	-,665964	,681567

Tablo 4.8'de Mean sütununda elde edilen istatistiksel sonuçlara göre, şirketlerin EVA ortalamasının en fazla olduğu yıl 2008 yılıdır. Daha sonra sırasıyla 2006, 2010, 2007 ve 2009 yılları takip etmektedir.

Tablo 4.9. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA Ortalamalarına Ait Anova Tablosu

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	12,194	4	3,048	194,874	,000
Within Groups	9,355	598	,016		
Total	21,548	602			

Şirketlerin yıllık EVA ortalamaları arasında bir farklılık olup olmadığını belirlemek için anova tablosunda yer alan Sig. değerine bakılır. Bu tabloda yer alan ,000 Sig. değeri 0,05'ten küçük olduğu için yıllık EVA ortalamaları arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamlıdır denilebilir. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilirken,

alternatif hipotez olan H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Fakat hangi yılların ortalamaları arasında fark olduğunu öğrenmek için aşağıda yer alan çoklu karşılaştırma tablosuna bakmak gerekir.

Tablo 4.10. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA Ortalamalarına Ait Çoklu Karşılaştırma Tablosu

(I) Yıl	(J) Yıl	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
2006	2007	,133216827*	,013534961	,000	,09495936	,17147429
	2008	-,193193866*	,017816956	,000	-,24363755	-,14275018
	2009	,240390547*	,017076306	,000	,19209898	,28868212
	2010	,070393309*	,013710984	,000	,03164006	,10914656
2007	2006	-,133216827*	,013534961	,000	-,17147429	-,09495936
	2008	-,326410693*	,017091161	,000	-,37483813	-,27798325
	2009	,107173720*	,016317600	,000	,06100357	,15334387
	2010	-,062823518*	,012753625	,000	-,09884245	-,02680459
2008	2006	,193193866*	,017816956	,000	,14275018	,24363755
	2007	,326410693*	,017091161	,000	,27798325	,37483813
	2009	,433584413*	,020012817	,000	,37700845	,49016037
	2010	,263587175*	,017230894	,000	,21477409	,31240026
2009	2006	-,240390547*	,017076306	,000	-,28868212	-,19209898
	2007	-,107173720*	,016317600	,000	-,15334387	-,06100357
	2008	-,433584413*	,020012817	,000	-,49016037	-,37700845
	2010	-,169997238*	,016463900	,000	-,21657378	-,12342070
2010	2006	-,070393309*	,013710984	,000	-,10914656	-,03164006
	2007	,062823518*	,012753625	,000	,02680459	,09884245
	2008	-,263587175*	,017230894	,000	-,31240026	-,21477409
	2009	,169997238*	,016463900	,000	,12342070	,21657378

Yukarıdaki tabloda şirketlerin yıllık ortalama farkları Mean Diffrence kolonunda, anlamlılık düzeyleri ise Sig. sütununda yer almaktadır. Karşılaştırma tablosunda yer alan anlamlılık düzeyleri 0,05'ten küçük olan yılların ortalamaları arasında anlamlı bir fark vardır denilir. Bu tabloda elde edilen anlamlılık sonuçlarından görüldüğü üzere, şirketlerin bütün yıllara ait EVA ortalamaları arasında anlamlı bir fark bulunmaktadır.

4.2.2.2. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin MVA Ortalamalarının Kıyaslanması

Araştırma kapsamındaki imalat sanayi şirketlerinin 2006-2010 dönemine ait yıllar itibariyle MVA ortalamalarını kıyaslamak ve aralarındaki farkı ölçmek için yapılan anova analizinden elde sonuçlar aşağıdaki tablolarda yer almaktadır. Varyanslar homojen olmadığı için analizde Tamhane testi kullanılmıştır.

Şirketlerin MVA ortalamalarına ait hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

H_0 = Araştırma kapsamındaki şirketlerin yıllar itibariyle MVA ortalamaları arasında anlamlı bir fark yoktur.

H_1 = Araştırma kapsamındaki şirketlerin yıllar itibariyle MVA ortalamaları arasında anlamlı bir fark vardır.

Tablo 4.11. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin MVA Ortalamalarına Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Yıl	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
2006	114	,11005332	,289209320	,027086935	,05638921	,16371742	-,478520	,978186
2007	129	,24977784	,398468232	,035083172	,18035980	,31919589	-,914293	1,322281
2008	111	-,23143118	,232064289	,022026568	-,27508267	-,18777969	-,706160	,314066
2009	122	,08963787	,299101664	,027079392	,03602707	,14324867	-,810607	,844335
2010	127	,34795287	,498510684	,044235670	,26041178	,43549396	-1,058287	1,936196
Total	603	,12305869	,408455788	,016633606	,09039175	,15572564	-1,058287	1,936196

Tablo 4.11'in Mean (ortalama) sütunundaki istatistiksel sonuçlara göre şirketlerin MVA ortalamasının en fazla olduğu yıl 2010, daha sonra sırasıyla 2007, 2006, 2009 ve 2008 yıllarıdır.

Tablo 4.12. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin MVA Ortalamalarına Ait Anova Tablosu

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	22,599	4	5,650	43,406	,000
Within Groups	77,836	598	,130		
Total	100,435	602			

Anova tablosunda yer alan Sig. değeri 0,05'ten küçük olduğu için şirketlerin yıllık MVA ortalamaları arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu sonuca göre H_0 hipotezi reddedilirken, alternatif hipotez olan H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Ancak hangi yılların MVA ortalamaları arasında anlamlı bir fark olduğunu öğrenmek için aşağıda yer alan çoklu karşılaştırma tablosuna bakmak gerekir.

Tablo 4.13. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin MVA Ortalamalarına Ait Çoklu Karşılaştırma Tablosu

(I) Yıl	(J) Yıl	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
2006	2007	-,139724529 ⁻	,044323030	,018	-,26500210	-,01444696
	2008	,341484496 ⁻	,034912343	,000	,24272982	,44023917
	2009	,020415447	,038301377	1,000	-,08783671	,12866760
	2010	-,237899550 ⁻	,051869996	,000	-,38468989	-,09110921
2007	2006	,139724529 ⁻	,044323030	,018	,01444696	,26500210
	2008	,481209025 ⁺	,041424614	,000	,36400757	,59841048
	2009	,160139976 ⁻	,044318421	,004	,03489807	,28538188
	2010	-,098175021	,056459042	,581	-,25770294	,06135290
2008	2006	-,341484496 ⁻	,034912343	,000	-,44023917	-,24272982
	2007	-,481209025 ⁻	,041424614	,000	-,59841048	-,36400757
	2009	-,321069049 ⁻	,034906492	,000	-,41976045	-,22237765
	2010	-,579384046 ⁻	,049416234	,000	-,71941727	-,43935082
2009	2006	-,020415447	,038301377	1,000	-,12866760	,08783671
	2007	-,160139976 ⁻	,044318421	,004	-,28538188	-,03489807
	2008	,321069049 ⁻	,034906492	,000	,22237765	,41976045
	2010	-,258314997 ⁻	,051866058	,000	-,40508021	-,11154979
2010	2006	,237899550 ⁺	,051869996	,000	,09110921	,38468989
	2007	,098175021	,056459042	,581	-,06135290	,25770294
	2008	,579384046 ⁺	,049416234	,000	,43935082	,71941727
	2009	,258314997 ⁻	,051866058	,000	,11154979	,40508021

Çoklu karşılaştırma tablosunda şirketlerin yıllık ortalama farkları Mean Diffrence kolonunda, anlamlılık düzeyleri ise Sig. sütununda yer almaktadır. Bu tabloda yer alan anlamlılık düzeyleri 0,05'ten küçük olan yılların ortalamaları arasında anlamlı bir fark vardır. Sig. sütununda elde edilen sonuçlara göre, 2006 ile 2009 ve 2007 ile 2010 yıllarına ait MVA ortalamaları arasında anlamlı bir fark tespit edilmezken, diğer yılların MVA ortalamaları arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir fark tespit edilmiştir.

4.2.2.3. Yerli ve Yabancı Şirketlerin EVA Ortalamalarının Kıyaslanması

Bu bölümde, yerli ve yabancı şirketlerin 2006-2010 dönemine yıllar itibariyle EVA ortalamaları arasında fark olup olmadığı ve hangi grubun EVA konusunda daha başarılı olduğunu tespit etmek için yapılan analizler ve bunlara ait sonuçlar yer almaktadır.

Analizlerde yer alan hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

H_0 = Yerli ve yabancı şirketlerin yıllar itibariyle EVA ortalamaları arasında anlamlı bir fark yoktur.

H_1 = Yerli ve yabancı şirketlerin yıllar itibariyle EVA ortalamaları arasında anlamlı bir fark vardır.

Tablo 4.14. Yerli ve Yabancı Şirketlerin EVA Ortalamalarına Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Yıl	Sahiplik Bakımından	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
2006	Yerli Şirketler	85	0,02343260	0,10722657	0,01163036
	Yabancı Şirketler	35	0,08428651	0,12262198	0,02072690
2007	Yerli Şirketler	94	-0,09627232	0,09656854	0,00996029
	Yabancı Şirketler	35	-0,06284237	0,11302863	0,01910533
2008	Yerli Şirketler	86	0,22735841	0,14496739	0,01563224
	Yabancı Şirketler	34	0,21113979	0,15984815	0,02741373
2009	Yerli Şirketler	81	-0,19851526	0,14435804	0,01603978
	Yabancı Şirketler	34	0,19465832	0,31805636	0,05454622
2010	Yerli Şirketler	96	-0,02027245	0,11004396	0,01123132
	Yabancı Şirketler	33	-0,01979179	0,11202378	0,01950084

Tablo 4.14'teki Mean (Ortalama) sütunundaki yıllık ortalamalara göre, 2008 yılı hariç diğer bütün yıllarda yabancı şirketlerin EVA ortalaması, yerli şirketlerin EVA ortalamasından daha yüksek çıkmıştır. Ancak bu farkın rastlantısal mı, yoksa gerçek bir başarının göstergesi mi olduğunu belirleyebilmek için aşağıda yer alan test tablosunu incelememiz gerekir.

Tablo 4.15. Yerli ve Yabancı Şirketlerin EVA Ortalamalarına Ait İstatistiksel Sonuçlar

Yıl	Varyans Dağılımı	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.						95% Confidence Interval of the Difference	
				t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	Lower	Upper
2006	Equal variances assumed	0,254	0,616	-2,708	118	0,008	-0,060854	0,022470	-0,105350	-0,016358
	Equal variances not assumed			-2,560	56,513	0,013	-0,060854	0,023767	-0,108455	-0,013252
2007	Equal variances assumed	0,088	0,768	-1,668	127	0,098	-0,033430	0,020047	-0,073098	0,006239
	Equal variances not assumed			-1,552	53,547	0,127	-0,033430	0,021546	-0,076635	0,009775
2008	Equal variances assumed	0,332	0,566	0,536	118	0,593	0,016219	0,030241	-0,043667	0,076104
	Equal variances not assumed			0,514	55,665	0,609	0,016219	0,031558	-0,047007	0,079444
2009	Equal variances assumed	18,66	0,000	-9,142	113	0,000	-0,393174	0,043008	-0,478380	-0,307967
	Equal variances not assumed			-6,915	38,834	0,000	-0,393174	0,056856	-0,508191	-0,278156
2010	Equal variances assumed	0,037	0,848	-0,022	127	0,983	-0,000481	0,022307	-0,044623	0,043661
	Equal variances not assumed			-0,021	54,722	0,983	-0,000481	0,022504	-0,045585	0,044623

Levene's Test for Equality of Variances testi anlamlılık düzeyini gösteren Sig. değeri 0,05'den büyük olduğu zaman iki grubun varyanslarının homojen olduğu, küçük olduğu zaman homojen olmadığı anlaşılmaktadır. Grupların varyansları aynı olduğunda Equal variances assumed satırındaki Sig. değeri, aynı olmadığı zaman ise Equal variances not assumed satırındaki Sig. değeri dikkate alınır. Sig. (2-tailed) değeri 0,05'ten küçük olduğu zaman ortalamalar arasında fark vardır, büyük olduğu zaman ise fark yoktur denilir.

Yukarıda verilen bilgilerden hareketle bu analizden elde edilen sonuçlar şöyledir;

- 2006 yılında 0,616 Sig. değerine karşılık gelen 0,008 Sig. (2-tailed) değeri 0,05'ten küçük olduğu için grupların EVA ortalamaları arasında istatistiksel

olarak anlamlı bir fark vardır. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilirken, alternatif hipotez olan H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2007 yılında 0,768 Sig. değerine karşılık gelen 0,098 Sig. (2-tailed) değeri 0,05'ten büyük olduğu için grupların EVA ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark yoktur. Dolayısıyla, H_0 hipotezi kabul edilirken, alternatif hipotez olan H_1 hipotezi reddedilmiştir.

- 2008 yılında 0,566 Sig. değerine karşılık gelen 0,593 Sig. (2-tailed) değeri 0,05'ten büyük olduğu için grupların EVA ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark yoktur. Elde edilen bu sonuca göre, H_0 hipotezi kabul edilirken, alternatif hipotez olan H_1 hipotezi reddedilmiştir.

- 2009 yılında 0,000 Sig. değerine karşılık gelen 0,000 Sig. (2-tailed) değeri 0,05'ten küçük olduğu için grupların EVA ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark vardır denilir. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilirken, alternatif hipotez olan H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2010 yılında 0,848 Sig. değerine karşılık gelen 0,983 Sig. (2-tailed) değeri 0,05'ten büyük olduğu için grupların EVA ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark yoktur. Bu sonuca göre, H_0 hipotezi kabul edilirken, alternatif hipotez olan H_1 hipotezi reddedilmiştir.

4.2.2.4. Yerli ve Yabancı Şirketlerin MVA Ortalamalarının Kıyaslanması

Yerli ve yabancı şirketlerin 2006-2010 döneminde yıllar itibariyle MVA ortalamaları arasında fark olup olmadığı ve hangi grubun MVA konusunda daha başarılı olduğu analiz edilerek sonuçlar aşağıda açıklanmaktadır.

Analizde kullanılan hipotez testleri aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

H_0 = Yerli ve yabancı şirketlerin yıllar itibariyle MVA ortalamaları arasında anlamlı bir fark yoktur.

H_1 = Yerli ve yabancı şirketlerin yıllar itibariyle MVA ortalamaları arasında anlamlı bir fark vardır.

Tablo 4.16. Yerli ve Yabancı Şirketlerin MVA Ortalamalarına Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Yıl	Sahiplik Bakımından	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
2006	Yerli Şirketler	85	0,05614425	0,26231908	0,02845250
	Yabancı Şirketler	35	0,41035097	0,44213657	0,07473472
2007	Yerli Şirketler	94	0,19686970	0,38783981	0,04000262
	Yabancı Şirketler	35	0,42341669	0,49092768	0,08298192
2008	Yerli Şirketler	86	-0,18756394	0,33807614	0,03645569
	Yabancı Şirketler	34	-0,14552115	0,30464333	0,05224590
2009	Yerli Şirketler	81	0,01129778	0,26888297	0,02987589
	Yabancı Şirketler	34	0,19465832	0,31805636	0,05454622
2010	Yerli Şirketler	96	0,31325372	0,52697772	0,05378444
	Yabancı Şirketler	33	0,53882521	0,50629569	0,08813477

Tablodaki Mean (Ortalama) sütunundaki ortalamalara göre, bütün yıllarda yabancı şirketlerin MVA ortalaması, yerli şirketlerin MVA ortalamasından daha yüksek çıkmıştır. Ancak bu farkın rastlantısal mı, yoksa gerçek bir başarının göstergesi mi olduğunu belirleyebilmek için aşağıda yer alan test tablosunu incelememiz gerekir.

Tablo 4.17. Yerli ve Yabancı Şirketlerin MVA Ortalamalarına Ait İstatistiksel Sonuçlar

Yıl	Dağılım	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
									95% Confidence Interval of the Difference	
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	Lower	Upper
2006	Equal variances assumed	10,800	0,001	-5,435	118	0,000	-0,354207	0,065175	-0,483272	-0,225142
	Equal variances not assumed			-4,429	44,195	0,000	-0,354207	0,079968	-0,515351	-0,193063
2007	Equal variances assumed	1,063	0,304	-2,737	127	0,007	-0,226547	0,082758	-0,390310	0,062784
	Equal variances not assumed			-2,459	50,639	0,017	-0,226547	0,092121	-0,411519	-0,041575
2008	Equal variances assumed	0,558	0,456	-0,631	118	0,529	-0,042043	0,066664	-0,174055	0,089969
	Equal variances not assumed			-0,66	66,809	0,512	-0,042043	0,063708	-0,169210	0,085125
2009	Equal variances assumed	0,211	0,647	-3,158	113	0,002	-0,183361	0,058060	-0,298387	-0,068334
	Equal variances not assumed			-2,948	53,773	0,005	-0,183361	0,062192	-0,308060	-0,058661
2010	Equal variances assumed	0,158	0,692	-2,142	127	0,034	-0,225571	0,105303	-0,433948	-0,017195
	Equal variances not assumed			-2,185	57,582	0,033	-0,225571	0,103250	-0,432280	-0,018863

Yerli ve yabancı şirketlerin yıllık MVA ortalamalarını gösteren tablo 4.17'deki istatistiksel sonuçlara göre;

- 2006 yılında 0,001 Sig. değerine karşılık gelen 0,000 Sig. (2-tailed) değeri 0,05'ten küçük olduğu için grupların MVA ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark vardır. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilirken, alternatif hipotez olan H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2007 yılında 0,304 Sig. değerine karşılık gelen 0,007 Sig. (2-tailed) değeri 0,05'ten küçük olduğu için, grupların MVA ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark vardır. Dolayısıyla H_0 hipotezi reddedilirken alternatif hipotez olan H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2008 yılında 0,456 Sig. değerine karşılık gelen 0,529 Sig. (2-tailed) değeri 0,05'ten büyük olduğu için, grupların MVA ortalamaları arasında istatistiksel

olarak anlamlı bir fark yoktur. Elde edilen bu sonuca göre H_0 hipotezi kabul edilirken, alternatif hipotez olan H_1 hipotezi reddedilmiştir.

- 2009 yılında 0,647 Sig. değerine karşılık gelen 0,002 Sig. (2-tailed) değeri 0,05'ten küçük olduğu için grupların MVA ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark vardır denilir. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilirken, alternatif hipotez olan H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2010 yılında 0,692 Sig. değerine karşılık gelen 0,034 Sig. (2-tailed) değeri 0,05'ten küçük olduğu için grupların MVA ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark vardır denilir. Bu sonuca göre H_0 hipotezi reddedilirken, alternatif hipotez olan H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

4.2.2.5. Çalışan Sayısına Göre Şirketlerin EVA Ortalamalarının Kıyaslanması

Çalışan sayısına göre gruplandırılan şirketlerin 2006-2010 dönemine ait yıllar itibariyle EVA ortalamalarını kıyaslamak için kullanılan anova (varyans) analizinde bağımlı ve bağımsız değişkenler vardır. Bu analizde bağımsız değişken çalışan sayısı grupları, bağımlı değişken ise EVA'dır. Varyans analizinde ulaşılmak istenilen sonuç, bağımsız değişken olan çalışan sayısı gruplarıyla bağımlı değişken olan EVA ortalamaları arasında fark olup olmadığı ve hangi grubun EVA konusunda daha başarılı olduğunu tespit etmektir. Çalışan sayısına göre gruplandırılan şirketlere uygulanan bütün analizlerde, mikro ölçekli işletme sayısı az olduğundan küçük ölçekli işletmelere dâhil edilmiştir.

Ayrıca bu bölümde yapılan anova analizlerinde 2008-2009 yıllarında varyanslar homojen olduğu için Tukey testi, diğer yıllarda varyanslar homojen olmadığı için Tamhane testi kullanılmıştır.

Analizde kullanılan hipotez testleri aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

H_0 = Çalışan sayısına göre şirketlerin yıllar itibariyle EVA ortalamaları arasında anlamlı bir fark yoktur.

H_1 = Çalışan sayısına göre şirketlerin yıllar itibariyle EVA ortalamaları arasında anlamlı bir fark vardır.

Tablo 4.18. Çalışan Sayısına Göre Şirketlerin EVA Ortalamalarına Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Yıl	Çalışan Sayısına Göre	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
						Lower Bound	Upper Bound		
2006	Küçük	11	-0,077674	0,100928	0,030431	-0,145479	-0,009870	-0,184152	0,125715
	Orta	22	-0,013135	0,192341	0,041007	-0,098414	0,072145	-0,378533	0,376788
	Büyük	89	0,068450	0,088296	0,009359	0,049851	0,087050	-0,182002	0,268038
	Toplam	122	0,040563	0,123692	0,011199	0,018393	0,062734	-0,378533	0,376788
2007	Küçük	12	-0,131083	0,159774	0,046123	-0,232599	-0,029568	-0,333977	0,173491
	Orta	25	-0,102210	0,122208	0,024442	-0,152655	-0,051765	-0,297644	0,228315
	Büyük	93	-0,079993	0,086757	0,008996	-0,097861	-0,062126	-0,424561	0,132985
	Toplam	130	-0,088982	0,102861	0,009021	-0,106831	-0,071132	-0,424561	0,228315
2008	Küçük	12	0,081228	0,217615	0,062820	-0,057039	0,219494	-0,257728	0,493963
	Orta	24	0,166743	0,247061	0,050431	0,062418	0,271068	-0,303331	0,893351
	Büyük	89	0,242339	0,165166	0,017508	0,207546	0,277132	-0,229468	0,681567
	Toplam	125	0,212358	0,193893	0,017342	0,178033	0,246683	-0,303331	0,893351
2009	Küçük	11	-0,264964	0,203650	0,061403	-0,401778	-0,128150	-0,665964	0,024708
	Orta	23	-0,164538	0,157381	0,032816	-0,232595	-0,096482	-0,442757	0,196417
	Büyük	91	-0,194873	0,145036	0,015204	-0,225078	-0,164668	-0,619928	0,146422
	Toplam	125	-0,195460	0,153665	0,013744	-0,222663	-0,168256	-0,665964	0,196417
2010	Küçük	12	-0,098181	0,178296	0,051470	-0,211465	0,015103	-0,368738	0,256741
	Orta	24	-0,034182	0,136490	0,027861	-0,091817	0,023453	-0,296397	0,333108
	Büyük	92	-0,011733	0,087434	0,009116	-0,029840	0,006374	-0,193203	0,277786
	Toplam	128	-0,024047	0,110696	0,009784	-0,043408	-0,004686	-0,368738	0,333108

Yukarıdaki tabloda her grup için yıllar itibariyle ortalama, standart sapma, standart hata vb. gibi temel istatistiksel veriler yer almaktadır. Tablodaki Mean sütununda verilen yıllık ortalamalardan elde edilen sonuçlar aşağıdaki gibidir.

- 2006, 2007, 2008 ve 2010 yıllarında EVA ortalamasına göre ilk sırada büyük işletmeler, ikinci sırada orta büyüklükteki işletmeler, üçüncü sırada ise küçük ölçekli işletmeler gelmektedir.

- 2009 yılında EVA ortalaması en fazla olan grup orta büyüklükteki işletmeler grubudur. İkinci sırada büyük işletmeler, üçüncü sırada ise küçük ölçekli işletmeler yer almaktadır.

Tablo 4.19. Çalışan Sayısına Göre Şirketlerin EVA Anova Tablosu

Yıl		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
2006	Between Groups	0,286	2	0,143	10,891	0,000
	Within Groups	1,565	119	0,013		
	Total	1,851	121			
2007	Between Groups	0,033	2	0,017	1,581	0,210
	Within Groups	1,332	127	0,010		
	Total	1,365	129			
2008	Between Groups	0,336	2	0,168	4,742	0,010
	Within Groups	4,325	122	0,035		
	Total	4,662	124			
2009	Between Groups	0,075	2	0,038	1,607	0,205
	Within Groups	2,853	122	0,023		
	Total	2,928	124			
2010	Between Groups	0,082	2	0,041	3,493	0,033
	Within Groups	1,474	125	0,012		
	Total	1,556	127			

Grupların EVA ortalamaları arasında anlamlı bir farkın olup olmadığını öğrenmek için, yukarıda yer alan anova tablosundaki Sig. değerine bakmak gerekir. Bu tabloda yer alan Sig. değeri 0,05'ten küçük olduğu zaman grupların yıllık EVA ortalamaları arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlıdır, büyük olduğu zaman ise istatistiksel olarak anlamsızdır denilir.

Anova tablosundan elde edilen sonuçlara göre;

- 2006, 2008 ve 2010 yıllarında Sig. değeri 0,05'ten küçük olduğu için grupların EVA ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılığın olduğu söylenebilir. Bu sonuca göre, H_0 hipotezi reddedilirken, alternatif hipotez olan H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2007 ve 2009 yıllarında Sig. değeri 0,05'ten büyük olduğu için grupların EVA ortalamaları arasında anlamlı bir fark bulunamamıştır. Dolayısıyla bu yıllarda H_0 hipotezi kabul edilirken, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Anova tablosu gruplar arasındaki farklılıkları bir bütün olarak değerlendirdiği için, yıllık olarak hangi ikili gruplar arasındaki farklılığın anlamlı olduğuna ilişkin bilgi vermez. Hangi grupların yıllık EVA ortalamaları arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olduğunu öğrenmek için aşağıda verilen EVA çoklu karşılaştırma tablosuna bakmak gerekir.

Tablo 4.20. Çalışan Sayısına Göre Şirketlerin EVA Çoklu Karşılaştırma Tablosu

Yıl	(I) Gruplar	(J) Gruplar	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
						Lower Bound	Upper Bound
2006	Küçük	Orta	-0,064539	0,051065	0,518	-0,193447	0,064369
		Büyük	-,146124529*	0,031838	0,002	-0,234361	-0,057888
	Orta	Küçük	0,064539	0,051065	0,518	-0,064369	0,193447
		Büyük	-0,081585	0,042062	0,182	-0,189786	0,026615
	Büyük	Küçük	,146124529*	0,031838	0,002	0,057888	0,234361
		Orta	0,081585	0,042062	0,182	-0,026615	0,189786
2007	Küçük	Orta	-0,028874	0,052199	0,930	-0,16668	0,108933
		Büyük	-0,05109	0,046992	0,655	-0,181531	0,079351
	Orta	Küçük	0,028874	0,052199	0,930	-0,108933	0,16668
		Büyük	-0,022216	0,026045	0,784	-0,08797	0,043537
	Büyük	Küçük	0,05109	0,046992	0,655	-0,079351	0,181531
		Orta	0,022216	0,026045	0,784	-0,043537	0,08797
2008	Küçük	Orta	-0,085516	0,066572	0,407	-0,243468	0,072437
		Büyük	-,161111624*	0,057904	0,017	-0,298499	-0,023724
	Orta	Küçük	0,085516	0,066572	0,407	-0,072437	0,243468
		Büyük	-0,075596	0,043309	0,193	-0,178353	0,027161
	Büyük	Küçük	,161111624*	0,057904	0,017	0,023724	0,298499
		Orta	0,075596	0,043309	0,193	-0,027161	0,178353
2009	Küçük	Orta	-0,100426	0,056058	0,177	-0,233432	0,032581
		Büyük	-0,070091	0,048814	0,326	-0,185909	0,045728
	Orta	Küçük	0,100426	0,056058	0,177	-0,032581	0,233432
		Büyük	0,030335	0,035688	0,673	-0,054341	0,115011
	Büyük	Küçük	0,070091	0,048814	0,326	-0,045728	0,185909
		Orta	-0,030335	0,035688	0,673	-0,115011	0,054341
2010	Küçük	Orta	-0,064000	0,038390	0,294	-0,157159	0,029160
		Büyük	-,086448214*	0,033327	0,032	-0,167321	-0,005575
	Orta	Küçük	0,064000	0,038390	0,294	-0,029160	0,157159
		Büyük	-0,022449	0,024888	1,000	-0,082844	0,037946
	Büyük	Küçük	,086448214*	0,033327	0,032	0,005575	0,167321
		Orta	0,022449	0,024888	1,000	-0,037946	0,082844

Tablo 4.20'de grupların yıllar itibariyle ortalama farkları Mean Difference kolonunda, anlamlılık düzeyleri ise Sig. sütununda yer almaktadır. Bu tabloda yer alan anlamlılık düzeyleri 0,05'ten küçük olan grupların EVA ortalamaları arasında anlamlı bir farklılık olduğu söylenebilir.

Grupların yıllık EVA çoklu karşılaştırma tablosundan elde edilen bulgulara göre;

- 2006 yılında küçük ölçekli işletmeler ile büyük işletmelerin EVA ortalamaları arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlıdır.

- 2007 yılında hiçbir grubun EVA ortalamaları arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olduğu söylenemez.

- 2008 yılında küçük ölçekli işletmeler ile büyük işletmelerin EVA ortalamaları arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olduğu söylenebilir.

- 2009 yılında hiçbir grubun EVA ortalamaları arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır.

- 2010 yılında ise, küçük ölçekli işletmeler ile büyük işletmelerin EVA ortalamaları arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

4.2.2.6. Çalışan Sayısına Göre Şirketlerin MVA Ortalamalarının Kıyaslanması

Çalışan sayısına göre oluşturulan grupların 2006-2010 dönemine ait yıllar itibariyle MVA ortalamalarının kıyaslanmasında da, EVA'da olduğu gibi, tek yönlü anova analizi kullanılmıştır. Anova analizinde kullanılan bağımsız değişken çalışan sayısı grupları, bağımlı değişken ise MVA'dır. Bu bölümde yapılan anova analizinde 2007 ve 2008 yıllarında varyanslar homojen olduğu için Tukey testi, diğer yıllarda ise varyanslar homojen olmadığı için Tamhane testi kullanılmıştır. Varyanslara ait yıllık homojenlik test sonuçları EK'lerde tablo halinde verilmiştir.

MVA analizine ait hipotez testleri aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

H_0 = Çalışan sayısına göre şirketlerin yıllar itibariyle MVA ortalamaları arasında anlamlı bir fark yoktur.

H_1 = Çalışan sayısına göre şirketlerin yıllar itibariyle MVA ortalamaları arasında anlamlı bir fark vardır.

Tablo 4.21. Çalışan Sayısına Göre Şirketlerin MVA Ortalamalarına Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Yıl	Çalışan Sayısına Göre	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
						Lower Bound	Upper Bound		
2006	Küçük	11	0,411933	0,627739	0,189270	-0,009788	0,833654	-0,216237	1,714371
	Orta	22	0,228956	0,472775	0,100796	0,019339	0,438572	-0,443443	1,587405
	Büyük	89	0,119066	0,305301	0,032362	0,054754	0,183378	-0,478520	0,978186
	Toplam	122	0,165288	0,383387	0,034710	0,096570	0,234006	-0,478520	1,714371
2007	Küçük	12	0,587147	0,505009	0,145783	0,266279	0,908014	-0,092098	1,440212
	Orta	25	0,472418	0,486025	0,097205	0,271796	0,673039	-0,231892	1,702695
	Büyük	93	0,169961	0,366009	0,037953	0,094582	0,245340	-0,914293	1,082550
	Toplam	130	0,266635	0,430970	0,037799	0,191850	0,341421	-0,914293	1,702695
2008	Küçük	12	-0,127263	0,273736	0,079021	-0,301187	0,046660	-0,541584	0,458410
	Orta	24	0,014407	0,349831	0,071409	-0,133313	0,162128	-0,520974	0,815828
	Büyük	89	-0,223197	0,259636	0,027521	-0,277890	-0,168504	-0,706160	0,475927
	Toplam	125	-0,168367	0,293213	0,026226	-0,220276	-0,116459	-0,706160	0,815828
2009	Küçük	11	0,373677	0,435657	0,131356	0,080999	0,666355	-0,262749	1,144569
	Orta	23	0,334561	0,367521	0,076633	0,175633	0,493489	-0,372500	1,205555
	Büyük	91	0,028301	0,272058	0,028519	-0,028358	0,084960	-0,810607	0,572732
	Toplam	125	0,115046	0,336727	0,030118	0,055434	0,174657	-0,810607	1,205555
2010	Küçük	12	0,737277	0,852815	0,246186	0,195425	1,279130	-0,396209	2,685384
	Orta	24	0,520158	0,502701	0,102613	0,307886	0,732431	-0,389899	1,933431
	Büyük	92	0,256187	0,431739	0,045012	0,166777	0,345598	-1,058287	1,420799
	Toplam	128	0,350784	0,518015	0,045786	0,260181	0,441387	-1,058287	2,685384

MVA tanımlayıcı istatistik tablosunda yıllar itibariyle her bir grup için ortalama, standart sapma, standart hata vb. temel istatistiksel veriler yer almaktadır. Bu tablodaki Mean (ortalama) sütunundaki grupların yıllık ortalamalarından elde edilen bulgular aşağıda sunulmuştur.

- 2006, 2007, 2009 ve 2010 yıllarında MVA ortalaması en fazla olan grup küçük ölçekli işletmelerdir. İkinci sırada orta büyüklükteki işletmeler, üçüncü sırada ise büyük işletmeler yer almaktadır.

- 2008 yılında ise, MVA ortalamasına göre ilk sırada orta büyüklükteki işletmeler, ikinci sırada küçük ölçekli işletmeler, üçüncü sırada ise büyük işletmeler gelmektedir.

Tablo 4.22. Çalışan Sayısına Göre Şirketlerin MVA Anova Tablosu

Yıl		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
2006	Between Groups	0,948	2	0,474	3,352	0,038
	Within Groups	16,837	119	0,141		
	Total	17,785	121			
2007	Between Groups	3,161	2	1,580	9,649	0,000
	Within Groups	20,799	127	0,164		
	Total	23,960	129			
2008	Between Groups	1,090	2	0,545	6,944	0,001
	Within Groups	9,571	122	0,078		
	Total	10,661	124			
2009	Between Groups	2,529	2	1,264	13,378	0,000
	Within Groups	11,531	122	0,095		
	Total	14,060	124			
2010	Between Groups	3,304	2	1,652	6,711	0,002
	Within Groups	30,775	125	0,246		
	Total	34,079	127			

Yukarıda gruplara ait anova tablosunda yer alan Sig. değeri bütün yıllarda 0,05'ten küçük olduğu için, grupların yıllar itibariyle MVA ortalamaları arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla bütün yıllar için H_0 hipotezi reddedilirken, alternatif hipotez olan H_1 hipotezi kabul edilmiştir

Anova tablosu yıllık olarak hangi ikili gruplar arasındaki farklılığın anlamlı olduğuna ilişkin bilgi vermez. Bu bağlamda, hangi grupların yıllık MVA ortalamaları arasındaki farkın anlamlı olduğunu öğrenmek için, aşağıda sunulan MVA çoklu karşılaştırma tablosunu incelemek gerekir.

Tablo 4.23. Çalışan Sayısına Göre Şirketlerin MVA Çoklu Karşılaştırma Tablosu

Yıl	(I) Gruplar	(J) Gruplar	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
						Lower Bound	Upper Bound
2006	Küçük	Orta	0,182978	0,138901	0,388	-0,146689	0,512645
		Büyük	,292867092 [*]	0,120217	0,043	0,007545	0,578189
	Orta	Küçük	-0,182978	0,138901	0,388	-0,512645	0,146689
		Büyük	0,109889	0,089559	0,440	-0,102671	0,322449
	Büyük	Küçük	-,292867092 [*]	0,120217	0,043	-0,578189	-0,007545
		Orta	-0,109889	0,089559	0,440	-0,322449	0,102671
2007	Küçük	Orta	0,114729	0,142122	0,699	-0,222315	0,451773
		Büyük	,417185444 [*]	0,124132	0,003	0,122805	0,711566
	Orta	Küçük	-0,114729	0,142122	0,699	-0,451773	0,222315
		Büyük	,302456540 [*]	0,091170	0,003	0,086246	0,518667
	Büyük	Küçük	-,417185444 [*]	0,124132	0,003	-0,711566	-0,122805
		Orta	-,302456540 [*]	0,091170	0,003	-0,518667	-0,086246
2008	Küçük	Orta	-0,141671	0,099028	0,328	-0,376631	0,093289
		Büyük	0,095934	0,086135	0,507	-0,108434	0,300302
	Orta	Küçük	0,141671	0,099028	0,328	-0,093289	0,376631
		Büyük	,237604664 [*]	0,064423	0,001	0,084751	0,390459
	Büyük	Küçük	-0,095934	0,086135	0,507	-0,300302	0,108434
		Orta	-,237604664 [*]	0,064423	0,001	-0,390459	-0,084751
2009	Küçük	Orta	0,039116	0,152075	0,992	-0,363230	0,441462
		Büyük	0,345376	0,134416	0,076	-0,032630	0,723382
	Orta	Küçük	-0,039116	0,152075	0,992	-0,441462	0,363230
		Büyük	,306260458 [*]	0,081768	0,002	0,098818	0,513703
	Büyük	Küçük	-0,345376	0,134416	0,076	-0,723382	0,032630
		Orta	-,306260458 [*]	0,081768	0,002	-0,513703	-0,098818
2010	Küçük	Orta	0,217119	0,175427	0,433	-0,198988	0,633225
		Büyük	,481089877 [*]	0,152291	0,006	0,119862	0,842318
	Orta	Küçük	-0,217119	0,175427	0,433	-0,633225	0,198988
		Büyük	0,263971	0,113729	0,057	-0,005790	0,533732
	Büyük	Küçük	-,481089877 [*]	0,152291	0,006	-0,842318	-0,119862
		Orta	-0,263971	0,113729	0,057	-0,533732	0,005790

Yukarıdaki çoklu karşılaştırma tablosunda grupların yıllık ortalama farkları Mean Diffrence kolonunda, anlamlılık düzeyleri ise Sig. sütununda yer almaktadır. Anlamlılık düzeyleri 0,05'ten küçük olan grupların MVA otalamaları arasında anlamlı bir farklılık olduğunu söyleyebiliriz.

Gruplara ait MVA çoklu karşılaştırma tablosundaki bilgilere göre;

- 2006 yılında küçük ölçekli işletmeler ile büyük işletmelerin MVA ortalamaları arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

- 2007 yılında küçük ölçekli işletmeler ile büyük işletmelerin ve orta büyüklükteki işletmeler ile büyük işletmelerin MVA ortalamaları arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlıdır.

- 2008 yılında orta büyüklükteki işletmeler ile büyük işletmelerin MVA ortalamaları arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlıdır.

- 2009 yılında, 2008 yılında olduğu gibi, sadece orta büyüklükteki işletmeler ile büyük işletmelerin MVA ortalamaları arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

- 2010 yılında küçük ölçekli işletmeler ile büyük işletmelerin MVA ortalaması arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

4.2.3. EVA ile MVA Değerleri Arasındaki Korelasyon ve Regresyon Analizi Sonuçları

Aşağıdaki bölümlerde, İMKB’de işlem gören imalat sanayi şirketlerinin 2006-2010 dönemlerine ait standartlaştırılmış EVA ile MVA değerlerine %95 güven aralığında uygulanan pearson korelasyonu ile basit doğrusal regresyon analizine ait sonuçlar yer almaktadır.

Korelasyon ve regresyon analizlerinden kısaca bahsedilecek olursa;

Korelasyon, iki değişken arasındaki doğrusal ilişkiyi, bu ilişkinin derecesini ve bağımsız değişken değiştiğinde bağımlı değişkenin ne yönde değiştiğini ölçmek için kullanılan istatistiksel bir analizdir. Korelasyon analizi yapabilmek için her iki değişkeninde sürekli olmaları ve normal dağılım göstermeleri gerekir. Pearson korelasyon analizi sonucunda korelasyon katsayısı -1 ile +1 arasında değer alır. Eğer $r=-1$ ise iki değişken arasında negatif doğrusal ilişki vardır, $r=1$ ise iki değişken arasında pozitif doğrusal ilişki vardır ve $r=0$ ise iki değişken arasında ilişki yoktur denilir.¹¹⁰

Basit Doğrusal Regresyon analizi ise, bir bağımlı değişken ile bir bağımsız veya birden fazla bağımsız değişken arasındaki neden-sonuç ilişkisini bulmamıza imkân veren bir analiz yöntemidir.¹¹¹

MVA'nın bağımlı değişken, EVA'nın bağımsız değişken olarak kullanıldığı regresyon analizinde modelimiz aşağıdaki gibidir.

¹¹⁰ Kalaycı ve diğerleri, s.116.

¹¹¹ Kalaycı ve diğerleri, s.199.

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X + \varepsilon$$

β_0 = Sabit Terim (Bağımlı Değişkenin Tahmini Değeri)

Y = MVA (Bağımlı Değişken)

X = EVA (Bağımsız Değişken)

ε = Hata Terimi

β_1 = Regresyon Kat Sayısı (Bağımsız Değişkenin Kat Sayısı)

4.2.3.1. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA ile MVA Değerleri Arasındaki İlişki

İMKB'de işlem gören imalat sanayi şirketlerinin 2006-2010 dönemine ait yıllık EVA ile MVA değerleri arasındaki pearson korelasyon katsayıları, aralarındaki ilişki ve regresyon sonuçlarının özet tabloları aşağıda yer almaktadır.

Analizlerde hipotez testleri aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

H_0 = Araştırma kapsamındaki şirketlerin yıllar itibariyle EVA ile MVA değerleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 = Araştırma kapsamındaki şirketlerin yıllar itibariyle EVA ile MVA değerleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 4.24. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Korelasyon Katsayıları Tablosu

Yıl	Değişken	EVA	MVA	Değişken	EVA	MVA			
2006	eva	Pearson Correlation	1	,195 [*]	mva	Pearson Correlation	,195 [*]	1	
		Sig. (2-tailed)		0,037			Sig. (2-tailed)	0,037	
		N	114	114			N	114	114
2007	eva	Pearson Correlation	1	,204 [*]	mva	Pearson Correlation	,204 [*]	1	
		Sig. (2-tailed)		0,020			Sig. (2-tailed)	0,020	
		N	129	129			N	129	129
2008	eva	Pearson Correlation	1	-,427 ^{**}	mva	Pearson Correlation	-,427 ^{**}	1	
		Sig. (2-tailed)		0,000			Sig. (2-tailed)	0,000	
		N	111	111			N	111	111
2009	eva	Pearson Correlation	1	,292 ^{**}	mva	Pearson Correlation	,292 ^{**}	1	
		Sig. (2-tailed)		0,001			Sig. (2-tailed)	0,001	
		N	122	122			N	122	122
2010	eva	Pearson Correlation	1	0,168	mva	Pearson Correlation	0,168	1	
		Sig. (2-tailed)		0,059			Sig. (2-tailed)	0,059	
		N	127	127			N	127	127

Tablo 4.24'te şirketlerin yıllık EVA ile MVA değerlerine uygulanan pearson korelasyon analizinden elde edilen sonuçlar yer almaktadır.

Bu sonuçlara göre;

- 2006 yılında EVA ile MVA arasında %19,5 korelasyon değeri ile pozitif yönlü çok zayıf düzeyde anlamlı bir ilişki saptanmıştır. H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2007 yılında EVA ile MVA arasında %20,4 korelasyon değeri ile pozitif yönlü çok zayıf düzeyde anlamlı bir ilişki saptanmıştır. H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2008 yılında EVA ile MVA arasında %42,7'lik korelasyon değeri ile negatif yönlü zayıf düzeyde anlamlı bir ilişki saptanmış ve H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2009 yılında EVA ile MVA arasında %29,2 korelasyon değeri ile pozitif yönlü zayıf düzeyde anlamlı bir ilişki saptanmıştır. H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2010 yılında EVA ile MVA arasındaki korelasyon değeri %16,8'dir. Dolayısıyla, iki değişken arasındaki ilişki pozitif yönlü olmakla beraber, çok zayıf düzeyde olup, anlamlı değildir. Anlamlı bir ilişki tespit edilemediği için H_0 hipotezi kabul edilirken, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 4.25. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Regresyon Analizi Tablosu

Yıl	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
2006	1	,195 ^a	0,038	0,030	0,284905831
2007	1	,204 ^a	0,042	0,034	0,391582704
2008	1	,427 ^a	0,183	0,175	0,21076087
2009	1	,292 ^a	0,085	0,077	0,287293239
2010	1	,168 ^a	0,028	0,020	0,493388737

Yukarıdaki tabloda, şirketlerin EVA değerlerinin bağımsız ve MVA değerlerinin bağımlı değişken olarak kullanıldığı regresyon analizi özet değerleri yer almaktadır. Tablodaki R^2 (R Square) değerine göre, 2006 yılında bağımlı değişken MVA'nın %3,8'i EVA bağımsız değişkeni tarafından açıklanabilirken, 2007 yılında %4,2'si, 2008 yılında %18,3'ü, 2009 yılında %8,5'i, 2010 yılında ise %2,8'i açıklanabilmektedir.

Tablo 4.26. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Anova Analizi Tablosu

Yıl	Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
2006	1 Regression	0,360	1	0,360	4,440	,037 ^a
	Residual	9,091	112	0,081		
	Total	9,452	113			
2007	1 Regression	0,850	1	0,850	5,541	,020 ^a
	Residual	19,474	127	0,153		
	Total	20,323	128			
2008	1 Regression	1,082	1	1,082	24,361	,000 ^a
	Residual	4,842	109	0,044		
	Total	5,924	110			
2009	1 Regression	0,920	1	0,920	11,151	,001 ^a
	Residual	9,904	120	0,083		
	Total	10,825	121			
2010	1 Regression	0,884	1	0,884	3,630	,059 ^a
	Residual	30,429	125	0,243		
	Total	31,313	126			

Anova tablosunda göz önünde bulundurulması gereken en önemli değer modelin anlamlılığını gösteren F değeri ve bu değer anlamlılık düzeyini gösteren Sig. değeridir. Sig. değerinin 2006 yılında 0,037, 2007 yılında 0,020, 2008 yılında 0,000, 2009 yılında 0,001 olduğu görülmektedir. Elde edilen bu Sig. değerlerine göre, bu yıllarda EVA ile MVA arasında anlamlı bir ilişki vardır ve bu değişkenlerin oluşturduğu regresyon modelleri güvenilir ve geçerlidir. 2010 yılında ise Sig. değeri 0,059'dir. Bu değer 2010 yılında EVA ile MVA arasında anlamlı bir ilişki olmadığı anlamına gelmektedir. Bu nedenle, 2010 yılında oluşturulan regresyon modelinin güvenilirliği yoktur denilebilir.

Tablo 4.27. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Parametre Katsayıları Tablosu

Yıl	Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
2006	1 (Constant)	0,087	0,029		3,009	0,003
	eva	0,518	0,246	0,195	2,107	0,037
2007	1 (Constant)	0,321	0,046		6,994	0,000
	eva	0,807	0,343	0,204	2,354	0,020
2008	1 (Constant)	-0,078	0,037		-2,109	0,037
	eva	-0,645	0,131	-0,427	-4,936	0,000
2009	1 (Constant)	0,202	0,043		4,748	0,000
	eva	0,577	0,173	0,292	3,339	0,001
2010	1 (Constant)	0,369	0,045		8,172	0,000
	eva	0,812	0,426	0,168	1,905	0,059

Tablo 4.27’de modelin parametre değerleri ve bunlara ilişkin t değerleri yer almaktadır. T istatistiği değişkenlerin ayrı ayrı anlamlı olup olmadığını test etmek amacıyla kullanılır. 2010 yılı dışındaki (Sig.>0,05) yıllarda parametrelere ait t istatistik değerlerinden modele dâhil edilen her bir değişkenin %5 anlamlılık düzeyinde elde edilen Sig. değerleri 0,05’ten küçük olduğu için değişkenler arasındaki ilişkinin anlamlı olduğunu söylenebilir. Bu tablodaki bulgulara göre bağımsız değişken EVA’daki 1 birimlik pozitif/negatif değişim bağımlı değişken MVA’yı aynı yönde 2006 yılında 0,518 birim, 2007 yılında 0,807 birim, 2008 yılında -0,645 birim, 2009 yılında 0,577 birim, 2010 yılında 0,812 birim etkilemektedir. EVA değişkeni 2008 yılında MVA’yı negatif yönde etkilerken, diğer yıllarda pozitif yönde etkilemektedir.

Tablodaki verilere göre her yıla ilişkin modeller aşağıdaki gibi olur.

$$2006 \quad Y = 0,087 + 0,518 X$$

$$2007 \quad Y = 0,321 + 0,807 X$$

$$2008 \quad Y = -0,078 + -0,645 X$$

$$2009 \quad Y = 0,202 + 0,577 X$$

$$2010 \quad Y = 0,369 + 0,812 X$$

4.2.3.2. Yerli şirketlerde EVA ile MVA Değerleri Arasındaki İlişi

Bu bölümde, yerli şirketlerin 2006-2010 dönemine ait yıllık EVA ile MVA değerleri kullanılarak yapılan korelasyon ve regresyon analizinden elde edilen sonuçlar yer almaktadır.

Bu analizde kullanılan hipotezler şöyledir;

H_0 = Yerli şirketlerin yıllar itibariyle EVA ile MVA değerleri arasında anlamlı bir ilişi yoktur.

H_1 = Yerli şirketlerin yıllar itibariyle EVA ile MVA değerleri arasında anlamlı bir ilişi vardır.

Tablo 4.28. Yerli Şirketlerin Korelasyon Katsayıları Tablosu

Yıl	Değişken	eva	mva	Değişken	eva	mva
2006	eva Pearson Correlation	1	-0,097	mva Pearson Correlation	-0,097	1
	Sig. (2-tailed)		0,379	Sig. (2-tailed)	0,379	
	N	85	85	N	85	85
2007	eva Pearson Correlation	1	0,192	mva Pearson Correlation	0,192	1
	Sig. (2-tailed)		0,064	Sig. (2-tailed)	0,064	
	N	94	94	N	94	94
2008	eva Pearson Correlation	1	-,278**	mva Pearson Correlation	-,278**	1
	Sig. (2-tailed)		0,010	Sig. (2-tailed)	0,010	
	N	86	86	N	86	86
2009	eva Pearson Correlation	1	,362**	mva Pearson Correlation	,362**	1
	Sig. (2-tailed)		0,001	Sig. (2-tailed)	0,001	
	N	81	81	N	81	81
2010	eva Pearson Correlation	1	0,124	mva Pearson Correlation	0,124	1
	Sig. (2-tailed)		0,227	Sig. (2-tailed)	0,227	
	N	96	96	N	96	96

Yerli şirketlerin EVA ile MVA değerlerine uygulanan pearson korelasyon analizinden elde edilen ve Tablo 4.28'de verilen sonuçlara göre;

- 2006 yılında EVA ile MVA arasında %9,7 korelasyon değeri ile negatif yönlü çok zayıf düzeyde, anlamlı olmayan bir ilişki saptanmıştır. EVA ile MVA arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmediği için H_0 hipotezi kabul edilirken, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

- 2007 yılında EVA ile MVA değerleri arasında %19,2 korelasyon değeri ile pozitif yönlü çok zayıf düzeyde anlamlı olmayan bir ilişki tespit edildiği için, H_0 hipotezi kabul edilirken, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

- 2008 yılında EVA ile MVA arasında %27,8 korelasyon değeri ile negatif yönlü zayıf düzeyde anlamlı bir ilişki saptanmış, dolayısıyla H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2009 yılında EVA ile MVA arasında %36,2 korelasyon değeri ile pozitif yönlü zayıf düzeyde anlamlı bir ilişki saptanmıştır. H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2010 yılında EVA ile MVA arasında %12,4 korelasyon değeri ile pozitif yönlü çok zayıf düzeyde, ancak anlamlı olmayan bir ilişki saptanmıştır. 2006 ve

2007 yıllarında olduğu gibi anlamlı bir ilişki tespit edilemediği için, H_0 hipotezi kabul edilirken H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 4.29. Yerli Şirketlerin Regresyon Analizi Tablosu

Yıl	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
2006	1	,097 ^a	0,009	-0,003	0,262659281
2007	1	,192 ^a	0,037	0,026	0,382699109
2008	1	,278 ^a	0,077	0,066	0,326718959
2009	1	,362 ^a	0,131	0,120	0,252190258
2010	1	,124 ^a	0,015	0,005	0,525657929

4.29 numaralı tabloda yerli şirketlerin EVA değerlerinin bağımsız, MVA değerlerinin bağımlı değişken olarak alındığı EVA'nın MVA'yı açıklama gücünü ölçen regresyon analizi özet değerleri yer almaktadır. Bu tablodaki R^2 değerine göre 2006 yılında bağımlı değişken MVA'nın %0,9'u EVA bağımsız değişkeni tarafından açıklanabilirken, 2007 yılında %3,7'si, 2008 yılında %7,7'si, 2009 yılında %13,1'i, 2010 yılında ise %1,5'i EVA tarafından açıklanabilmektedir.

Tablo 4.30. Yerli Şirketlerin Anova Analizi Tablosu

Yıl	Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
2006	1 Regression	0,054	1	0,054	0,783	,379 ^a
	Residual	5,726	83	0,069		
	Total	5,78	84			
2007	1 Regression	0,515	1	0,515	3,515	,064 ^a
	Residual	13,474	92	0,146		
	Total	13,989	93			
2008	1 Regression	0,749	1	0,749	7,012	,010 ^a
	Residual	8,967	84	0,107		
	Total	9,715	85			
2009	1 Regression	0,759	1	0,759	11,941	,001 ^a
	Residual	5,024	79	0,064		
	Total	5,784	80			
2010	1 Regression	0,408	1	0,408	1,478	,227 ^a
	Residual	25,974	94	0,276		
	Total	26,382	95			

Yukarıda söylendiği gibi anova tablosunda göz önünde bulundurulması gereken en önemli değer, modelin bir bütün olarak anlamlı olup olmadığını gösteren F değeri ve Sig. değeridir. Sig. değeri 2008 yılında 0,010, 2009 yılında 0,001 bulunmuştur. 2008 ve 2009 yıllarında elde edilen bu Sig. değerlerine göre EVA ile MVA arasında anlamlı bir ilişki vardır ve aynı zamanda bu değişkenlerin oluşturduğu regresyon modelleri güvenilir ve geçerlidir. Sig. değeri 2006 yılında 0,379, 2007

yılında 0,064, 2010 yılında 0,227 bulunduğundan, bu yıllarda EVA ve MVA arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Aynı zamanda bu yıllarda oluşturulan regresyon modellerinin güvenilirliğide yoktur.

Tablo 4.31. Yerli Şirketlerin Parametre Katsayıları Tablosu

Yıl	Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
2006	¹ (Constant)	0,062	0,029		2,115	0,037
	eva	-0,236	0,267	-0,097	-0,885	0,379
2007	¹ (Constant)	0,271	0,056		4,850	0,000
	eva	0,770	0,411	0,192	1,875	0,064
2008	¹ (Constant)	-0,040	0,066		-0,614	0,541
	eva	-0,647	0,244	-0,278	-2,648	0,010
2009	¹ (Constant)	0,145	0,048		3,037	0,003
	eva	0,675	0,195	0,362	3,456	0,001
2010	¹ (Constant)	0,325	0,055		5,963	0,000
	eva	0,596	0,490	0,124	1,216	0,227

Modelin parametre katsayıları ve bunlara ilişkin t değerleri ile anlamlılık düzeylerinin yer aldığı Tablo 4.31'deki 2006, 2007 ve 2010 yıllarına ilişkin Sig. değerleri 0,05'ten büyük olduğu için, bu yıllarda anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir. Fakat 2008 ve 2009'da parametrelere ait t istatistik değerlerinden modele dâhil edilen her bir değişkenin %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğunu görmekteyiz. Ayrıca, bu tabloda elde edilen bulgulara göre bağımsız değişken EVA'daki 1 birimlik pozitif/negatif değişim bağımlı değişken MVA'yı aynı yönde 2006 yılında -0,236 birim, 2007 yılında 0,770 birim, 2008 yılında -0,647 birim, 2009 yılında 0,675 birim, 2010 yılında 0,596 birim etkilemektedir. EVA değişkeni 2006 ve 2008 yıllarında MVA'yı negatif yönde etkilerken, diğer yıllarda pozitif yönde etkilemektedir.

Parametre katsayıları tablosunda elde edilen verilere göre yıllara ilişkin modeller aşağıdaki gibi olur.

$$2006 \quad Y = 0,062 + -0,236 X$$

$$2007 \quad Y = 0,271 + 0,770 X$$

$$2008 \quad Y = -0,040 + -0,647 X$$

$$2009 \quad Y = 0,145 + 0,675 X$$

$$2010 \quad Y = 0,325 + 0,596 X$$

4.2.3.3. Yabancı Şirketlerin EVA ile MVA Değerleri Arasındaki İlişki

Yabancı şirketlerin 2006-2010 dönemine ait yıllık EVA ve MVA değerleri kullanılarak yapılan korelasyon ve regresyon analizinden elde edilen sonuçlar aşağıda yer almaktadır.

Analizde kullanılan hipotez testleri şöyledir;

H_0 = Yabancı şirketlerin yıllar itibariyle EVA ile MVA değerleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 = Yabancı şirketlerin yıllar itibariyle EVA ile MVA değerleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 4.32. Yabancı Şirketlerin Korelasyon Katsayıları Tablosu

Yıl	Değişken	eva	mva	Değişken	eva	mva
2006	eva Pearson Correlation	1	0,115	mva Pearson Correlation	0,115	1
	Sig. (2-tailed)		0,510	Sig. (2-tailed)	0,510	
	N	35	35	N	35	35
2007	eva Pearson Correlation	1	0,305	mva Pearson Correlation	0,305	1
	Sig. (2-tailed)		0,074	Sig. (2-tailed)	0,074	
	N	35	35	N	35	35
2008	eva Pearson Correlation	1	-,427*	mva Pearson Correlation	-,427*	1
	Sig. (2-tailed)		0,012	Sig. (2-tailed)	0,012	
	N	34	34	N	34	34
2009	eva Pearson Correlation	1	0,264	mva Pearson Correlation	0,264	1
	Sig. (2-tailed)		0,131	Sig. (2-tailed)	0,131	
	N	34	34	N	34	34
2010	eva Pearson Correlation	1	0,264	mva Pearson Correlation	0,264	1
	Sig. (2-tailed)		0,138	Sig. (2-tailed)	0,138	
	N	33	33	N	33	33

Yabancı şirketlerin yıllar itibariyle EVA ile MVA değerlerine uygulanan pearson korelasyon analizinden elde edilen ve Tablo 4.32'de verilen sonuçlara göre;

- 2006 yılında EVA ile MVA arasında %11,5 korelasyon değeri ile pozitif yönlü çok zayıf düzeyde anlamlı olmayan bir ilişki tespit edildiği için, H_0 hipotezi kabul edilirken, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

- 2007 yılında EVA ile MVA arasında %30,5 korelasyon değeri ile pozitif yönlü zayıf düzeyde anlamlı olmayan bir ilişki saptanmıştır. Değişkenler arasında

anlamli bir iliski tespit edilmediği için, H_0 hipotezi kabul edilirken, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

- 2008 yılında EVA ile MVA arasında %42,7 korelasyon değeri ile negatif yönlü zayıf düzeyde anlamli bir iliski saptanmış, dolayısıyla H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2009 yılında EVA ile MVA arasında %26,4 korelasyon değeri ile pozitif yönlü zayıf düzeyde anlamli olmayan bir iliski tespit edildiği için H_0 hipotezi kabul edilirken H_1 hipotezi reddedilmiştir.

- 2010 yılında EVA ile MVA arasında %26,4 korelasyon değeri ile pozitif yönlü zayıf düzeyde anlamli olmayan bir iliski saptanmıştır. 2006, 2007 ve 2009 yıllarında olduğu gibi değişkenler arasında anlamli bir iliski tespit edilemediği için, H_0 hipotezi kabul edilirken, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 4.33. Yabancı şirketlerin Regresyon Analizi Tablosu

Yıl	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
2006	1	,115 ^a	0,013	-0,017	0,445801793
2007	1	,305 ^a	0,093	0,066	0,474516659
2008	1	,427 ^a	0,182	0,157	0,279790675
2009	1	,264 ^a	0,070	0,041	0,311528245
2010	1	,264 ^a	0,070	0,040	0,496166069

EVA değerlerinin bağımsız, MVA değerlerinin bağımlı değişken olarak kullanıldığı regresyon analizinden elde edilen ve yukarıdaki tabloda verilen R^2 değerlerine göre, 2006 yılında bağımlı değişken MVA'nın %1,3'ü EVA bağımsız değişkeni tarafından açıklanabilirken, 2007 yılında %9,3'ü, 2008 yılında %18,2'si, 2009 ve 2010 yıllarında ise %7'si EVA tarafından açıklanabilmektedir.

Tablo 4.34. Yabancı Şirketlerin Anova Analizi Tablosu

Yıl	Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
2006	1 Regression	0,088	1	0,088	0,443	,510 ^a
	Residual	6,558	33	0,199		
	Total	6,646	34			
2007	1 Regression	0,764	1	0,764	3,392	,074 ^a
	Residual	7,430	33	0,225		
	Total	8,194	34			
2008	1 Regression	0,558	1	0,558	7,123	,012 ^a
	Residual	2,505	32	0,078		
	Total	3,063	33			
2009	1 Regression	0,233	1	0,233	2,398	,131 ^a
	Residual	3,106	32	0,097		
	Total	3,338	33			
2010	1 Regression	0,571	1	0,571	2,32	,138 ^a
	Residual	7,632	31	0,246		
	Total	8,203	32			

Yukarıdaki anova tablosuna göre, 2008 yılında 0,012 Sig. değeri ile EVA ile MVA değerleri arasında anlamlı bir ilişki vardır ve aynı zamanda bu değişkenlerin oluşturduğu regresyon modeli güvenilir ve geçerlidir. Sig. değeri 2006 yılında 0,510, 2007 yılında 0,074, 2009 yılında 0,131 ve 2010 yılında 0,138 bulunduğu için, bu yıllarda EVA ile MVA arasında anlamlı bir ilişki yoktur. Dolayısıyla, bu yıllarda oluşturulan regresyon modellerinin güvenilirliğide yoktur.

Tablo 4.35. Yabancı Şirketlerin Parametre Katsayıları Tablosu

Yıl	Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
2006	1 (Constant)	0,375	0,092		4,086	0,000
	eva	0,415	0,623	0,115	0,666	0,510
2007	1 (Constant)	0,507	0,092		5,503	0,000
	eva	1,326	0,720	0,305	1,842	0,074
2008	1 (Constant)	0,026	0,080		0,326	0,746
	eva	-0,813	0,305	-0,427	-2,669	0,012
2009	1 (Constant)	0,298	0,086		3,484	0,001
	eva	0,574	0,371	0,264	1,548	0,131
2010	1 (Constant)	0,562	0,088		6,409	0,000
	eva	1,193	0,783	0,264	1,523	0,138

Yabancı şirketlerin yıllık parametre katsayıları ve bunlara ilişkin t değerleri ile anlamlılık düzeylerinin yer aldığı tabloda 2006, 2007, 2009 ve 2010 yıllarında Sig. değerleri 0,05'ten büyük olduğu için anlamlı bir ilişki tespit edilmezken, 2008 yılında parametrelere ait t istatistik değerlerinden modele dâhil edilen her bir değişkenin %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğunu görmekteyiz. Ayrıca bu tablodaki bulgulara göre bağımsız değişken EVA'daki 1 birimlik pozitif/negatif değişim bağımlı değişken MVA'yı aynı yönde 2006 yılında 0,415 birim, 2007 yılında 1,326 birim, 2008 yılında -0,813 birim, 2009 yılında 0,574 birim, 2010 yılında 1,193 birim etkilemektedir. EVA değişkeni 2008 yılında MVA'yı negatif yönde etkilerken, diğer yıllarda pozitif yönde etkilemektedir.

Parametre katsayıları tablosundaki verilere göre yıllara ilişkin modellerimiz aşağıdaki gibi olur.

$$2006 \quad Y = 0,375 + 0,415 X$$

$$2007 \quad Y = 0,507 + 1,326 X$$

$$2008 \quad Y = 0,026 + -0,813 X$$

$$2009 \quad Y = 0,298 + 0,574 X$$

$$2010 \quad Y = 0,562 + 1,193 X$$

4.2.3.4. Küçük Ölçekli İşletmelerde EVA ile MVA Değerleri Arasındaki İlişki

Çalışan sayısı 9'dan fazla ve 50'den az olan küçük ölçekli işletmelerin 2006-2010 dönemine ait yıllık EVA ve MVA değerleri arasında yapılan korelasyon ve regresyon analizinde elde edilen sonuçlar ve bunlara ait yorumlar aşağıda yer almaktadır.

Küçük ölçekli işletmelerle ilgili hipotez testleri aşağıdaki şekilde kurulmuştur;

H_0 = Küçük ölçekli işletmelerin yıllar itibariyle EVA ile MVA değerleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 = Küçük ölçekli işletmelerin yıllar itibariyle EVA ile MVA değerleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 4.36. Küçük Ölçekli İşletmelerin Korelasyon Katsayıları Tablosu

Yıl	Değişken	EVA	MVA	Değişken	EVA	MVA
2006	eva Pearson Correlation	1	,663*	Pearson Correlation	,663*	1
	Sig. (2-tailed)		0,026	mva Sig. (2-tailed)	0,026	
	N	11	11	N	11	11
2007	eva Pearson Correlation	1	0,375	Pearson Correlation	0,375	1
	Sig. (2-tailed)		0,230	mva Sig. (2-tailed)	0,230	
	N	12	12	N	12	12
2008	eva Pearson Correlation	1	-0,543	Pearson Correlation	-0,543	1
	Sig. (2-tailed)		0,068	mva Sig. (2-tailed)	0,068	
	N	12	12	N	12	12
2009	eva Pearson Correlation	1	-0,227	Pearson Correlation	-0,227	1
	Sig. (2-tailed)		0,502	mva Sig. (2-tailed)	0,502	
	N	11	11	N	11	11
2010	eva Pearson Correlation	1	-0,472	Pearson Correlation	-0,472	1
	Sig. (2-tailed)		0,121	mva Sig. (2-tailed)	0,121	
	N	12	12	N	12	12

Küçük ölçekli işletmelerin yıllık EVA ile MVA değerlerine uygulanan pearson korelasyon analizinden elde edilen sonuçlara göre;

- 2006 yılında EVA ile MVA arasında %66,3 korelasyon değeri ile pozitif yönlü orta düzeyli anlamlı olan bir ilişki saptanmıştır. EVA ile MVA arasında anlamlı bir ilişki tespit edildiği için H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2007 yılında EVA ile MVA arasında %37,5 korelasyon değeri ile pozitif yönde zayıf düzeyli, anlamlı olmayan bir ilişki tespit edildiği için H_0 hipotezi kabul edilirken, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

- 2008 yılında EVA ile MVA arasında %54,3 korelasyon değeri ile negatif yönlü zayıf düzeyde anlamlı olmayan bir ilişki saptanmıştır. H_0 hipotezi kabul edilirken, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

- 2009 yılında EVA ile MVA arasında %22,7 korelasyon değeri ile negatif yönlü zayıf düzeyde anlamlı olmayan bir ilişki saptanmıştır. Anlamlı bir ilişki tespit edilmediği için H_0 hipotezi kabul edilirken, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

- 2010 yılında EVA ile MVA arasında %47,2 korelasyon değeri ile negatif yönlü zayıf düzeyde, anlamlı olmayan bir ilişki saptanmıştır. 2006, 2007 ve 2009 yıllarında olduğu gibi değişkenler arasında anlamlı bir ilişki tespit edilemediği için, H_0 hipotezi kabul edilirken, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 4.37. Küçük Ölçekli İşletmelerin Regresyon Analizi Tablosu

Yıl	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
2006	1	,663 ^a	0,44	0,378	0,495142731
2007	1	,375 ^a	0,141	0,055	0,491021981
2008	1	,543 ^a	0,295	0,225	0,240992038
2009	1	,227 ^a	0,052	-0,054	0,447222481
2010	1	,472 ^a	0,223	0,145	0,788398897

EVA değerlerinin bağımsız, MVA değerlerinin bağımlı değişken olarak kullanıldığı regresyon analizinden elde edilen R² değerlerine göre, 2006 yılında bağımlı değişken MVA'nın %44'ü EVA bağımsız değişkeni tarafından açıklanabilirken, 2007 yılında %14,1'i, 2008 yılında %29,5'i, 2009 yılında %5,2'si, 2010 yılında %22,3'ü EVA tarafından açıklanabilmektedir.

Tablo 4.38. Küçük Ölçekli İşletmelerin Anova Analizi Tablosu

Yıl	Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
2006	1 Regression	1,734	1	1,734	7,073	,026 ^a
	Residual	2,206	9	0,245		
	Total	3,941	10			
2007	1 Regression	0,394	1	0,394	1,636	,230 ^a
	Residual	2,411	10	0,241		
	Total	2,805	11			
2008	1 Regression	0,243	1	0,243	4,192	,068 ^a
	Residual	0,581	10	0,058		
	Total	0,824	11			
2009	1 Regression	0,098	1	0,098	0,489	,502 ^a
	Residual	1,800	9	0,200		
	Total	1,898	10			
2010	1 Regression	1,784	1	1,784	2,871	,121 ^a
	Residual	6,216	10	0,622		
	Total	8	11			

Anova tablosuna göre, 2006 yılında elde edilen 0,026 Sig. değeri EVA ile MVA değerleri arasında anlamlı bir ilişki olduğunu, regresyon modelinin de güvenilir ve geçerli olduğunu göstermektedir. Sig. değeri 2007 yılında 0,230, 2008 yılında 0,068, 2009 yılında 0,502, 2010 yılında 0,121 olduğundan, bu yıllarda EVA ile MVA

arasında bir bütün olarak anlamlı bir ilişki yoktur ve oluşturulan regresyon modelleri güvenilir değildir.

Tablo 4.39. Küçük Ölçekli İşletmelerin Parametre Katsayıları Tablosu

Yıl	Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
2006	1 (Constant)	0,732	0,192		3,818	0,004
	eva	4,126	1,551	0,663	2,66	0,026
2007	1 (Constant)	0,742	0,187		3,978	0,003
	eva	1,185	0,927	0,375	1,279	0,23
2008	1 (Constant)	-0,072	0,075		-0,961	0,359
	eva	-0,684	0,334	-0,543	-2,047	0,068
2009	1 (Constant)	0,245	0,228		1,074	0,311
	eva	-0,486	0,694	-0,227	-0,700	0,502
2010	1 (Constant)	0,515	0,263		1,963	0,078
	eva	-2,259	1,333	-0,472	-1,694	0,121

Tablo 4.39'da küçük ölçekli işletmelerin yıllık parametre katsayıları ve bunlara ilişkin t değerleri ile anlamlılık düzeyleri yer almaktadır. 2007, 2008, 2009 ve 2010 yıllarında elde edilen Sig. değerleri 0,05'ten büyük olduğu için, modele dahil edilen değişkenler arasında anlamlı bir ilişki tespit edilemezken, 2006 yılında parametrelere ait t istatistik değerlerinden modele dâhil edilen her bir değişkenin %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu bulunmuştur. Ayrıca bu tablodaki bulgulara göre, bağımsız değişken EVA'daki 1 birimlik pozitif/negatif değişim bağımlı değişken MVA'yı aynı yönde 2006 yılında 4,126 birim, 2007 yılında 1,185 birim, 2008 yılında -0,684 birim, 2009 yılında -0,486 birim, 2010 yılında -2,259 birim etkilemektedir. EVA değişkeni 2008, 2009 ve 2010 yıllarında MVA'yı negatif yönde etkilerken, diğer yıllarda pozitif yönde etkilemektedir.

Parametre katsayıları tablosundaki verilere göre yıllara ilişkin modellerimiz aşağıdaki gibi olur.

$$2006 \quad Y = 0,732 + 4,126 X$$

$$2007 \quad Y = 0,742 + 1,185 X$$

$$2008 \quad Y = -0,072 + -0,684 X$$

$$2009 \quad Y = 0,245 + -0,486 X$$

$$2010 \quad Y = 0,515 + -2,259 X$$

4.2.3.5. Orta Büyüklükteki İşletmelerin EVA ile MVA Değerleri Arasındaki İlişki

Aşağıdaki tablolarda çalışan sayısı 49'dan fazla ve 250'den az olan orta büyüklükteki işletmelerin 2006-2010 dönemine ait yıllık EVA ve MVA değerleri kullanılarak yapılan korelasyon ve regresyon analizinden elde edilen istatistiksel sonuçlar ve bunlara ait yorumlar yer almaktadır.

Bu analizde kurulan hipotez testleri şöyledir;

H_0 = Orta büyüklükteki işletmelerin yıllar itibariyle EVA ile MVA değerleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 = Orta büyüklükteki işletmelerin yıllar itibariyle EVA ile MVA değerleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 4.40. Orta Büyüklükteki İşletmelerin Korelasyon Katsayıları Tablosu

Yıl	Değişken	eva	mva	Değişken	eva	mva
2006	eva Pearson Correlation	1	0,043	mva Pearson Correlation	0,043	1
	Sig. (2-tailed)		0,849	Sig. (2-tailed)	0,849	
	N	22	22	N	22	22
2007	eva Pearson Correlation	1	,452 [*]	mva Pearson Correlation	,452 [*]	1
	Sig. (2-tailed)		0,023	Sig. (2-tailed)	0,023	
	N	25	25	N	25	25
2008	eva Pearson Correlation	1	0,080	mva Pearson Correlation	0,080	1
	Sig. (2-tailed)		0,709	Sig. (2-tailed)	0,709	
	N	24	24	N	24	24
2009	eva Pearson Correlation	1	,667 ^{**}	mva Pearson Correlation	,667 ^{**}	1
	Sig. (2-tailed)		0,001	Sig. (2-tailed)	0,001	
	N	23	23	N	23	23
2010	eva Pearson Correlation	1	0,370	mva Pearson Correlation	0,370	1
	Sig. (2-tailed)		0,075	Sig. (2-tailed)	0,075	
	N	24	24	N	24	24

Orta büyüklükteki işletmelerin yıllar itibariyle EVA ile MVA değerlerine uygulanan pearson korelasyon analizinden elde edilen bulgulara göre;

- 2006 yılında EVA ile MVA arasında %4,3 korelasyon değeri ile pozitif yönlü çok zayıf anlamlı olmayan bir ilişki saptanmıştır. Değişkenler arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmediği için, H_0 hipotezi kabul edilirken, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

- 2007 yılında EVA ile MVA arasında %45,2 korelasyon değeri ile pozitif yönde zayıf düzeyli anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2008 yılında EVA ile MVA arasında %8 korelasyon değeri ile pozitif yönde çok zayıf düzeyde anlamlı olmayan bir ilişki saptanmıştır. H_0 hipotezi kabul edilirken, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

- 2009 yılında EVA ile MVA arasında %66,7 korelasyon değeri ile pozitif yönlü orta düzeyde anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Değişkenler arasında anlamlı bir ilişki tespit edildiği için H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2010 yılında EVA ile MVA arasında %37 korelasyon değeri ile pozitif yönlü zayıf düzeyde, anlamlı olmayan bir ilişki saptanmıştır. 2006 ve 2008 yıllarında olduğu gibi, değişkenler arasında anlamlı bir ilişki tespit edilemediği için H_0 hipotezi kabul edilirken, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 4.41. Orta Büyüklükteki İşletmelerin Regresyon Analizi Tablosu

Yıl	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
2006	1	,043 ^a	0,002	-0,048	0,484000655
2007	1	,452 ^a	0,204	0,169	0,442991915
2008	1	,080 ^a	0,006	-0,039	0,356539794
2009	1	,667 ^a	0,445	0,418	0,280345676
2010	1	,370 ^a	0,137	0,098	0,477559558

Orta büyüklükteki işletmelerin EVA değerlerinin bağımsız, MVA değerlerinin bağımlı değişken olarak kullanıldığı regresyon analizinde yer alan R^2 değerlerine göre, 2006 yılında bağımlı değişken MVA'nın %2'si EVA bağımsız değişkeni tarafından açıklanabilirken, 2007 yılında %20,4'ü, 2008 yılında %6'sı, 2009 yılında %44,5'i, 2010 yılında %13,7'si EVA tarafından açıklanabilmektedir.

Tablo 4.42. Orta Büyüklükteki İşletmelerin Anova Analizi Tablosu

Yıl	Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
2006	1 Regression	0,009	1	0,009	0,037	,849 ^a
	Residual	4,685	20	0,234		
	Total	4,694	21			
2007	1 Regression	1,156	1	1,156	5,889	,023 ^a
	Residual	4,514	23	0,196		
	Total	5,669	24			
2008	1 Regression	0,018	1	0,018	0,143	,709 ^a
	Residual	2,797	22	0,127		
	Total	2,815	23			
2009	1 Regression	1,321	1	1,321	16,809	,001 ^a
	Residual	1,650	21	0,079		
	Total	2,972	22			
2010	1 Regression	0,795	1	0,795	3,485	,075 ^a
	Residual	5,017	22	0,228		
	Total	5,812	23			

Anova analizi tablosunda görüldüğü üzere, 2007 yılında elde edilen 0,023 Sig. değeri ve 2009 yılında elde edilen 0,001 Sig. değeri ile bu yıllarda EVA ile MVA arasında anlamlı bir ilişkinin olduğunu, aynı zamanda bu yıllarda oluşturulan regresyon modellerinin güvenilir ve geçerli olduğunu göstermektedir. Fakat 2006 yılında elde edilen 0,849 Sig. değeri, 2008 yılında elde edilen 0,709 Sig. değeri ve 2010 yılında elde edilen 0,075 Sig. değeri, bu yıllarda EVA ile MVA arasında bir bütün olarak anlamlı bir ilişki olmadığı anlamına gelmektedir. Dolayısıyla bu yıllarda oluşturulan regresyon modellerinin güvenilirliği yoktur.

Tablo 4.43. Orta Büyüklükteki İşletmelerin Parametre Katsayıları Tablosu

Yıl	Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
2006	1 (Constant)	0,230	0,103		2,227	0,038
	eva	0,106	0,549	0,043	0,193	0,849
2007	1 (Constant)	0,656	0,116		5,631	0,000
	eva	1,796	0,740	0,452	2,427	0,023
2008	1 (Constant)	-0,005	0,088		-0,051	0,960
	eva	0,114	0,301	0,080	0,378	0,709
2009	1 (Constant)	0,591	0,086		6,904	0,000
	eva	1,557	0,38	0,667	4,100	0,001
2010	1 (Constant)	0,567	0,101		5,632	0,000
	eva	1,362	0,730	0,370	1,867	0,075

Tablo 4.43'te orta büyüklükteki işletmelerin yıllık parametre katsayıları ve bunlara ilişkin t değerleri ile anlamlılık düzeyleri yer almaktadır. 2006, 2008 ve 2010 yıllarında elde edilen Sig. değerleri 0,05'ten büyük olduğu için değişkenler arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir. 2007 ve 2009 yıllarında ise parametrelere ait t istatistik değerlerinden modele dâhil edilen her bir değişkenin %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğunu görmekteyiz (Sig<0,05). Ayrıca bu tablodaki bulgulara göre bağımsız değişken EVA'daki 1 birimlik pozitif/negatif değişim bağımlı değişken MVA'yı 2006 yılında 0,106 birim, 2007 yılında 1,796 birim, 2008 yılında 0,114 birim, 2009 yılında 1,557 birim, 2010 yılında 1,362 birim pozitif yönde etkilemektedir.

Parametre katsayıları tablosundaki verilere göre yıllara ilişkin modellerimiz aşağıdaki gibi olur.

$$2006 \quad Y= 0,230 + 0,106 X$$

$$2007 \quad Y= 0,656 + 1,796 X$$

$$2008 \quad Y= -0,005 + 0,114 X$$

$$2009 \quad Y= 0,591 + 1,557 X$$

$$2010 \quad Y= 0,567 + 1,362 X$$

4.2.3.6. Büyük İşletmelerin EVA ile MVA Değerleri Arasındaki İlişki

Araştırma kapsamında yer alan büyük işletmelerin 2006-2010 dönemine ait yıllık EVA ve MVA değerleri kullanılarak yapılan korelasyon ve regresyon analizinden elde edilen istatistiki sonuçlar aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Analizde kullanılan hipotez testleri şöyledir;

H_0 = Büyük işletmelerin yıllar itibariyle EVA ile MVA değerleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H_1 = Büyük işletmelerin yıllar itibariyle EVA ile MVA değerleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Tablo 4.44. Büyük İşletmelerin Korelasyon Katsayıları Tablosu

Yıl	Değişken	eva	mva	Değişken	eva	mva
2006	eva Pearson Correlation	1	,230*	mva Pearson Correlation	,230*	1
	Sig. (2-tailed)		0,030	Sig. (2-tailed)	0,030	
	N	89	89	N	89	89
2007	eva Pearson Correlation	1	0,194	mva Pearson Correlation	0,194	1
	Sig. (2-tailed)		0,062	Sig. (2-tailed)	0,062	
	N	93	93	N	93	93
2008	eva Pearson Correlation	1	-,383**	mva Pearson Correlation	-,383**	1
	Sig. (2-tailed)		0,000	Sig. (2-tailed)	0,000	
	N	89	89	N	89	89
2009	eva Pearson Correlation	1	,322**	mva Pearson Correlation	,322**	1
	Sig. (2-tailed)		0,002	Sig. (2-tailed)	0,002	
	N	91	91	N	91	91
2010	eva Pearson Correlation	1	,349**	mva Pearson Correlation	,349**	1
	Sig. (2-tailed)		0,001	Sig. (2-tailed)	0,001	
	N	92	92	N	92	92

Büyük işletmelerin yıllık EVA ile MVA değerlerine uygulanan pearson korelasyon analizinden elde edilen verilere göre;

- 2006 yılında EVA ile MVA arasında %23 korelasyon değeri ile pozitif yönlü, çok zayıf, anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Değişkenler arasında anlamlı bir ilişki tespit edildiği için H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2007 yılında EVA ile MVA arasında %19,4 korelasyon değeri ile pozitif yönde çok zayıf düzeyli anlamlı olmayan bir ilişki tespit edilmiştir. H_0 hipotezi kabul edilirken, H_1 hipotezi reddedilmiştir.

- 2008 yılında EVA ile MVA arasında %38,3 korelasyon değeri ile negatif yönlü zayıf düzeyli anlamlı bir ilişki saptanmıştır. H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2009 yılında EVA ile MVA arasında %32,2 korelasyon değeri ile pozitif yönlü zayıf düzeyde anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Anlamlı bir ilişki tespit edildiği için H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

- 2010 yılında EVA ile MVA arasında %34,9 korelasyon değeri ile pozitif yönlü zayıf düzeyde anlamlı bir ilişki saptanmıştır. 2006, 2008 ve 2009 yıllarında olduğu gibi değişkenler arasında anlamlı bir ilişki tespit edildiği için, H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Tablo 4.45. Büyük İşletmelerin Regresyon Analizi Tablosu

Yıl	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
2006	1	,230 ^a	0,053	0,042	0,298790368
2007	1	,194 ^a	0,038	0,027	0,361023854
2008	1	,383 ^a	0,147	0,137	0,241232331
2009	1	,322 ^a	0,104	0,094	0,259009397
2010	1	,349 ^a	0,121	0,112	0,406907149

Yukarıdaki tabloda, büyük işletmelerin EVA değerlerinin bağımsız, MVA değerlerinin bağımlı değişken olarak kullanıldığı regresyon analizinde yer alan R² değerleri yer almaktadır. Elde edilen bulgulara göre 2006 yılında bağımlı değişken MVA'nın %5,3'ü EVA bağımsız değişkeni tarafından açıklanabilirken, 2007 yılında %3,8'i, 2008 yılında %14,7'si, 2009 yılında %10,4'ü, 2010 yıllarında %12,1'i EVA tarafından açıklanabilmektedir.

Tablo 4.46. Büyük İşletmelerin Anova Analizi Tablosu

Yıl	Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
2006	1 Regression	0,435	1	0,435	4,877	,030 ^a
	Residual	7,767	87	0,089		
	Total	8,202	88			
2007	1 Regression	0,464	1	0,464	3,558	,062 ^a
	Residual	11,861	91	0,130		
	Total	12,325	92			
2008	1 Regression	0,869	1	0,869	14,939	,000 ^a
	Residual	5,063	87	0,058		
	Total	5,932	88			
2009	1 Regression	0,691	1	0,691	10,296	,002 ^a
	Residual	5,971	89	0,067		
	Total	6,661	90			
2010	1 Regression	2,061	1	2,061	12,446	,001 ^a
	Residual	14,902	90	0,166		
	Total	16,962	91			

Anova analizi tablosunda görüldüğü üzere, Sig. değeri 2006 yılında 0,030, 2008 yılında 0,000, 2009 yılında 0,002 ve 2010 yılında 0,001 bulunmuştur. Bu yıllarda elde edilen Sig. değerleri 0,05'ten küçük olduğu için EVA ile MVA değerleri arasında anlamlı bir ilişki vardır ve aynı zamanda bu yıllarda oluşturulan regresyon modelleri güvenilir ve geçerlidir. 2007 yılında elde edilen 0,062 Sig. değerine göre ise, bu yılda EVA ile MVA arasında bir bütün olarak anlamlı bir ilişki olmadığını göstermektedir. Dolayısıyla oluşturulan regresyon modelinin güvenilirliği yoktur.

Tablo 4.47. Büyük İşletmelerin Parametre Katsayıları Tablosu

Yıl	Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
2006	1 (Constant)	0,065	0,040		1,607	0,112
	eva	0,797	0,361	0,230	2,208	0,030
2007	1 (Constant)	0,235	0,051		4,612	0,000
	eva	0,818	0,434	0,194	1,886	0,062
2008	1 (Constant)	-0,077	0,046		-1,697	0,093
	eva	-0,602	0,156	-0,383	-3,865	0,000
2009	1 (Constant)	0,146	0,046		3,199	0,002
	eva	0,604	0,188	0,322	3,209	0,002
2010	1 (Constant)	0,276	0,043		6,456	0,000
	eva	1,721	0,488	0,349	3,528	0,001

Tablo 4.47'de verilen yıllık parametre katsayıları ve bunlara ilişkin t değerleri ile anlamlılık düzeylerine göre, 2007 yılındaki 0,062 Sig. değeri 0,05'ten büyük olduğu için, bu yılda değişkenler arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir. 2006, 2008, 2009 ve 2010 yıllarında ise parametrelere ait t istatistik değerlerinden modele dâhil edilen her bir değişkenin %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğunu görmekteyiz (Sig<0,05). Ayrıca bu tablodaki bulgulara göre, bağımsız değişken EVA'daki 1 birimlik pozitif/negatif değişim bağımlı değişken MVA'yı aynı yönde 2006 yılında 0,797 birim, 2007 yılında 0,818 birim, 2008 yılında -0,602 birim, 2009 yılında 0,604 birim, 2010 yılında 1,721 birim etkilemektedir. EVA değişkeni 2008 yılında MVA'yı negatif yönde etkilerken, diğer yıllarda pozitif yönde etkilemektedir.

Büyük işletmelere ait parametre katsayıları tablosundaki sonuçlara göre modellerimiz aşağıdaki gibi olur.

$$2006 \quad Y = 0,065 + 0,797 X$$

$$2007 \quad Y = 0,235 + 0,818 X$$

$$2008 \quad Y = -0,077 + -0,602 X$$

$$2009 \quad Y = 0,146 + 0,604 X$$

$$2010 \quad Y = 0,276 + 1,721 X$$

SONUÇ

İşletmelerde performans ölçümü şirket ortakları ve diğer çıkar sahipleri açısından çok önemlidir. Bu yüzden son yıllarda, işletmelerin performanslarının değerlendirilmesinde, klasik değerlendirme ölçütlerinin yanında, modern yaklaşımlar da giderek önem kazanmaktadır. Modern performans ölçütlerinin en popüler olanları EVA ve MVA'dır. Yapılan akademik çalışmaların çoğunda MVA'yı açıklamada EVA'nın diğer ölçütlere göre daha başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bu bakış açısından hareketle bu çalışmada, İMKB'de işlem gören ve verileri süreklilik arz eden imalat sanayi şirketlerinin EVA değerlerinin MVA değerlerini ne ölçüde açıkladığını ve EVA ile MVA ortalamaları arasındaki farkları ölçmek üzere iki farklı istatistiksel analiz yapılmıştır. Bu analizlerden birincisi, araştırmada yer alan şirketlerin, yerli ve yabancı sahiplik durumuna göre şirket gruplarının ve büyüklüklerine göre şirket gruplarının 2006-2010 dönemine ait yıllar itibarıyla EVA ile MVA ortalamalarının kıyaslandığı t-testi ve Anova analizidir. İkinci analiz ise, araştırma kapsamındaki şirketlerin, yerli ve yabancı sahiplik durumuna göre şirket gruplarının ve büyüklüklerine göre şirket gruplarının yine aynı döneme ait EVA ve MVA değerleri arasındaki ilişkinin yönünü ve EVA'nın MVA'yı açıklama gücünü tespit etmek için yapılan korelasyon ve regresyon testleridir.

İmalat sanayi şirketlerinin 2006-2010 dönemine ait yıllar itibarıyla EVA ile MVA ortalamaları arasındaki farkı kıyaslamak için, araştırma kapsamındaki şirketlere ve çalışan sayısına göre gruplandırılan şirketlere anova analizi uygulanmıştır. Analiz sonuçlarına göre araştırma kapsamındaki şirketlerin EVA ortalamasının en fazla olduğu yıl 2008'dir. EVA ortalaması büyüklüğüne göre yapılan sıralamada 2008'i sırasıyla 2006, 2010, 2007, 2009 yılları takip etmektedir ve bütün yılların EVA ortalamaları arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Aynı şirketlerin yıllar itibarıyla MVA ortalamalarını büyükten küçüğe doğru sıraladığımızda ise, 2010, 2007, 2006, 2009 ve 2008 şeklinde bir sıralama elde edilmektedir. 2006 yılı ile 2009 yılının MVA ortalaması ve 2007 yılı ile 2010 yılının MVA ortalaması arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlı bulunmazken, diğer yıllarda MVA ortalamaları arasındaki fark anlamlı bulunmuştur. Çalışan

sayısına göre oluşturulan grupların EVA ortalamaları kıyaslandığında 2006, 2007, 2008, 2010 yıllarında ortalaması en fazla olan grup büyük işletmeler bulmuştur. Orta büyüklükteki işletmeler ikinci sırada, küçük ölçekli işletmeler ise son sırada yer almaktadır. 2009 yılında ise ortalaması en fazla olan grup orta büyüklükteki işletmelerdir. Büyük işletmeler ikinci sırada, küçük ölçekli işletmeler ise son sırada gelmektedir. 2006, 2008 ve 2010 yıllarında küçük ölçekli işletmeler ile büyük işletmelerin EVA ortalamaları arasındaki fark anlamlı bulunurken, 2007 ve 2009 yıllarında hiçbir grubun EVA ortalamaları arasındaki fark anlamlı bulunmamıştır. Aynı grupların MVA ortalamalarını kıyasladığımızda ise, 2006, 2007, 2009, 2010 yıllarında ortalaması en fazla olan grubun küçük ölçekli işletmeler olduğu bulunmuştur. Bu kıyaslamaya göre orta büyüklükteki işletmeler ikinci sırada, büyük işletmeler ise son sırada yer almaktadır. 2008 yılında ise ortalaması en fazla olan grup orta büyüklükteki işletmelerdir. Bu sıralamada ikinci sırada küçük ölçekli işletmeler, son sırada büyük işletmeler yer almaktadır. 2006 ve 2010 yıllarında küçük ölçekli işletmeler ile büyük işletmelerin MVA ortalamaları arasındaki fark anlamlı bulunurken, 2008 ve 2009 yıllarında orta büyüklükteki işletmeler ile büyük işletmelerin, 2007 yılında ise her üç grubun MVA ortalamaları arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Sahiplik durumuna göre yerli ve yabancı olarak gruplandığımız şirketlerin 2006-2010 dönemine ait yıllar itibariyle EVA ile MVA ortalamaları arasındaki farkı kıyaslamak için ise bağımsız iki örnek t-test analizi kullanılmıştır. Yerli şirketlerin EVA'ları ile yabancı şirketlerin EVA'ları kıyaslandığında 2008 yılında yerli şirketlerin, diğer yıllarda ise yabancı şirketlerin EVA ortalamaları daha yüksek çıkmıştır. 2006 ve 2009 yıllarında ortalamalar arasındaki ilişki anlamlı bulunurken, 2007, 2008 ve 2010 yıllarında ise ortalamalar arasındaki ilişki anlamlı bulunmamıştır. Yerli şirketlerin MVA'ları ile yabancı şirketlerin MVA'larının kıyaslanmasında elde edilen sonuçlara göre ise, bütün yıllarda yabancı şirketlerin MVA konusunda yerli şirketlerden daha başarılı olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. 2008 yılı hariç, bütün yıllarda MVA ortalamalar arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Regresyon ve korelasyon analizlerinden elde edilen istatistiksel sonuçlar ise şöyledir. Şirketlere uygulanan analizde EVA ile MVA arasındaki korelasyon 2006, 2007 ve 2009 yıllarında pozitif ve sırasıyla %19,5, %20,4, %29 bulunmuş, 2008 yılında ise %42,7'lik negatif korelasyon elde edilmiştir. 2006 yılında bağımlı değişken MVA'nın %3,8'i, 2007 yılında %4,2'si, 2008 yılında %18,3'ü, 2009 yılında %8,5'i bağımsız değişken EVA tarafından açıklanmaktadır. Aynı zamanda bu yıllarda

değişkenler arasındaki ilişkinin anlamlı olduğu saptanırken, 2010 yılında EVA ile MVA arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Yerli şirketlerde EVA ile MVA arasında 2009 yılında %36,2 pozitif korelasyon, 2008 yılında ise %27,8 negatif bir korelasyon elde edilmiştir. 2009 yılında bağımlı değişken MVA'nın %13,1'i, 2008 yılında %7,7'si bağımsız değişken EVA tarafından anlamlı bir şekilde açıklanmaktadır. 2006, 2007 ve 2010 yıllarında ise EVA ile MVA değerleri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Yabancı şirketlerde EVA ile MVA değerleri arasında 2008 yılında %42,7'lik negatif bir korelasyon bulunmuş ve bağımlı değişken MVA'nın %18,2'sinin bağımsız değişken EVA tarafından açıklandığı belirlenmiştir. 2008 yılında değişkenler arasındaki ilişki anlamlı bulunurken, 2006, 2007, 2009 ve 2010 yıllarında değişkenler arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Şirketler büyüklüklerine göre gruplara ayrılarak analiz tekrarlandığında elde edilen sonuçlar ise şöyledir. Küçük ölçekli şirketlerde EVA ile MVA arasında 2006 yılında %66,3'lük pozitif bir korelasyon vardır ve bağımlı değişken MVA'nın %37,8'si bağımsız değişken EVA tarafından açıklanmaktadır. 2006 yılında değişkenler arasındaki ilişkinin anlamlı olduğu tespit edilirken, 2007, 2008, 2009 ve 2010 yıllarında EVA ile MVA değerleri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Orta büyüklükteki işletmelerde EVA ile MVA arasında 2007 yılında %45,2, 2009 yılında %66,7'lik pozitif bir korelasyon elde edilmiştir. 2007 yılında bağımlı değişken MVA'nın %20,4'ü ve 2009 yılında %44,5'i bağımsız değişken EVA tarafından anlamlı bir şekilde açıklandığı belirlenirken, 2006, 2008 ve yıllarında değişkenler arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Büyük işletmelerde ise, EVA ile MVA arasında 2006 yılında %23, 2009 yılında %32,2, 2010 yılında %34,9 pozitif korelasyon, 2008 yılında %38,3 negatif korelasyon olduğu tespit edilmiştir. 2006 yılında bağımlı değişken MVA'nın %5,3'ü, 2008 yılında %14,7'si, 2009 yılında %10,4'ü, 2010 yılında %12,1'i bağımsız değişken EVA tarafından anlamlı bir şekilde açıklanırken, 2007 yılında değişkenler arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Özetle, analiz sonucunda, şirketlerin 2008 yılında EVA ortalamaları, 2010 yılında ise MVA ortalamaları yüksek çıkmıştır. Hem EVA oluşturmada, hem de MVA oluşturmada yabancı şirketlerin yerli şirketlerden daha başarılı oldukları belirlenmiştir. Çalışan sayısına göre ise, EVA'da büyük şirketlerin, MVA'da ise küçük ölçekli şirketlerin ortalamaları daha fazla çıkmıştır. Ayrıca 144 şirketin ilgili dönemdeki EVA'larını dönem başı toplam varlıklarına böldüğümüzde 2006 yılında 103 şirket bir birim toplam varlıkla pozitif katma değer yaratırken, 2007 yılında 31, 2008 yılında 118, 2009 yılında 17, 2010 yılında 60 şirket pozitif katma değer yaratmıştır. İlgili dönemdeki MVA'ları dönem başı toplam varlıklara böldüğümüzde

ise, 2006 yılında 97 şirket, 2007 yılında 106 şirket, 2008 yılında 46 şirket, 2009 yılında 87 şirket, 2010 yılında 108 şirket pozitif piyasa katma değeri yaratırken, diğer şirketlerde ise piyasa katma değeri negatif olmuştur. Çalışmada ulaşılan başka bir sonuç da, 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 korelasyonun nispeten düşük bulunması ve EVA'nın MVA'yı açıklama gücünün oldukça düşük çıkmasıdır.

EVA ile MVA arasındaki ilişkinin yeterince güçlü çıkmamasının farklı nedenleri olduğu değerlendirilmektedir. Bu nedenlerden biri, MVA'nın geçmişte elde edilen EVA'ların toplamı olmasının yanında, işletmelerin gelecekte sağlayacakları nakit akışlarının bugünkü değerini de yansıtmasıdır. Bir diğer neden ise, MVA'nın piyasa koşullarına göre dalgalı bir seyir izleyebilmesidir. Çünkü MVA'nın hesaplanmasında esas olan şirketlerin piyasa değeri, ekonomik konjoktüre göre değişim göstermektedir. Bu nedenle, EVA'nın her zaman MVA'yı tam olarak açıklaması beklenmemelidir. EVA'nın MVA'yı açıklama gücünün düşük çıkması, EVA'nın kötü bir performans ölçütü olduğu anlamına gelmemektedir. EVA, diğer üretim faktörleriyle birlikte, öz sermayenin ve borçların vergiden sonraki maliyetini de dikkate alan çok önemli bir performans ölçütüdür. Yine de, ihtiyatlı olmak açısından, yeni ve eski performans ölçüm tekniklerinin birlikte kullanılmasının yararlı olacağı söylenebilir.

KAYNAKÇA

- Akal, Zühal, Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurulu, Performans Kavramları Ve Performans Yönetimi, Ankara,2003, Http://www.Ydk.gov.tr/Seminerler/Performans_Yonetimi/Performans_Yonetimi.Html, (02 Ağustos 2011).
- Akgüç, Öztin, Mali Tablolar Analizi, İstanbul, Arayış Basım ve Yayıncılık, 12.Baskı, 2006.
- Ata, H. Ali ve Emre Yakut, Finansal Performansa Dayalı Etkinlik Ölçümü: İmalat Sektörü Uygulaması, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (18) 2009 / 2: 80 – 100.
- Ataman, Ümit, Rüstem Hacirüstemoğlu, Yöneticiler İçin Muhasebe ve Finans Bilgileri, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 1999.
- Aydemir, Birol, Türkiye'de katma değer vergisi uygulamasının değerlendirilmesi ve Etkif Katma Değer Vergisi Oranlarının Hesaplanması. Ankara: DPT. Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Ağustos 1996, <http://ekutup.dpt.gov.tr/vergi/aydemirb/kdv.html>, (27 Temmuz 2011).
- Bal, Hasan, Sigorta Firmalarının Değerinin Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi İle Tespiti ve İMKB Uygulaması, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2008.
- Bayraktaroğlu, Ali, Ünlü, Ulaş, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, s.292. Y.2009, C.14, S.1 s.287-312.
- Bekçi, İsmail, Ercüment Doğru, Değer Yaratan Faaliyetler Açısından İşletme Başarısı: Çimento sanayi İşletmelerinde Bir Araştırma, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Yıl: 2011/1, Sayı:13.
- Berk, Niyazi, Finansal Yönetim, İstanbul, Türkmen kitapevi, 5.Basım, 2000.
- Chambers, Nurgül, Firma Değerlemesi, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 1. Basım, Ekim 2005.

- Cop, Ruziye, Mustafa Bekmezci, Değer Temelli Pazarlama Anlayışında Balanced scorecard'ın Stratejik Önemi, İ.Ü.Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:39 (Ekim 2008).
- Çakıcı, Cemal, Ekonomik Katma Değer (EVA) Yaklaşımı, İstanbul, Beta Yayıncılık,1.Basım, 2008.
- Çam, Mustafa, Stratejik Bir Yönetim Aracı Olarak Ekonomik Katma Değer (Eva) Ve Faaliyet Tabanlı Maliyet Yönteminin (Ftmy) Birlikte Kullanımı, Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 15, Sayı 2, 2006.
- ÇELİK, Orhan, İşletmelerde bir performans ölçütü olarak ekonomi katma değer (EKD) ve Türk Telekom A.Ş.'de uygulanması, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Gelişme ve Toplum Araştırmaları Merkezi, No 45, Nisan 2002.
- Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı Temel Ekonomik Göstergeler, <http://ekutup.dpt.gov.tr/tg/>, (02 Mart 2012).
- Elitaş, Cemal, Veysel Ağca, Firmalarda Çok Boyutlu Performans Değerleme Yaklaşımları: Kavramsal Bir Çerçeve, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi , 2006; 8(2):343-370.
- Ercan, Metin Kamil, Ünsal Ban, Değere Dayalı İşletme finansı, Finansal Yönetim, Ankara, Gazi Kitapevi, 2005.
- Erkan, Mehmet, Sermaye Maliyeti, ww2.aku.edu.tr/~mehmeterkan/sayfalar/fkaymal.ppt.
- Ertuğrul, Murat, Finansal Performans Ölçümünde Dönüşümlerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt/Vol. :9- Sayı /No: 1: 19–46 (2009).
- Finnet, <http://www.finnet.com.tr/f2000/risk/riskBetaTablosu.aspx?RTIP=2>
- Gökbulut, Rasim İlker, Hissedar Değeri ile Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişki ve İMKB üzerine Bir Araştırma, İstanbul Ün. Sos. Bil. Enstitüsü Finans Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul, 2009.
- Gökçen, Gürbüz, İlkeler ve Tekdüzen Hesap planı Uygulamaları, İstanbul, Beta Yayınevi, 2.Basım, 2009.
- Gürbüz, A.Osman, Yakup Ergincan, Şirket Değerlemesi: Klasik ve modern Yaklaşımlar, İstanbul, Literatür Yayıncılık, 1.Basım, 2004.

- Gürsoy Cudi Tuncer, Finansal Yönetim İlkeleri, İstanbul, Doğu Üniversitesi Yayınları, 1.Basım, İstanbul 2007.
- Hacırüstemoğlu, Rüstem, Münir Şakrak ve Volkan Demir, "Etkin Performans Ölçüm Aracı (EVA) (Ekonomik Katma Değer –Ekonomik Kâr Yaklaşımı)", Mali Çözüm Dergisi, Yıl:12, Sayı:59, (Nisan, Mayıs, Haziran 2002).
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senedi Verileri, <http://www.imkb.gov.tr/data/stocksdata.aspx>, (20 Şubat 2012).
- İstanbul sanayi Odası http://www.iso.org.tr/tr/web/statiksayfalar/Meclis_Konusmalari_28-12-11.aspx, (14 Nisan 2012).
- Kalaycı, Şeref, SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri, Asil Yayın Dağıtım, 5. Basım, Ankara 2010.
- Kara, Hatice, Katma Değer Yaratmaya Dayalı Finansal Performans Ölçütü Olarak EVA, İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 1.Basım, İstanbul 2005.
- Kayalı, Cevdet A, Ayşe N. Yereli ve Şebnem Ada, Entelektüel Katma Değer Katsayısı Yöntemi Kullanılarak Entelektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerindeki Etkisinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Manisa, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Yıl:2007 Cilt:14 Sayı:1.
- Korkmaz, Tuba Kale, Mine Akdeniz Özdemir, Ekonomik Katma Değer – EVA Nedir? Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Sayı:33 (Kasım – Aralık 2003).
- Milli Prodüktivite Merkezi, <Http://www.mpm.org.tr/Makaleler/Sayfalar/Çok-Boyutlu-Performans-Verimlilik-Aspx>, (08 Ağustos 2011).
- MSO Müşavirlik, <http://msonet.org/cat.asp?nid=208&n=114>, (21 Aralık 2012).
- Okumuş, H.Şaduman, Ekonomik Katma Değer ve Piyasa Performansı, Gazi Kitabevi, 1.Basım, Ankara 2004.
- Özevren, Mina, İşletmelerde Değer Yönetimi, İstanbul, Beta Yayıncılık, 1. Basım, 2008.
- Öztürk, M. Başaran, Finansal Performansın Ölçülmesinde Alternatif Bir Yöntem "Ekonomik Katma Değer" İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 18 Eylül 2004 Sayı: 3.

Parlakkaya, Raif, Maliyet Ve Performans Yönetim Aracı Olarak Tümüleşik Faaliyet Tabanlı Maliyetleme Ve Ekonomik Katma Değer Sistemi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi (C.V, S.2, 2003).

Performans Yönetimi, Ankara,2003,
[Http://www.Ydk.gov.tr/Seminerler/Performans_Yonetimi/Performans_Yonetimi.Html](http://www.Ydk.gov.tr/Seminerler/Performans_Yonetimi/Performans_Yonetimi.Html), (02 Ağustos 2011).

Resmî Gazete, EK 1, Sayı: 25997, 18 Kasım 2005.

Sakarya, Şakir, Hissedar Değeri ve Hesaplanması Üzerine Bir Uygulama, <http://journal.mufad.org/attachments/article/261/15.pdf>, (21 Aralık 2012),

Şamiloğlu, Famil, H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 22, Sayı 2, 2004, 163-174.

Topal, Yusuf, Ekonomik Katma Değer (EVA) Ve Pazar Katma Değeri (MVA) Arasındaki İlişki İMKB İmalat İşletmelerinden Örnek, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2008, C.13, Sayı.2, 249 – 261.

Türk Dil Kurumu,
<http://www.tdkterim.gov.tr/bts/?kategori=veritbn&kelimesec=85786>. (23 Temmuz 2011).

Türker, İpek, Ekonomik Katma değer (Eva)'in Hesaplanması ve Gerekli Muhasebe Düzeltmeleri, Muhasebe ve Denetime Bakış, Mayıs 2005.

Yalkın, Yüksel Koç, Genel Muhasebe İlkeler ve Uygulamalar, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım, 17.Basım, 2010.

Yedievli, Samih, Kalder Yönetim Kurulu Üyesi,
http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/0206/8289, (27 Temmuz 2011).

Yılğör, Ayşe Gül, İşletme Performansının Değerlendirilmesinde Ekonomik Katma Değer (EVA)ve Piyasa Katma Değeri (MVA) Yöntemleri ve Bu Yöntemlerin Hisse Senedi Getirilerini Açıklama Gücünün İncelenmesi: İMKB 100 Örneği, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 60-1.

Yükçü, Süleyman, Gülşah Atağan, Etkinlik, Etkililik Ve Verimlilik Kavramlarının Yarattığı Karışıklık, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 23, Sayı: 4.

Yönetim Danışmanları Derneği,
<http://www.ydd.org.tr/tr/MakaleGoster.asp?makaleID=18>, (22 Temmuz 2011).

EKLER

EK A.1. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Normallik Analizi Test Sonuçları

Yıl	Değişkenler	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
2006	EVA	0,076	114	0,104	0,980	114	0,079
	MVA	0,081	114	0,065	0,978	114	0,060
2007	EVA	0,041	129	,200*	0,990	129	0,522
	MVA	0,078	129	0,052	0,974	129	0,014
2008	EVA	0,081	111	0,069	0,979	111	0,084
	MVA	0,082	111	0,062	0,982	111	0,151
2009	EVA	0,055	122	,200*	0,986	122	0,227
	MVA	0,079	122	0,057	0,982	122	0,107
2010	EVA	0,071	127	0,199	0,981	127	0,066
	MVA	0,072	127	0,182	0,969	127	0,006

EK A.2. Yerli Şirketlerin Normallik Analizi Test Sonuçları

Yıl	Değişkenler	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
2006	EVA	0,093	85	0,066	0,978	85	0,145
	MVA	0,089	85	0,094	0,974	85	0,089
2007	EVA	0,061	94	,200*	0,989	94	0,614
	MVA	0,091	94	0,052	0,971	94	0,035
2008	EVA	0,091	86	0,077	0,976	86	0,109
	MVA	0,088	86	0,098	0,947	86	0,001
2009	EVA	0,070	81	,200*	0,973	81	0,088
	MVA	0,098	81	0,054	0,965	81	0,027
2010	EVA	0,082	96	0,108	0,982	96	0,197
	MVA	0,089	96	0,060	0,954	96	0,002

EK A.3. Yabancı Şirketlerin Normallik Analizi Test Sonuçları

Yıl	Değişkenler	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
2006	EVA	0,130	35	0,146	0,948	35	0,099
	MVA	0,128	35	0,158	0,954	35	0,154
2007	EVA	0,125	35	0,187	0,940	35	0,058
	MVA	0,117	35	,200*	0,879	35	0,001
2008	EVA	0,107	34	,200*	0,959	34	0,231
	MVA	0,125	34	,200*	0,872	34	0,001
2009	EVA	0,069	34	,200*	0,974	34	0,567
	MVA	0,135	34	0,124	0,956	34	0,187
2010	EVA	0,135	33	0,133	0,940	33	0,068
	MVA	0,126	33	,200*	0,925	33	0,026

EK A.4. Küçük Ölçekli İşletmelerin Normallik Analizi Test Sonuçları

Yıl	Değişkenler	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
2006	EVA	0,237	11	0,085	0,875	11	0,090
	MVA	0,218	11	0,151	0,859	11	0,056
2007	EVA	0,188	12	,200*	0,921	12	0,293
	MVA	0,220	12	0,113	0,915	12	0,249
2008	EVA	0,166	12	,200*	0,956	12	0,731
	MVA	0,183	12	,200*	0,935	12	0,430
2009	EVA	0,171	11	,200*	0,944	11	0,564
	MVA	0,138	11	,200*	0,969	11	0,877
2010	EVA	0,117	12	,200*	0,976	12	0,964
	MVA	0,138	12	,200*	0,934	12	0,425

EK A.5. Orta Büyüklükteki İşletmelerin Normallik Analizi Test Sonuçları

Yıl	Değişkenler	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
2006	EVA	0,114	22	,200*	0,971	22	0,726
	MVA	0,151	22	,200*	0,924	22	0,091
2007	EVA	0,122	25	,200*	0,954	25	0,307
	MVA	0,120	25	,200*	0,935	25	0,111
2008	EVA	0,128	24	,200*	0,930	24	0,097
	MVA	0,153	24	0,15	0,926	24	0,078
2009	EVA	0,159	23	0,139	0,958	23	0,422
	MVA	0,124	23	,200*	0,965	23	0,578
2010	EVA	0,137	24	,200*	0,951	24	0,279
	MVA	0,114	24	,200*	0,956	24	0,371

EK A.6. Büyük İşletmelerin Normallik Analizi Test Sonuçları

Yıl	Değişkenler	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
2006	EVA	0,086	89	0,098	0,983	89	0,316
	MVA	0,093	89	0,057	0,970	89	0,040
2007	EVA	0,059	93	,200*	0,971	93	0,037
	MVA	0,090	93	0,061	0,973	93	0,049
2008	EVA	0,093	89	0,055	0,978	89	0,130
	MVA	0,090	89	0,071	0,970	89	0,036
2009	EVA	0,062	91	,200*	0,983	91	0,282
	MVA	0,092	91	0,056	0,973	91	0,053
2010	EVA	0,085	92	0,100	0,979	92	0,156
	MVA	0,071	92	,200*	0,975	92	0,073

EK A.7. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA ile MVA Ortalamalarına Ait Varyansların Homojenlik Test Sonuları

Değişkenler	Levene Statistic	df1	df2	Sig.
EVA	7,307	4	598	0,000
MVA	15,124	4	598	0,000

EK A.8. alıŐan Sayısına Göre Şirketlerin EVA ve MVA Ortalamalarına Ait Varyansların Homojenlik Test Sonuçları

Değişkenler	Yıl	Levene Statistic	df1	df2	Sig.
EVA	2006	10,515	2	119	0,000
	2007	4,848	2	127	0,009
	2008	2,611	2	122	0,078
	2009	1,287	2	122	0,280
	2010	8,024	2	125	0,001
MVA	2006	7,007	2	119	0,001
	2007	2,355	2	127	0,099
	2008	1,163	2	122	0,316
	2009	4,264	2	122	0,016
	2010	6,333	2	125	0,002

EK A.9. Adel Kalemçilik Şirketinin 2010 Yılına Ait Gelir Tablosu (TL)

	Dipnot Referansları	Cari Dönem
Finansal Tablo Türü		Konsolide Olmayan
Dönem		01.01.2010-31.12.2010
Sürdürülen Faaliyetler		
Satış Gelirleri	16	111.384.371
Satışların Maliyeti (-)	16	-56.331.016
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)		55.053.355
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon Ve Diğer Gelirler		
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon Ve Diğer Giderler (-)		
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Brüt Kar (Zarar)		
Brüt Kar/Zarar		5.5053.355
Pazarlama, Satış Ve Dağıtım Giderleri (-)	17	-15.879.110
Genel Yönetim Giderleri (-)	17	-9.018.396
Araştırma Ve Geliştirme Giderleri (-)	17	-7.870
Diğer Faaliyet Gelirleri	18	302.882
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	18	-1.717.388
Faaliyet Karı/Zararı		28.733.473
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar		
Esas Faaliyet Dışı Finansal Gelirler	19	968.133
Esas Faaliyet Dışı Finansal Giderler (-)	19	-248.2437
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı		2721.9169
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri		-5.483.481
- Dönem Vergi Gelir/Gideri	20	-568.8284
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	20	204.803
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı		21.735.688
Durdurulan Faaliyetler		
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı/Zararı		21.735.688
Dönem Karı/Zararı		21.735.688

EK A.10. Adel Kalemcilik Şirketinin 2010 Yılına Ait Bilançosu (TL)

V A R L I K L A R	Dipnot Referansları	Cari Dönem
Dönen Varlıklar		75.550.839
Nakit Ve Benzerleri	4	32.365.348
Ticari Alacaklar	7	8.934.357
İlişkili Taraflardan Alacaklar	22	55.897
Diğer Alacaklar	8	30.490
Stoklar	9	27.782.911
Diğer Dönen Varlıklar	14	6.381.836
(Ara Toplam)		75.550.839
Duran Varlıklar		15.481.001
Diğer Alacaklar	8	188.982
Finansal Yatırımlar	5	233.985
Maddi Duran Varlıklar	10	14.762.743
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11	145.293
Ertelenmiş Vergi Varlığı	20	113.998
Diğer Duran Varlıklar	14	36.000
Toplam Varlıklar		91.031.840
K A Y N A K L A R		
Kısa Vadeli Yükümlülükler		12.277.661
Finansal Borçlar	6	3.763.580
Ticari Borçlar	7	2.296.015
İlişkili Taraflara Borçlar	22	3.649.571
Diğer Borçlar	8	1.231.802
Borç Karşılıkları	12	71.695
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	13	200.650
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	14	1.064.348
(Ara Toplam)		12.277.661
Uzun Vadeli Yükümlülükler		3.465.092
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	13	3.465.092
Ö Z K A Y N A K L A R		75.289.087
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar		75.289.087
Ödenmiş Sermaye	15	7.875.000
Sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları	15	13.374.985
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	15	5.450.104
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	15	26.853.310
Net Dönem Karı/Zararı	15	21.735.688
Toplam Kaynaklar		91.031.840

EK A.11. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA Değerleri

ŞİRKET BİLGİLERİ			2006	2007	2008	2009	2010
No.	Kod	Şirket Adı	EVA	EVA	EVA	EVA	EVA
1	ADANA, ADBG, ADNAC	ADANA ÇİMENTO	142.734.017	9.415.795	218.799.430	-189.569.448	2.044.576
2	ADEL	ADEL KALEMCİLİK	10.735.381	-951.574	30.327.624	-6.702.113	12.077.674
3	AFYON	AFYON ÇİMENTO	13.208.089	-560.930	15.719.777	-13.635.831	-14.743.187
4	AKALT	AKAL TEKSTİL	-98.523.906	6.511.705	57.549.988	-39.351.795	-16.365.486
5	AKCNS	AKÇANSA	203.354.136	-83.276.244	428.235.810	-469.258.526	-71.630.067
6	ATEKS	AKIN TEKSTİL	4.548.776	-37.740.762	28.894.792	-32.293.582	-29.751.388
7	AKSA	AKSA	-20.320.790	-93.968.158	309.638.119	33.740.759	19.251.155
8	ALCAR	ALARKO CARRIER	16.470.862	-25.706.160	79.507.434	-78.620.293	-22.008.151
9	ALKIM	ALKİM KİMYA	10.924.191	-3.995.315	81.323.553	-59.705.190	-8.794.484
10	ALKA	ALKİM KAĞIT	1.134.996	-19.198.909	41.851.014	-31.863.093	-12.729.305
11	ALTIN	ALTINYILDIZ	2.494.318	-9.367.835	48.688.540	-49.112.761	64.875.931
12	ANACM	ANADOLU CAM	-18.709.053	-101.301.539	294.358.136	-323.334.395	39.115.355
13	AEFES	ANADOLU EFES	-10.028.074	-199.372.990	690.167.509	-922.425.985	439.335.261
14	ASUZU	ANADOLU ISUZU	27.845.982	-12.408.476	81.565.478	-83.811.915	-20.647.829
15	ARCLK	ARÇELİK	181.703.171	-574.688.346	730.890.070	-1.251.919.219	-121.522.914
16	ARSAN	ARSAN TEKSTİL	-986.532	-28.783.310	20.864.801	-30.549.148	-23.710.714
17	AYGAZ	AYGAZ	284.345.970	-75.005.620	524.484.466	-668.055.908	-71.929.860
18	BAGFS	BAGFAŞ	11.571.204	7.351.501	196.962.683	-46.099.410	41.440.170
19	BAKAB	BAK AMBALAJ	10.897.497	-9.452.589	20.517.078	-1.845.405	1.614.122
20	BANVT	BANVİT	18.628.336	11.194.185	17.675.214	12.441.895	68.363.927
21	BTCIM	BATI ÇİMENTO	46.046.527	-26.014.689	131.129.521	-194.275.891	-39.402.187
22	BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	37.891.519	-28.401.197	56.479.187	-80.850.531	-28.770.195
23	BERDN	BERDAN TEKSTİL	-14.382.305	-4.573.997	-6.665.703	-11.998.444	-7.929.835
24	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT	-8.324.066	-15.676.217	-6.509.257	-9.075.580	-2.594.387
25	BISAS	BİSAŞ TEKSTİL	-6.497.052	5.691.450	5.190.043	-740.039	838.154
26	BOLUC	BOLU ÇİMENTO	72.067.208	-4.018.827	94.016.328	-65.434.649	-10.756.392
27	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN	12.307.584	-19.738.310	-15.766.050	-228.132.228	-99.950.084
28	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	3.912.425	-391.458	10.979.079	-2.645.025	5.910.104
29	BOSSA	BOSSA	48.691.261	-46.684.161	82.084.286	-7.705.711	-33.880.352
30	BRISA	BRİSA	68.694.859	-4.949.914	130.838.737	-75.941.540	12.788.928
31	BSHEV	BŞH EV ALETLERİ	87.915.289	37.564.983	202.675.872	66.147.563	181.556.066
32	BURCE	BURÇELİK	-2.252.635	-3.829.343	2.090.193	-1.239.659	-3.038.001
33	BURVA	BURÇELİK VANA	-1.806.173	-3.260.026	597.951	-2.440.376	31.750
34	BUCIM	BURSA ÇİMENTO	41.648.412	25.631.052	75.588.955	-67.275.275	-14.999.936
35	COMDO	COMPONENTA DÖKÜMCÜLÜK	54.037.045	-27.592.397	121.529.695	-78.773.187	-429.691
36	CBSBO	ÇBS BOYA	-616.164	7.208.850	34.130.528	-1.214.884	-31.612.785
37	CELHA	ÇELİK HALAT	65.377.507	-4.526.298	16.588.113	-5.334.121	2.922.372
38	CEMTS	ÇEMTAŞ	26.472.288	-15.464.957	75.253.391	-61.084.681	-28.398.952
39	CMBTN	ÇİMBETON	5.838.988	-3.384.596	5.558.775	-11.625.840	-4.864.377

EK A.11. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA Değerleri Devamı

40	CIMSA	ÇİMSA	148.785.341	13.913.078	381.323.396	-335.498.790	357.040
41	DARDL	DARDANEL	-23.744.232	56.582.983	-14.529.771	23.648.300	6.686.228
42	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM	7.868.022	-16.825.425	39.402.085	-17.473.586	777.211
43	DENCM	DENİZLİ CAM	821.295	-8.100.550	3.330.587	-10.292.411	728.164
44	DENTA	DENTAŞ AMBALAJ	5.805.678	-19.789.830	-21.663.551	-41.878.841	-6.878.529
45	DERİM	DERİMOD	1.978.622	3.090.882	7.686.167	1.073.656	4.766.428
46	DESA	DESA DERİ	2.669.927	-9.226.762	23.132.865	-21.382.695	-4.216.719
47	DEVA	DEVA HOLDİNG	-35.141.175	48.230.910	-5.084.054	-126.037.561	-63.866.057
48	DİTAS	DİTAŞ DOĞAN	2.316.984	-6.739.343	8.747.764	-7.997.530	-3.184.584
49	DOBUR	DOĞAN BURDA	2.739.440	-2.126.647	20.049.668	-9.509.663	1.293.812
50	DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK	1.057.148	-70.007.646	109.018.473	-117.145.486	-47.234.959
51	DOGUB	DOĞUSAN	22.534.927	-2.503.541	3.128.744	-4.730.005	-3.946.770
52	DURDO	DURAN DOĞAN BASIM	192.586	-980.932	7.553.971	3.894.551	7.268.230
53	DYOBY	DYO BOYA	-29.996.058	-41.454.776	-13.598.934	-41.413.419	17.798.607
54	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI	24.521.032	-24.184.763	-16.225.649	-34.105.627	39.492.856
55	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ	7.950.824	-2.746.810	21.323.883	-10.658.288	-326.341
56	EGGUB	EGE GÜBRE	559.957	-30.344.300	44.501.515	-64.013.493	-98.045
57	EGPRO	EGE PROFİL	12.571.085	14.967.090	19.119.217	-7.961.066	74.813.008
58	EGSER	EGE SERAMİK	7.118.065	-19.335.496	62.017.393	-55.993.897	-3.414.948
59	EPLAS	EGEPLAST	-16.114.165	4.162.677	-13.527.392	8.063.828	5.649.272
60	ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ	102.538.334	-75.726.290	694.546.401	-1.194.397.197	-480.893.661
61	EMKEL	EMEK ELEKTRİK	-4.330.905	2.731.037	3.026.369	27.420.656	14.508.389
62	EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ	-750.893	-5.404.204	-3.305.642	-3.726.162	-3.869.077
63	ERBOS	ERBOSAN	6.512.995	-1.007.759	29.102.812	-8.809.521	2.055.422
64	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	134.266.312	-1.866.653.142	3.323.320.988	-5.941.255.065	-836.568.822
65	ERSU	ERSU GIDA	-1.819.970	-4.877.969	5.807.514	-8.150.021	-2.607.784
66	ESEMS	ESEM SPOR GIYİM	-5.334.193	-2.133.208	-9.135.297	-13.743.733	8.839.851
67	FMIZP	F-M İZMİT PİSTON	6.837.566	-374.439	29.591.474	-8.539.316	3.105.746
68	FENIS	FENİŞ ALÜMİNYUM	3.205.964	-1.533.566	17.325.152	-13.325.992	-4.510.150
69	FROTO	FORD OTOSAN	576.352.621	76.309.032	1.040.142.592	-508.184.914	338.914.485
70	FRIGO	FRİGO PAK GIDA	-1.539.607	-3.580.712	-3.192.942	-6.094.126	-3.648.786
71	GENTS	GENTAŞ	15.329.612	-12.927.366	32.654.512	-46.191.161	-4.574.697
72	GEDİZ	GEDİZ İPLİK	-1.043.087	-11.355.730	7.700.389	-13.000.979	-1.077.588
73	GOLDS	GOLDAŞ KUYUMCULUK	-2.805.449	723.067	156.385.244	-140.662.317	-46.867.892
74	GOODY	GOOD-YEAR	50.772.672	-12.013.276	144.166.165	-54.431.664	-5.253.102
75	GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO	36.132.354	-32.264.498	101.314.699	-132.181.039	-45.238.057
76	GUBRF	GÜBRE FABRİK.	21.774.490	-3.279.465	605.867.337	-351.635.391	193.320.959
77	HZNDR	HAZNEDAR REFRAKTER	1.491.608	-3.053.261	7.863.901	-2.144.884	460.588
78	IDAS	İDAŞ	-2.227.014	-17.036.131	-17.707.075	-3.599.329	-8.622.813
79	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	4.998.715	-19.402.747	33.617.110	-141.179.844	-38.124.699
80	İPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ	7.853.759	-1.587.643	205.602.131	-114.128.637	112.041.545
81	İZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	46.392.026	-21.379.891	286.427.047	-197.072.010	-33.303.646

EK A. 11. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA Değerleri Devamı

82	IZOCM	İZOCAM	44.064.051	29.098.645	105.454.031	-8.315.824	15.496.356
83	KAPLM	KAPLAMIN	3.889.315	-7.788.783	12.462.229	-14.077.944	-5.630.921
84	KRDMA, KRDMB, KRDMD	KARDEMİR	66.883.629	-44.523.081	602.846.830	-640.464.002	-125.454.258
85	KARSN	KARSAN OTOMOTİV	-23.349.163	-23.176.500	-1.291.435	-71.795.173	-16.123.129
86	KRTEK	KARSU TEKSTİL	5.302.826	-19.673.365	30.922.641	-13.553.708	-4.736.251
87	KARTN	KARTONSAN	10.865.967	9.361.925	49.615.368	-41.501.302	-9.225.864
88	KLBM0	KELEBEK MOBİLYA	-5.735.380	-6.740.306	7.217.567	-5.013.004	364.078
89	KENT	KENT GIDA	15.541.341	-11.932.720	107.655.057	-125.480.290	-38.600.200
90	KERVT	KEREVİTAŞ GIDA	-24.627.880	3.605.514	-23.254.850	11.903.246	-2.196.698
91	KLMSN	KLİMASAN KLİMA	9.780.704	-8.963.304	-3.899.549	-8.812.918	-1.864.564
92	KNFRT	KONFRUT GIDA	5.924.939	864.634	5.638.949	563.732	2.731.339
93	KONYA	KONYA ÇİMENTO	54.007.373	-31.777.524	101.599.805	-89.966.094	-23.480.295
94	KORDS	KORDSA GLOBAL	2.324.205	-186.411.707	273.376.932	-374.429.171	-61.657.967
95	KOZAA	KOZA MADENCİLİK	42.878.481	11.444.817	213.386.248	-122.703.401	106.942.673
96	KRSTL	KRİSTAL KOLA	2.925.072	-11.808.453	12.994.283	-20.694.504	-10.860.317
97	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN	4.705.780	-14.423.246	43.025.942	-25.292.961	-11.940.370
98	LUKSK	LÜKS KADİFE	113.571.059	-4.672.071	3.186.596	-3.330.337	-5.260.648
99	MAKTK	MAKİNA TAKIM	-10.981.372	-33.958.538	29.334.190	14.804.028	14.118.358
100	MRDIN	MARDİN ÇİMENTO	83.682.373	32.476.546	127.868.282	-4.272.156	52.858.556
101	MRSHL	MARSHALL	14.655.132	-3.751.612	24.487.067	-23.221.776	1.659.740
102	MNDRS	MENDERES TEKSTİL	12.525.157	-64.670.741	104.752.512	-73.855.062	-3.228.178
103	MEMSA, MEMS1	MENSA	-59.182.757	-39.141.439	-2.566.068	-47.162.237	-27.073.497
104	MERKO	MERKO GIDA	-10.927.088	-5.780.674	-4.340.996	4.534.349	2.349.582
105	MRTGG	MERT GIDA	-2.073.412	-3.312.645	-2.308.311	-5.042.136	-2.215.169
106	MTEKS	METEM ENERJİ VE TEKSTİL	-5.977.582	-9.895.447	-2.141.799	-4.496.656	-1.896.140
107	TIRE	MONDİ TİRE KUTSAN	5.189.000	-18.833.318	-41.411.551	-35.858.244	-10.060.419
108	MUTLU	MUTLU AKÜ	11.067.969	-22.485.486	51.825.207	-68.224.862	2.059.065
109	NUHCM	NUH ÇİMENTO	97.223.893	77.374.080	183.633.119	-114.484.070	-72.978.099
110	OLMKS	OLMUKSA	17.589.633	-10.948.207	27.378.725	-37.401.251	12.187.953
111	PTOFS	OMV PETROL OFİSİ	-141.273.598	-252.715.305	1.187.413.799	-907.505.383	176.637.118
112	OTKAR	OTOKAR	36.824.618	21.410.924	109.245.222	9.465.837	29.721.089
113	PARSN	PARSAN	11.692.398	-44.027.342	132.913.556	-178.046.414	-46.682.504
114	PENGD	PENGUEN GIDA	-13.062.389	-11.646.945	3.644.559	-18.702.934	-6.598.671
115	PETKM	PETKİM	75.753.759	-336.994.099	492.334.202	-534.951.408	-11.065.845
116	PETUN	PINAR ET VE UN	27.425.742	-32.869.226	108.996.101	-81.258.850	-12.493.947
117	PINSU	PINAR SU	12.609.221	-7.878.064	20.886.508	-25.347.732	-6.622.792
118	PNSUT	PINAR SÜT	28.058.712	-49.862.132	105.479.629	-108.507.830	2.828.692
119	PIMAS	PİMAŞ	9.571.781	-15.549.723	22.889.327	-14.134.108	-4.846.343
120	SARKY	SARKUYSAN	18.140.034	-27.616.478	182.871.068	-29.891.210	32.866.134
121	SASA	SASA POLYESTER	52.713.273	-106.452.950	58.652.686	-112.745.038	43.818.593

EK A.11. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA Değerleri Devamı

122	SELGD	SELÇUK GIDA	-3.967.387	-10.686.318	-3.608.228	166.071	-700.056
123	SERVE	SERVE KIRTASIYE	673.150	-1.334.173	2.265.906	-3.896.740	-3.066.256
124	SODA	SODA SANAYİİ	36.570.392	-118.328.760	183.266.290	-212.924.042	-1.061.605
125	SKTAS	SÖKTAŞ	5.280.589	-18.499.529	40.633.140	-38.939.557	7.785.736
126	SONME	SÖNMEZ FİLAMANT	-14.218.545	-23.475.567	12.952.337	-12.248.403	-12.862.444
127	SKPLC	ŞEKER PİLİÇ	-4.500.217	-2.020.056	-20.275.147	44.436	-13.800.616
128	TATKS	TAT KONSERVE	-29.900.136	-48.717.484	50.856.379	-73.962.016	-19.114.791
129	TUDDF	T.DEMİR DÖKÜM	37.146.684	8.776.474	5.611.578	-17.869.989	-22.041.301
130	TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.	32.341.698	-321.651.118	619.123.822	-739.255.032	146.616.910
131	TRKCM	TRAKYA CAM	150.081.712	-191.479.015	681.561.438	-861.295.847	59.040.200
132	TBORG	T.TUBORG	-28.156.721	-26.330.195	-44.793.730	-14.791.405	-4.134.041
133	TUKAS	TUKAŞ	-23.619.830	-15.721.953	-53.448.781	-45.735.364	-12.024.616
134	TRCAS	TURCAS PETROL	273.871.206	-80.171.801	258.365.215	-346.954.953	-81.476.612
135	TUPRS	TÜPRAŞ	430.921.509	15.106.371	1.887.247.752	-1.089.095.711	758.052.626
136	PRKAB	PRYSMIAN KABLO	7.995.780	15.296.458	81.607.663	-11.311.856	4.130.427
137	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR	140.417.823	47.457.634	237.489.051	146.215.982	384.328.257
138	USAK	UŞAK SERAMİK	151.828	-4.030.170	7.343.341	-8.600.056	-308.754
139	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ	70.833.156	-79.248.414	397.040.516	-386.254.336	-18.284.610
140	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	81.573.791	13.786.299	122.943.409	-34.456.783	17.458.418
141	VESTL	VESTEL	122.898.807	175.879.451	962.506.788	350.639.074	575.312.263
142	VKING	VİKİNG KAĞIT	-5.877.306	-18.759.797	-10.543.623	-7.992.233	3.611.982
143	YATAS	YATAŞ	-103.542	-4.099.665	25.337.862	-10.414.157	845.721
144	YUNSA	YÜNSA	19.905.513	-10.928.389	2.609.517	-15.209.893	7.682.869

EK A.12. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin MVA Değerleri

ŞİRKET BİLGİLERİ			2006	2007	2008	2009	2010
No.	Kod	Şirket Adı	MVA	MVA	MVA	MVA	MVA
1	ADANA, ADBG, ADNAC	ADANA ÇİMENTO	319.720.543	-539.001.397	-132.933.342	184.662.638	285.143.602
2	ADEL	ADEL KALEMCİLİK	14.549.798	4.183.277	-24.207.278	10.761.322	83.392.163
3	AFYON	AFYON ÇİMENTO	95.044.167	82.561.844	20.010.131	148.664.022	525.640.598
4	AKALT	AKAL TEKSTİL	-48.938.844	-54.759.245	-89.440.577	-29.717.108	-32.584.153
5	AKCNS	AKÇANSA	837.575.274	505.362.394	-308.932.148	453.896.430	602.374.856
6	ATEKS	AKIN TEKSTİL	-63.608.489	-57.319.073	-80.143.149	-33.903.004	-89.691.882
7	AKSA	AKSA	-272.080.453	-342.000.234	-536.110.153	-253.383.000	-89.415.000
8	ALCAR	ALARKO CARRIER	11.729.093	-33.617.422	-136.161.209	-87.368.574	-34.602.408
9	ALKIM	ALKİM KİMYA	6.655.122	45.487.216	-50.676.262	6.825.034	27.831.742
10	ALKA	ALKİM KAĞIT	-30.852.499	-17.137.018	-11.787.616	-17.301.618	-13.002.729
11	ALTIN	ALTINYILDIZ	-13.457.090	144.293.982	-75.326.950	-27.436.882	188.866.184
12	ANACM	ANADOLU CAM	214.875.391	143.300.364	-294.795.829	-85.913.192	244.004.508
13	AEFES	ANADOLU EFES	3.264.752.799	4.116.032.000	2.119.349.000	4.825.822.000	7.714.995.000
14	ASUZU	ANADOLU ISUZU	37.731.007	36.760.614	-110.741.927	-12.563.179	49.699.118
15	ARCLK	ARÇELİK	1.236.019.000	1.113.944.000	-1.177.411.400	1.209.506.999	1.862.945.999
16	ARSAN	ARSAN TEKSTİL	-70.039.825	-60.144.117	-65.892.129	-5.790.887	76.029.040
17	AYGAZ	AYGAZ	-350.755.749	-182.417.185	-870.694.975	-62.287.000	476.092.000
18	BAGFS	BAGFAŞ	-5.537.559	97.577.822	406.757	141.529.889	310.548.587
19	BAKAB	BAK AMBALAJ	1.159.516	-15.761.895	-36.919.720	-10.189.422	-6.597.133
20	BANVT	BANVİT	35.074.127	143.523.330	51.155.192	231.559.225	297.045.233
21	BTCIM	BATI ÇİMENTO	148.960.583	275.081.709	-30.293.395	20.469.684	104.806.794
22	BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	-9.334.620	-25.021.766	-132.367.328	-90.616.756	-58.602.786
23	BERDN	BERDAN TEKSTİL	33.328.997	33.220.226	27.865.535	49.101.108	57.215.475
24	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT	-5.619.523	-15.650.165	-26.450.733	-23.697.439	-7.971.014
25	BISAS	BİSAŞ TEKSTİL	4.324.746	6.713.207	-322.424	12.589.056	14.308.237
26	BOLUC	BOLU ÇİMENTO	145.210.342	86.040.857	-68.341.703	38.563.429	39.794.712
27	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN	94.710.736	58.423.877	-51.868.618	-153.831.826	23.469.781
28	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	227.058.576	226.333.524	85.481.463	181.894.587	525.361.645
29	BOSSA	BOSSA	-64.848.565	-124.858.210	-63.302.041	-5.630.448	-57.400.380
30	BRISA	BRİSA	257.113.611	135.891.071	-164.285.787	48.813.069	574.285.602
31	BSHEV	BŞH EV ALETLERİ	1.396.500.000	631.184.031	284.792.227	2.544.135.394	4.994.094.389
32	BURCE	BURÇELİK	3.790.922	6.041.036	5.217.580	9.750.319	71.817.249
33	BURVA	BURÇELİK VANA	852.026	5.529.360	-377.480	6.343.872	9.416.618
34	BUCIM	BURSA ÇİMENTO	581.821.329	475.609.885	179.032.441	215.611.445	219.987.277
35	COMDO	COMPONETA DOKÜMCÜLÜK	87.578.475	69.116.924	93.230.525	94.914.021	121.729.703
36	CBSBO	ÇBS BOYA	57.972.775	59.843.446	76.220.712	88.487.224	98.351.241
37	CELHA	ÇELİK HALAT	15.814.648	24.872.651	8.126.233	12.014.023	26.054.263
38	CEMTS	ÇEMTAŞ	8.084.654	-6.910.051	-100.529.213	-44.222.577	-46.772.095
39	CMBTN	ÇİMBETON	3.354.562	-2.798.084	-17.486.711	7.425.474	49.959.344

EK A.12. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin MVA Değerleri Devamı

40	CIMSA	ÇİMSA	401.183.202	241.908.377	-345.550.047	87.786.769	471.037.072
41	DARDL	DARDANEL	279.442.525	238.467.042	291.270.309	290.751.341	340.442.960
42	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM	-35.397.825	-22.780.219	-52.858.906	-34.287.427	-8.923.685
43	DENCM	DENİZLİ CAM	-2.058.129	-2.661.361	-14.277.615	-3.455.738	101.007.670
44	DENTA	DENTAŞ AMBALAJ	-11.067.577	23.379.225	-25.044.257	7.418.166	58.304.945
45	DERİM	DERİMOD	18.360.000	10.613.182	-1.879.906	1.569.370	11.451.150
46	DESA	DESA DERİ	-15.854.624	-7.670.193	-42.526.028	-19.782.720	5.757.642
47	DEVA	DEVA HOLDİNG	352.949.162	648.897.156	63.657.917	198.849.653	239.776.363
48	DİTAS	DİTAŞ DOĞAN	2.599.546	4.288.507	-11.938.918	2.619.459	12.735.461
49	DOBUR	DOĞAN BURDA	17.494.529	16.551.885	-16.678.150	8.119.640	24.323.426
50	DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK	28.213.112	86.155.334	-81.445.369	169.877.894	123.804.901
51	DOGUB	DOĞUSAN	5.436.225	16.196.292	295.484	15.436.874	12.816.957
52	DURDO	DURAN DOĞAN BASIM	21.623.794	18.877.227	15.773.393	21.008.303	34.223.983
53	DYOBY	DYO BOYA	100.047.263	98.158.906	886.451	65.555.606	105.923.801
54	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI	1.126.209	66.193.324	-14.302.705	191.569.670	248.605.663
55	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ	8.921.526	4.412.112	-22.628.913	-7.336.522	43.218.917
56	EGGUB	EGE GÜBRE	-50.205.741	4.757.023	-58.073.982	65.467.987	147.171.142
57	EGPRO	EGE PROFİL	108.081.547	87.614.780	-1.465.392	218.306.583	349.136.152
58	EGSER	EGE SERAMİK	90.982.158	28.856.538	-90.683.303	-49.291.349	25.491.129
59	EPLAS	EGEPLAST	24.234.957	32.803.453	42.473.118	39.173.247	35.725.825
60	ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ	-204.887.026	-726.624.364	-1.243.526.933	-819.705.000	-1.016.791.000
61	EMKEL	EMEK ELEKTRİK	18.225.530	20.367.113	9.207.328	8.485.372	3.578.990
62	EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ	3.599.100	4.639.291	23.585.332	37.323.462	40.264.773
63	ERBOS	ERBOSAN	-4.355.307	6.751.655	-22.465.078	-12.773.700	-10.888.011
64	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	-1.008.384.539	2.530.134.625	-1.370.520.639	1.281.305.974	1.468.755.675
65	ERSU	ERSU GIDA	6.651.673	9.414.170	-9.527.057	1.516.569	13.706.647
66	ESEMS	ESEM SPOR GIYİM	6.987.214	26.364.976	1.538.819	20.246.688	8.144.090
67	FMIZP	F-M İZMİT PİSTON	217.641.548	156.726.290	75.465.231	125.476.176	206.920.484
68	FENIS	FENİŞ ALÜMİNYUM	-4.666.867	795.724	36.144.040	50.458.163	39.361.344
69	FROTO	FORD OTOSAN	2.368.961.144	2.530.193.396	-181.792.862	1.526.091.867	2.824.331.469
70	FRIGO	FRİGO PAK GIDA	2.566.660	8.018.035	1.730.280	13.746.314	12.210.813
71	GENTS	GENTAŞ	1.328.695	-3.194.138	-45.731.446	-36.579.828	-1.462.176
72	GEDİZ	GEDİZ İPLİK	-924.586	-16.883.416	-20.006.811	-8.795.227	-12.224.651
73	GOLDS	GOLDAŞ KUYUMCULUK	-22.591.123	44.550.636	-669.120.130	-526.092.463	-692.495.702
74	GOODY	GOOD-YEAR	10.334.351	-79.655.946	-189.861.727	-120.175.207	-8.228.213
75	GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO	151.498.503	154.122.945	-103.931.090	6.057.408	213.930.813
76	GUBRF	GÜBRE FABRİK.	12.304.542	7.338.078	-219.202.525	62.707.537	614.729.298
77	HZNDR	HAZNEKAR REFRAKTER	10.309.721	23.232.613	-1.012.475	18.168.288	24.786.380
78	IDAS	İDAŞ	-6.352.839	-6.915.163	-5.401.669	-5.012.739	-3.577.530
79	IHEVA	IHLAS EV ALETLERİ	-1.016.702	115.741.984	-46.631.094	-7.924.655	24.948.173
80	IPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ	77.788.411	35.703.057	-287.652.242	-24.710.723	-302.756.342
81	İZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	210.297.559	26.109.548	-206.020.426	-36.401.994	126.009.556

EK A.12. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin MVA Değerleri Devamı

82	IZOCM	İZOCAM	248.175.902	241.484.742	61.626.050	424.492.073	688.328.668
83	KAPLM	KAPLAMİN	15.234.141	13.327.462	-12.513.924	8.428.685	38.671.279
84	KRDMA, KRDMB, KRDMD	KARDEMİR	-27.410.302	316.445.627	-566.897.852	-178.818.979	-3.033.296
85	KARSN	KARSAN OTOMOTİV	27.514.123	153.801.456	10.187.760	101.276.344	241.155.149
86	KRTEK	KARSU TEKSTİL	-32.357.232	-33.306.418	-61.442.046	8.079.199	-1.888.464
87	KARTN	KARTONSAN	112.040.839	35.082.680	3.326.290	57.989.785	433.120.366
88	KLBM0	KELEBEK MOBİLYA	32.549.866	25.980.666	3.204.686	23.672.881	43.068.603
89	KENT	KENT GIDA	768.086.912	790.711.944	478.378.908	678.721.624	4.567.495.333
90	KERVT	KEREVİTAŞ GIDA	51.083.842	46.547.614	66.344.123	124.880.912	252.429.866
91	KLMSN	KLİMASAN KLİMA	22.709.829	57.407.897	48.972.458	54.390.613	59.803.984
92	KNFRT	KONFRUT GIDA	12.503.876	10.190.009	-3.949.238	8.791.600	22.338.722
93	KONYA	KONYA ÇİMENTO	87.288.212	-50.734.537	-145.854.691	15.001.876	865.755.729
94	KORDS	KORDSA GLOBAL	90.835.078	39.607.940	-531.922.488	-356.472.588	-201.124.502
95	KOZAA	KOZA MADENCİLİK	287.818.318	494.865.890	-170.379.399	524.137.948	95.901.231
96	KRSTL	KRİSTAL KOLA	-14.472.646	-9.894.186	-23.328.649	-17.410.679	12.445.621
97	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN	-26.447.448	-33.423.783	-61.887.463	-11.460.526	-13.019.093
98	LUKSK	LÜKS KADİFE	5.200.104	14.780.770	2.564.046	9.892.921	-926.510
99	MAKTK	MAKİNA TAKIM	-10.233.985	75.455.897	26.788.645	90.863.303	161.721.233
100	MRDİN	MARDİN ÇİMENTO	314.488.065	264.372.649	67.296.965	469.977.361	589.028.426
101	MRSHL	MARSHALL	54.701.701	41.861.272	-44.094.219	519.970	185.941.428
102	MNDRS	MENDERES TEKSTİL	-128.425.646	-113.095.192	-177.629.001	-123.994.912	-125.074.628
103	MEMSA, MEMS1	MENSA	-69.331.254	-17.326.834	-24.839.319	21.099.985	-87.904.901
104	MERKO	MERKO GIDA	4.369.738	47.710.726	61.721.280	28.945.306	26.780.650
105	MRTGG	MERT GIDA	30.666.418	10.563.528	2.366.402	7.251.631	8.123.390
106	MTEKS	METEM ENERJİ VE TEKSTİL	12.049.903	8.473.790	-1.850.217	11.286.176	17.443.889
107	TIRE	MONDİ TİRE KUTSAN	71.038.175	247.910.757	327.338.752	272.163.337	200.915.247
108	MUTLU	MUTLU AKÜ	-3.162.448	28.170.030	-59.056.756	21.459.640	75.323.223
109	NUHCM	NUH ÇİMENTO	751.403.986	1.282.835.779	632.988.844	854.921.029	952.838.147
110	OLMKS	OLMUKSA	-24.353.952	9.703.081	-17.658.638	-24.343.464	14.777.441
111	PTOFS	OMV PETROL OFİSİ	-430.532.936	326.069.741	-1.239.991.996	360.862.823	1.619.954.111
112	OTKAR	OTOKAR	229.866.817	339.893.883	57.302.409	198.877.036	340.098.722
113	PARSN	PARSAN	-30.250.539	-19.141.293	-182.545.639	-118.457.245	-81.292.754
114	PENGD	PENGUEN GIDA	24.096.040	70.584.753	-9.689.973	11.718.838	16.882.133
115	PETKM	PETKİM	-413.830.570	253.364.413	-410.647.637	24.412.469	779.652.549
116	PETUN	PINAR ET VE UN	-65.146.979	-17.753.214	-148.561.159	-78.845.266	13.456.056
117	PINSU	PINAR SU	-7.587.923	27.609.973	-26.438.534	-5.938.125	-11.208.931
118	PNSUT	PINAR SÜT	-43.852.239	75.995.292	-159.641.803	-10.821.082	278.222.175
119	PIMAS	PİMAŞ	25.001.520	-268.582	-34.215.273	-4.425.197	-7.010.037
120	SARKY	SARKUYSAN	-6.781.144	-58.259.330	-133.557.494	-122.851.411	-63.110.237
121	SASA	SASA POLYESTER	-164.585.000	-138.453.000	-185.090.000	-74.235.000	9.883.000

EK A.12. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin MVA Değerleri Devamı

122	SELGD	SELÇUK GIDA	-6.695.864	1.512.479	-271.835	2.527.688	-569.272
123	SERVE	SERVE KIRTASIYE	9.821.000	2.405.183	-4.076.440	2.195.098	4.781.536
124	SODA	SODA SANAYİİ	23.521.527	-81.596.261	-281.919.819	-164.467.080	-33.534.055
125	SKTAS	SÖKTAŞ	-59.967.196	-32.522.755	-81.106.334	-65.131.156	20.280.810
126	SONME	SÖNMEZ FİLAMANT	-10.184.099	35.197.424	-37.440.439	472.544.122	147.212.563
127	SKPLC	ŞEKER PİLİÇ	10.623.501	45.557.456	4.220.775	41.586.166	65.006.703
128	TATKS	TAT KONSERVE	146.030.241	273.033.939	6.169.693	217.305.409	351.594.845
129	TUDDF	T.DEMİR DÖKÜM	284.610.009	373.599.313	53.742.478	199.797.752	545.687.451
130	TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.	1.432.004.000	1.913.930.000	-544.461.000	937.762.000	2.274.125.000
131	TRKCM	TRAKYA CAM	163.865.702	201.346.467	-786.521.972	-288.033.962	367.743.153
132	TBORG	T.TUBORG	188.911.604	172.173.206	13.419.268	120.168.314	144.906.489
133	TUKAS	TUKAŞ	12.741.136	29.026.181	9.190.249	5.631.013	39.735.421
134	TRCAS	TURCAS PETROL	130.340.280	528.403.148	-156.222.523	151.057.573	320.891.787
135	TUPRS	TÜPRAŞ	2.598.545.640	4.431.734.600	500.527.040	3.670.429.200	5.765.025.120
136	PRKAB	PRYSMIAN KABLO	37.362.182	7.683.197	-73.220.733	-10.130.875	23.669.565
137	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR	350.438.369	411.463.882	-65.672.525	182.288.516	786.000.587
138	USAK	UŞAK SERAMİK	4.023.339	2.828.908	-14.792.908	-23.181.196	-13.976.446
139	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ	375.332.259	567.767.773	-283.372.779	-236.274.338	-49.907.756
140	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	191.385.689	371.271.546	-24.701.042	166.139.499	291.424.987
141	VESTL	VESTEL	-549.105.416	-826.873.328	-718.211.166	-250.413.685	-323.497.689
142	VKING	VİKİNG KAĞIT	11.676.428	67.521.850	8.182.674	32.707.666	47.445.273
143	YATAS	YATAŞ	-17.663.583	-23.339.302	-39.019.286	-12.530.094	-4.953.882
144	YUNSA	YÜNİSA	-12.291.226	-28.792.780	-32.528.929	-8.511.690	14.844.024

EK A.13. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA_t/Toplam Varlıklar_{t-1} Değerleri

ŞİRKET BİLGİLERİ			2006	2007	2008	2009	2010
No.	Kod	Şirket Adı	EVA/TOPLAM KAYNAKLAR	EVA/TOPLAM KAYNAKLAR	EVA/TOPLAM KAYNAKLAR	EVA/TOPLAM KAYNAKLAR	EVA/TOPLAM KAYNAKLAR
1	ADANA, ADBG, ADNAC	ADANA ÇİMENTO	0,26714852	0,01597176	0,32659322	-0,33827115	0,00320468
2	ADEL	ADEL KALEMCİLİK	0,24722332	-0,01923722	0,56779233	-0,11031667	0,16534280
3	AFYON	AFYON ÇİMENTO	0,28724918	-0,01044728	0,24354704	-0,21008895	-0,23907877
4	AKALT	AKAL TEKSTİL	-0,11239615	0,00735874	0,27073526	-0,31113782	-0,08900669
5	AKCNS	AKÇANSA	0,23749292	-0,08969501	0,36610518	-0,41388573	-0,06166286
6	ATEKS	AKIN TEKSTİL	0,02142200	-0,18681492	0,15104826	-0,18104014	-0,18747185
7	AKSA	AKSA	-0,01396691	-0,05667718	0,33940996	0,02989920	0,01505234
8	ALCAR	ALARKO CARRIER	0,07829791	-0,11296374	0,31094972	-0,29844037	-0,08867715
9	ALKİM	ALKİM KİMYA	0,06914110	-0,02459366	0,49747817	-0,34079059	-0,04687349
10	ALKA	ALKİM KAĞIT	0,01001708	-0,17058067	0,36771456	-0,26236014	-0,10070493
11	ALTIN	ALTINYILDIZ	0,00767151	-0,02345263	0,14008423	-0,11694525	0,10568803
12	ANACM	ANADOLU CAM	-0,01786556	-0,08246441	0,22730538	-0,19798309	0,02468497
13	AEFES	ANADOLU EFES	-0,00363200	-0,05033214	0,17721745	-0,18003723	0,08090828
14	ASUZU	ANADOLU ISUZU	0,10382350	-0,04275128	0,26058017	-0,23318983	-0,07392289
15	ARCLK	ARÇELİK	0,03536949	-0,09022306	0,11198293	-0,18067222	-0,01890919
16	ARSAN	ARSAN TEKSTİL	-0,00488231	-0,14207846	0,11287743	-0,17555884	-0,15767280
17	AYGAZ	AYGAZ	0,17866400	-0,03117262	0,22862942	-0,27101877	-0,02761347
18	BAGFS	BAGFAŞ	0,07041891	0,04541207	1,07750653	-0,14953647	0,18913951
19	BAKAB	BAK AMBALAJ	0,18077139	-0,13055512	0,23129105	-0,01886108	0,01437980
20	BANVT	BANVİT	0,09837519	0,05319048	0,05706814	0,03045185	0,14489374
21	BTCİM	BATI ÇİMENTO	0,10567468	-0,04987241	0,26800206	-0,37888003	-0,07837034
22	BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	0,18205968	-0,12574235	0,26349630	-0,39857316	-0,14068939
23	BERDN	BERDAN TEKSTİL	-0,18415186	-0,07153326	-0,10965600	-0,19174097	-0,20299107
24	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT	-0,05787089	-0,09225142	-0,03779213	-0,06735461	-0,02263766
25	BİSAS	BİSAŞ TEKSTİL	-0,14523396	0,12281848	0,25764412	-0,04138572	0,06031291
26	BOLUC	BOLU ÇİMENTO	0,37678811	-0,01722657	0,42548077	-0,29231356	-0,05243042
27	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN	0,03159667	-0,03830716	-0,02670269	-0,27917094	-0,10765274
28	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	0,08696229	-0,00791321	0,13227021	-0,04043858	0,08055911
29	BOSSA	BOSSA	0,13693962	-0,11956210	0,20829268	-0,02154856	-0,08794227
30	BRISA	BRİSA	0,13947955	-0,00914224	0,21629643	-0,10424535	0,01930792
31	BSHEV	BSH EV ALETLERİ	0,10240650	0,03575798	0,16443200	0,04916330	0,12473181
32	BURCE	BURÇELİK	-0,07687630	-0,13020591	0,08239643	-0,04918443	-0,11014153
33	BURVA	BURÇELİK VANA	-0,13319902	-0,23486863	0,06434835	-0,28280624	0,00401887
34	BUCİM	BURSA ÇİMENTO	0,16729393	0,08626267	0,20094022	-0,17870420	-0,04108785
35	COMDO	COMPONENTA DÖKÜMCÜLÜK	0,20749666	-0,09253155	0,41786276	-0,26209000	-0,00142260
36	CBSBO	ÇBS BOYA	-0,01822122	0,17349053	0,75650921	-0,03633657	-1,17273491
37	CELHA	ÇELİK HALAT	1,48418385	-0,09354053	0,33789795	-0,07528238	0,03958795
38	CEMTS	ÇEMTAŞ	0,26803806	-0,12506112	0,49916392	-0,37886441	-0,18172756
39	CMBTN	ÇİMBETON	0,11355768	-0,06082464	0,10179019	-0,22546044	-0,09395893
40	CİMSA	ÇİMSA	0,16678222	0,01426407	0,33695508	-0,30920951	0,00029760

EK A.13. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA_t/Toplam Varlıklar_{t-1} Değerleri

Devamı

41	DARDL	DARDANEL	-0,34228596	0,64824698	-0,14112582	0,26241659	0,08796286
42	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM	0,07030058	-0,13873641	0,33817187	-0,13529922	0,00653739
43	DENCM	DENİZLİ CAM	0,02119575	-0,19326348	0,07818888	-0,22243492	0,01395804
44	DENTA	DENTAŞ AMBALAJ	0,05893500	-0,16166201	-0,17899739	-0,21965959	-0,03278078
45	DERIM	DERİMOD	0,12571467	0,13300368	0,23833125	0,02470754	0,10038670
46	DESA	DESA DERİ	0,03086157	-0,09870047	0,24741696	-0,20456073	-0,03839664
47	DEVA	DEVA HOLDİNG	-0,12863584	0,16580787	-0,01319565	-0,25732762	-0,12086194
48	DITAS	DİTAŞ DOĞAN	0,06248906	-0,17216824	0,20237362	-0,19978132	-0,08886112
49	DOBUR	DOĞAN BURDA	0,05619565	-0,04446310	0,36645814	-0,17508249	0,02342152
50	DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK	0,00637512	-0,42456100	0,38995280	-0,35442633	-0,14324369
51	DOGUB	DOĞUSAN	1,79778672	-0,20469936	0,25309419	-0,35070684	-0,33038862
52	DURDO	DURAN DOĞAN BASIM	0,00383308	-0,02162091	0,19283673	0,10741672	0,17958498
53	DYOBY	DYO BOYA	-0,11426037	-0,15542999	-0,04367202	-0,13055933	0,05784591
54	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI	0,07812296	-0,06690891	-0,05051767	-0,06503930	0,07645738
55	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ	0,14630406	-0,04276781	0,34776478	-0,13304876	-0,00502163
56	EGGUB	EGE GÜBRE	0,00401228	-0,22620843	0,23182515	-0,25185688	-0,00037779
57	EGPRO	EGE PROFİL	0,08131635	0,08096775	0,08389572	-0,03079067	0,27778580
58	EGSER	EGE SERAMİK	0,03605802	-0,09266469	0,27740139	-0,26449211	-0,01764056
59	EPLAS	EGEPLAST	-0,18200186	0,04810041	-0,15986065	0,09725122	0,06682522
60	ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ	0,07881889	-0,04389426	0,33284452	-0,59016095	-0,19320331
61	EMKEL	EMEK ELEKTRİK	-0,37721263	0,22831525	0,22612266	1,11172991	0,33310837
62	EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ	-0,02136650	-0,14641524	-0,09122908	-0,10455083	-0,09613604
63	ERBOS	ERBOSAN	0,10061864	-0,01243726	0,36228772	-0,08577610	0,02462383
64	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	0,01861866	-0,21485139	0,34512785	-0,49754489	-0,07502575
65	ERSU	ERSU GIDA	-0,05410348	-0,17253081	0,24101496	-0,29651645	-0,11544641
66	ESEMS	ESEM SPOR GİYİM	-0,14668149	-0,07188554	-0,25772764	-0,39461954	0,25674090
67	FMIZP	F-M İZMİT PİSTON	0,36273572	-0,01559022	1,36244999	-0,26151326	0,14361800
68	FENİS	FENİŞ ALÜMİNYUM	0,03374702	-0,01541983	0,19069703	-0,12473160	-0,04098632
69	FROTO	FORD OTOSAN	0,21868400	0,02701877	0,34239131	-0,18771982	0,12255840
70	FRIGO	FRİGO PAK GIDA	-0,05359461	-0,12433059	-0,11219056	-0,25262173	-0,13688358
71	GENTS	GENTAŞ	0,20004961	-0,13915821	0,34398191	-0,45359928	-0,03879695
72	GEDİZ	GEDİZ İPLİK	-0,07331838	-0,89009878	0,20844924	-0,38839186	-0,03492531
73	GOLDS	GOLDAS KUYUMCULUK	-0,01024474	0,00229571	0,32424100	-0,21673350	-0,07162455
74	GOODY	GOOD-YEAR	0,12385154	-0,02841629	0,34305020	-0,11689773	-0,01309158
75	GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO	0,10440568	-0,09114499	0,30356860	-0,38811826	-0,12969704
76	GUBRF	GÜBRE FABRİK.	0,13599833	-0,01650131	1,53798769	-0,18926645	0,10760825
77	HZNR	HAZNEDAR REFRAKTER	0,05832464	-0,08325316	0,17828331	-0,04616828	0,01400394
78	IDAS	IDAŞ	-0,03846710	-0,23919708	-0,22946788	-0,05011714	-0,10344164
79	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	0,08297520	-0,31138246	0,29510312	-0,78886685	-0,13188045
80	IPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ	0,05375407	-0,00764572	0,79654262	-0,21652441	0,18545523
81	İZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	0,15650077	-0,05773066	0,67368940	-0,29920109	-0,06811625
82	İZOCM	İZOCAM	0,25232779	0,13761678	0,53742688	-0,04552553	0,08911684

EK A.13. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA_t/Toplam Varlıklar_{t-1} Değerleri

Devamı

83	KAPLM	KAPLAMIN	0,09978577	-0,17937021	0,30255640	-0,32929951	-0,12365735
84	KRDMA, KRDMB, KRDM	KARDEMİR	0,12532673	-0,05867434	0,68156660	-0,49841542	-0,10287593
85	KARSN	KARSAN OTOMOTİV	-0,14334927	-0,16201603	-0,00660112	-0,18883644	-0,05199370
86	KRTEK	KARSU TEKSTİL	0,05156932	-0,19001067	0,26829675	-0,11037400	-0,03810111
87	KARTN	KARTONSAN	0,05514943	0,04415677	0,28322443	-0,24079880	-0,05270327
88	KLBM	KELEBEK MOBİLYA	-0,21977191	-0,17315981	0,20117328	-0,13297385	0,01056701
89	KENT	KENT GIDA	0,05873290	-0,04159323	0,32345394	-0,27483144	-0,06517599
90	KERV	KEREVİTAŞ GIDA	-0,30958457	0,04431178	-0,28837392	0,12199683	-0,01897692
91	KLMS	KLİMASAN KLİMA	0,17830587	-0,11279776	-0,04827809	-0,07518859	-0,01854923
92	KNFR	KONFRUT GIDA	0,20708945	0,02243980	0,11505526	0,01093754	0,07426970
93	KONYA	KONYA ÇİMENTO	0,19502981	-0,10199224	0,29450413	-0,23448672	-0,06190537
94	KORDS	KORDSA GLOBAL	0,00221984	-0,13868777	0,24319582	-0,28685202	-0,05022741
95	KOZAA	KOZA MADENCİLİK	0,35038238	0,06074502	0,88304498	-0,24556520	0,18179511
96	KRSTL	KRİSTAL KOLA	0,06618470	-0,27675764	0,29018772	-0,44275725	-0,23818897
97	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN	0,03927830	-0,11008076	0,33292690	-0,18802876	-0,08905470
98	LUKSK	LÜKS KADİFE	5,81743968	-0,22056743	0,16883263	-0,18426956	-0,29639666
99	MAKTK	MAKİNA TAKİM	-0,10673414	-0,29764417	0,89335114	0,19641676	0,16878965
100	MRDIN	MARDİN ÇİMENTO	0,39972565	0,13298458	0,50480178	-0,01729560	0,18637272
101	MRSHL	MARSHALL	0,11859734	-0,02520749	0,16956926	-0,15773093	0,01096680
102	MNDRS	MENDERES TEKSTİL	0,04666929	-0,21001608	0,28882290	-0,20684866	-0,00889361
103	MEMSA, MEMS1	MENSA	-0,37853310	-0,16334386	-0,01273576	-0,25098277	-0,12008364
104	MERKO	MERKO GIDA	-0,14967782	-0,07723544	-0,07093956	0,05522781	0,02940453
105	MRTGG	MERT GIDA	-0,14569055	-0,22093490	-0,15076109	-0,34161703	-0,14059642
106	MTEKS	METEM ENERJİ VE TEKSTİL	-0,16822309	-0,33397748	-0,08889286	-0,24481218	-0,13756381
107	TIRE	MONDİ TİRE KUTSAN	0,03972633	-0,10494133	-0,17273121	-0,14985413	-0,04316377
108	MUTLU	MUTLU AKÜ	0,08298179	-0,14444799	0,26117975	-0,28922430	0,00987756
109	NUHCM	NUH ÇİMENTO	0,13140978	0,09110828	0,20313243	-0,11499829	-0,07053212
110	OLMKS	OLMUKSA	0,10883843	-0,06165936	0,13475019	-0,18746839	0,05705608
111	PTOFS	OMV PETROL OFİSİ	-0,03000785	-0,04191787	0,20521577	-0,13085707	0,02573237
112	OTKAR	OTOKAR	0,17675628	0,08329438	0,20306567	0,01489184	0,05524574
113	PARSN	PARSAN	0,06174410	-0,19157148	0,51416313	-0,61992802	-0,18494432
114	PENG	PENGÜEN GIDA	-0,16252874	-0,15334316	0,04902241	-0,18593781	-0,06130967
115	PETKM	PETKİM	0,04204230	-0,18325327	0,25462891	-0,31499361	-0,00523653
116	PETUN	PINAR ET VE UN	0,09691636	-0,13699191	0,41139012	-0,26199397	-0,03648329
117	PINSU	PINAR SU	0,19249774	-0,12783187	0,22445997	-0,26449848	-0,07117282
118	PNSUT	PINAR SÜT	0,07832800	-0,14265393	0,25803980	-0,25576253	0,00590588
119	PIMAS	PİMAŞ	0,14511269	-0,17916564	0,14244929	-0,09040300	-0,03299528
120	SARKY	SARKUYSAN	0,04758235	-0,05144623	0,32037085	-0,04860392	0,05970731
121	SASA	SASA POLYESTER	0,07606698	-0,20477865	0,13095713	-0,27016706	0,11214689
122	SELGD	SELÇUK GIDA	-0,12812336	-0,31881872	-0,16738350	0,01039124	-0,04989055

EK A.13. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin EVA_t/Toplam Varlıklar_{t-1} Değerleri

Devamı

123	SERVE	SERVE KIRTASIYE	0,07209598	-0,11953967	0,20329538	-0,36330272	-0,36873772
124	SODA	SODA SANAYİİ	0,07391391	-0,18610121	0,28027173	-0,24643194	-0,00116231
125	SKTAS	SÖKTAŞ	0,03703830	-0,11889992	0,21748160	-0,13961829	0,02823005
126	SONME	SÖNMEZ FİLAMANT	-0,14243798	-0,25199262	0,17470320	-0,20754720	-0,23463084
127	SKPLC	ŞEKER PİLİÇ	-0,07530881	-0,02742714	-0,26776465	0,00037573	-0,07963705
128	TATKS	TAT KONSERVE	-0,09496348	-0,14711215	0,12801198	-0,14053802	-0,03550663
129	TUDDF	T.DEMİR DÖKÜM	0,07777901	0,01246331	0,00913776	-0,02892838	-0,03952975
130	TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.	0,01673139	-0,13297759	0,19492252	-0,20703701	0,03357241
131	TRKCM	TRAKYA CAM	0,11531836	-0,12546937	0,41156061	-0,47885115	0,03039566
132	TBORG	T.TUBORG	-0,12975686	-0,12131830	-0,21002596	-0,07320938	-0,02196205
133	TUKAS	TUKAŞ	-0,17176900	-0,09847510	-0,30333065	-0,19680785	-0,06911620
134	TRCAS	TURCAS PETROL	0,95585629	-0,17992800	0,49396306	-0,66596371	-0,15755628
135	TUPRS	TÜPRAŞ	0,07756145	0,00216003	0,20780367	-0,12609948	0,07414948
136	PRKAB	PRYSMIAN KABLO	0,04232594	0,05934549	0,30732502	-0,03858899	0,01720496
137	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR	0,38689569	0,12679199	0,24657661	0,14642179	0,53887289
138	USAK	UŞAK SERAMİK	0,00252112	-0,05149396	0,09687978	-0,10644440	-0,00284836
139	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ	0,05625850	-0,07820436	0,28613179	-0,18987610	-0,00669896
140	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	0,32945260	0,04144175	0,37238624	-0,11176075	0,05858556
141	VESTL	VESTEL	0,02835445	0,03735671	0,22521248	0,09055462	0,15155219
142	VKING	VİKİNG KAĞIT	-0,05736748	-0,18425745	-0,09738482	-0,06623897	0,03111065
143	YATAS	YATAŞ	-0,00076983	-0,03017303	0,18192647	-0,06607304	0,00495355
144	YUNSA	YÜNİSA	0,15546518	-0,07515612	0,01483119	-0,10012034	0,05972530

EK A.14. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin MVA_t/Toplam Varlıklar_{t-1} Değerleri

ŞİRKET BİLGİLERİ			2006	2007	2008	2009	2010
No.	Kod	Şirket Adı	MVA/TOPLAM KAYNAKLAR	MVA/TOPLAM KAYNAKLAR	MVA/TOPLAM KAYNAKLAR	MVA/TOPLAM KAYNAKLAR	MVA/TOPLAM KAYNAKLAR
1	ADANA, ADBGR, ADNAC	ADANA ÇİMENTO	0,59840584	-0,91429347	-0,19842432	0,32951535	0,44693533
2	ADEL	ADEL KALEMCİLİK	0,33506491	0,08457005	-0,45320750	0,17713118	1,14163487
3	AFYON	AFYON ÇİMENTO	2,06701815	1,53770811	0,31001763	2,29048516	8,52390389
4	AKALT	AKAL TEKSTİL	-0,05582947	-0,06188225	-0,42075973	-0,23496047	-0,17721488
5	AKCNS	AKÇANSA	0,97818613	0,54431473	-0,26411070	0,40033637	0,51855540
6	ATEKS	AKIN TEKSTİL	-0,29955771	-0,28372659	-0,41895035	-0,19006268	-0,56517374
7	AKSA	AKSA	-0,18700663	-0,20627847	-0,58765738	-0,22453402	-0,06991294
8	ALCAR	ALARKO CARRIER	0,05575685	-0,14772918	-0,53251989	-0,33164859	-0,13942303
9	ALKIM	ALKİM KİMYA	0,04212142	0,28000224	-0,31000040	0,03895654	0,14833968
10	ALKA	ALKİM KAĞIT	-0,27229346	-0,15226094	-0,10356925	-0,14246121	-0,10286807
11	ALTIN	ALTINYILDIZ	-0,04138856	0,36124397	-0,21672693	-0,06533155	0,30767797
12	ANACM	ANADOLU CAM	0,20518776	0,11665351	-0,22764337	-0,05260609	0,15398669
13	AEFES	ANADOLU EFES	1,18243846	1,03910105	0,54419488	0,94189415	1,42079866
14	ASUZU	ANADOLU ISUZU	0,14067972	0,12665241	-0,35379123	-0,03495453	0,17793165
15	ARCLK	ARÇELİK	0,24059771	0,17488338	-0,18039645	0,17455145	0,28987788
16	ARSAN	ARSAN TEKSTİL	-0,34662476	-0,29687981	-0,35647280	-0,03327888	0,50558205
17	AYGAZ	AYGAZ	-0,22039146	-0,07581326	-0,37954696	-0,02526876	0,18276905
18	BAGFS	BAGFAŞ	-0,03369994	0,60276270	0,00222521	0,45909221	1,41739301
19	BAKAB	BAK AMBALAJ	0,01923445	-0,21769656	-0,41619964	-0,10414164	-0,05877219
20	BANVT	BANVİT	0,18522449	0,68196788	0,16516527	0,56674695	0,62957170
21	BTCİM	BATI ÇİMENTO	0,34185774	0,52735548	-0,06191353	0,03992031	0,20845910
22	BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	-0,04485062	-0,11078039	-0,61754255	-0,44671824	-0,28657402
23	BERDN	BERDAN TEKSTİL	0,42674639	0,51953490	0,45840973	0,78465963	1,46462449
24	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT	-0,03906827	-0,09209811	-0,15357047	-0,17587106	-0,06955213
25	BISAS	BİSAŞ TEKSTİL	0,09667461	0,14486746	-0,01600577	0,70402680	1,02960979
26	BOLUC	BOLU ÇİMENTO	0,75920148	0,36881128	-0,30928756	0,17227284	0,19397334
27	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN	0,24314634	0,11338625	-0,08784900	-0,18824774	0,02527848
28	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	5,04687877	4,57525900	1,02983601	2,78090307	7,16107018
29	BOSSA	BOSSA	-0,18238052	-0,31977247	-0,16063186	-0,01574521	-0,14899254
30	BRISA	BRISA	0,52204913	0,25098385	-0,27158951	0,06700595	0,86702045
31	BSHEV	BŞH EV ALETLERİ	1,62668722	0,60082187	0,23105344	1,89089512	3,43101973
32	BURCE	BURÇELİK	0,12937382	0,20540822	0,20567955	0,38685143	2,60370571
33	BURVA	BURÇELİK VANA	0,06283396	0,39836285	-0,04062244	0,73516808	1,19193381
34	BUCİM	BURSA ÇİMENTO	2,33706819	1,60069031	0,47592691	0,57273151	0,60258949
35	COMDO	COMPONENTA DÖKÜMCÜLÜK	0,33629228	0,23178472	0,32056004	0,31579293	0,40301604
36	CBSBO	ÇBS BOYA	1,71437123	1,44021187	1,68944561	2,64660910	3,64852173
37	CELHA	ÇELİK HALAT	0,35902019	0,51401849	0,16553043	0,16955825	0,35294440
38	CEMTS	ÇEMTAŞ	0,08185900	-0,05587980	-0,66682119	-0,27428089	-0,29929903
39	CMBTN	ÇİMBETON	0,06524012	-0,05028443	-0,32021004	0,14400256	0,96500046
40	CİMSA	ÇİMSA	0,44970980	0,24801118	-0,30534409	0,08090790	0,39261551

EK A.14. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin MVA_t/Toplam Varlıklar_{t-1} Değerleri

Devamı

41	DARDL	DARDANEL	4,02831526	2,73201470	2,82907166	3,22636192	4,47880898
42	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM	-0,31627869	-0,18783750	-0,45366623	-0,26548999	-0,07506016
43	DENCM	DENİZLİ CAM	-0,05311561	-0,06349493	-0,33518142	-0,07468384	1,93619618
44	DENTA	DENTAŞ AMBALAJ	-0,11234995	0,19098357	-0,20693084	0,03890918	0,27786193
45	DERİM	DERİMOD	1,16652945	0,45669554	-0,05829177	0,03611517	0,24117498
46	DESA	DESA DERİ	-0,18326294	-0,08204954	-0,45483603	-0,18925434	0,05242799
47	DEVA	DEVA HOLDİNG	1,29198614	2,23077389	0,16522399	0,40598618	0,45375959
48	DITAS	DİTAŞ DOĞAN	0,07010975	0,10955738	-0,27619882	0,06543508	0,35536428
49	DOBUR	DOĞAN BURDA	0,35887496	0,34606037	-0,30483515	0,14949075	0,44032006
50	DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK	0,17013880	0,52248857	-0,29132540	0,51396943	0,37544799
51	DOGUB	DOĞUSAN	0,43369006	1,32427244	0,02390265	1,14456907	1,07292212
52	DURDO	DURAN DOĞAN BASIM	0,43038172	0,41607663	0,40266101	0,57943598	0,84561347
53	DYOBY	DYO BOYA	0,38109799	0,36803570	0,00284677	0,20666963	0,34425496
54	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI	0,00358805	0,18312865	-0,04453069	0,36532264	0,48129558
55	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ	0,16416607	0,06869655	-0,36904812	-0,09158273	0,66503801
56	EGGUB	EGE GÜBRE	-0,35974143	0,03546230	-0,30252924	0,25757950	0,56708944
57	EGPRO	EGE PROFİL	0,69912796	0,47397136	-0,00643019	0,84433485	1,29636636
58	EGSER	EGE SERAMİK	0,46088875	0,13829395	-0,40562289	-0,23283203	0,13167928
59	EPLAS	EGEPLAST	0,27372237	0,37904919	0,50192825	0,47243642	0,42260070
60	ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ	-0,15749200	-0,42118321	-0,59593013	-0,40502262	-0,40850483
61	EMKEL	EMEK ELEKTRİK	1,58740498	1,70269484	0,68794841	0,34402684	0,08217256
62	EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ	0,10241158	0,12569157	0,65090790	1,04724345	1,00047010
63	ERBOS	ERBOSAN	-0,06728472	0,08332563	-0,27965758	-0,12437432	-0,13043768
64	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	-0,13983230	0,29121797	-0,14232897	0,10730178	0,13172197
65	ERSU	ERSU GIDA	0,19773880	0,33297346	-0,39537799	0,05517625	0,60679234
66	ESEMS	ESEM SPOR GİYİM	0,19213684	0,88845551	0,04341361	0,58133684	0,23653352
67	FMIZP	F-M İZMİT PİSTON	11,54597439	6,52548543	3,47456853	3,84265943	9,56855650
68	FENIS	FENİŞ ALÜMİNYUM	-0,04912497	0,00800091	0,39783554	0,47228960	0,35769911
69	FROTO	FORD OTOSAN	0,89884887	0,89586652	-0,05984208	0,56372726	1,02133593
70	FRIGO	FRİGO PAK GIDA	0,08934694	0,27840471	0,06079694	0,56983024	0,45808654
71	GENTS	GENTAŞ	0,01733932	-0,03438369	-0,48173405	-0,35921555	-0,01240038
72	GEDİZ	GEDİZ İPLİK	-0,06498898	-1,32337668	-0,54158363	-0,26274903	-0,39620869
73	GOLDS	GOLDAS KUYUMCULUK	-0,08249662	0,14144639	-1,38731874	-0,81060701	-1,05828727
74	GOODY	GOOD-YEAR	0,02520894	-0,18841873	-0,45178495	-0,25808890	-0,02050603
75	GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO	0,43776014	0,43538674	-0,31140807	0,01778614	0,61333744
76	GUBRF	GÜBRE FABRİK.	0,07685127	0,03692305	-0,55644324	0,03375210	0,34217677
77	HZNDR	HAZNEKAR REFRAKTER	0,40312936	0,63348289	-0,02295393	0,39106946	0,75361738
78	IDAS	İDAŞ	-0,10973228	-0,09709287	-0,07000080	-0,06979750	-0,04291704
79	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	-0,01687655	1,85747013	-0,40934456	-0,04428039	0,08630039
80	IPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ	0,53241303	0,17193772	-1,11442070	-0,04688109	-0,50113329
81	İZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	0,70942643	0,07050182	-0,48456938	-0,05526668	0,25772849
82	IZOCM	İZOCAM	1,42115115	1,14205840	0,31406572	2,32391004	3,95845808

EK A.14. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin MVA_t/Toplam Varlıklar_{t-1} Değerleri

Devamı

83	KAPLM	KAPLAMIN	0,39085301	0,30692208	-0,30381144	0,19715677	0,84923722
84	KRDMA, KRDMB, KRDM	KARDEMİR	-0,05136150	0,41702499	-0,64092340	-0,13915870	-0,00248739
85	KARSN	KARSAN OTOMOTİV	0,16891952	1,07515377	0,05207433	0,26637814	0,77767462
86	KRTEK	KARSU TEKSTİL	-0,31467005	-0,32168238	-0,53309487	0,06579259	-0,01519189
87	KARTN	KARTONSAN	0,56865518	0,16547214	0,01898780	0,33646826	2,47422451
88	KLBMO	KELEBEK MOBİLYA	1,24726624	0,66744854	0,08932335	0,62794172	1,25002454
89	KENT	KENT GIDA	2,90270763	2,75614115	1,43730865	1,48656048	7,71216315
90	KERVT	KEREVİTAŞ GIDA	0,64214904	0,57207034	0,82270644	1,27990941	2,18070030
91	KLMSN	KLİMASAN KLİMA	0,41400861	0,72244367	0,60630005	0,46404079	0,59494742
92	KNFRT	KONFRUT GIDA	0,43703757	0,26446073	-0,08057896	0,17057482	0,60742741
93	KONYA	KONYA ÇİMENTO	0,31521258	-0,16283614	-0,42278436	0,03910074	2,28254923
94	KORDS	KORDSA GLOBAL	0,08675643	0,02946777	-0,47319767	-0,27309539	-0,16383872
95	KOZAA	KOZA MADENCİLİK	2,35191326	2,62657217	-0,70507202	1,04895250	0,16302542
96	KRSTL	KRİSTAL KOLA	-0,32746812	-0,23189248	-0,52097432	-0,37250007	0,27295792
97	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN	-0,22075212	-0,25509621	-0,47887390	-0,08519795	-0,09710013
98	LUKSK	LÜKS KADİFE	0,26636444	0,69779692	0,13584863	0,54738128	-0,05220164
99	MAKTK	MAKİNA TAKİM	-0,09946986	0,66136556	0,81582845	1,20555542	1,93343089
100	MRDİN	MARDİN ÇİMENTO	1,50221535	1,08255003	0,26567673	1,90267887	2,07684132
101	MRSHL	MARSHALL	0,44267607	0,28127045	-0,30534584	0,00353183	1,22861497
102	MNDRS	MENDERES TEKSTİL	-0,47851963	-0,36727288	-0,48975746	-0,34727722	-0,34457982
103	MEMSA, MEMS1	MENSA	-0,44344292	-0,07230782	-0,12328105	0,11228756	-0,38989943
104	MERKO	MERKO GIDA	0,05985610	0,63746188	1,00863512	0,35255024	0,33515433
105	MRTGG	MERT GIDA	2,15480924	0,70452818	0,15455520	0,49131571	0,51559019
106	MTEKS	METEM ENERJİ VE TEKSTİL	0,33911235	0,28599567	-0,07679110	0,61445520	1,26554336
107	TİRE	MONDİ TİRE KUTSAN	0,54385939	1,38138609	1,36535864	1,13738981	0,86201772
108	MUTLU	MUTLU AKÜ	-0,02371036	0,18096581	-0,29762406	0,09097342	0,36133382
109	NUHCM	NUH ÇİMENTO	1,01561286	1,51054409	0,70020355	0,85876101	0,92090225
110	OLMKS	OLMUĞSA	-0,15069364	0,05464692	-0,08691073	-0,12201811	0,06917837
111	PTOFS	OMV PETROL OFİSİ	-0,09144929	0,05408517	-0,21430264	0,05203435	0,23599375
112	OTKAR	OTOKAR	1,10334895	1,32228065	0,10651406	0,31287719	0,63217754
113	PARSN	PARSAN	-0,15974416	-0,08328747	-0,70616000	-0,41244844	-0,32206142
114	PENGD	PENGÜEN GIDA	0,29981492	0,92931566	-0,13033836	0,11650445	0,15685554
115	PETKM	PETKİM	-0,22967032	0,13777647	-0,21238167	0,01437471	0,36894352
116	PETUN	PINAR ET VE UN	-0,23021468	-0,07399160	-0,56072274	-0,25421212	0,03929272
117	PINSU	PINAR SU	-0,11584045	0,44800784	-0,28412565	-0,06196313	-0,12045845
118	PNSUT	PINAR SÜT	-0,12241681	0,21742005	-0,39053928	-0,02550624	0,58088610
119	PİMAS	PİMAŞ	0,37903475	-0,00309463	-0,21293511	-0,02830395	-0,04772632
120	SARKY	SARKUYAN	-0,01778733	-0,10853023	-0,23397866	-0,19975972	-0,11465123
121	SASA	SASA POLYESTER	-0,23750153	-0,26633567	-0,41326078	-0,17788678	0,02529400
122	SELGD	SELÇUK GIDA	-0,21623717	0,04512374	-0,01261024	0,15815994	-0,04057000

EK A.14. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin MVA_t/Toplam Varlıklar_{t-1} Değerleri
Devamı

123	SERVE	SERVE KIRTASIYE	1,05185244	0,21550037	-0,36573517	0,20465441	0,57501160
124	SODA	SODA SANAYİİ	0,04754032	-0,12833028	-0,43114397	-0,19034930	-0,03671513
125	SKTAS	SÖKTAŞ	-0,42061281	-0,20902980	-0,43410713	-0,23352861	0,07353555
126	SONME	SÖNMEZ FİLAMANT	-0,10202187	0,37781797	-0,50500264	8,00718356	2,68538444
127	SKPLC	ŞEKER PİLİÇ	0,17777881	0,61855238	0,05574186	0,35163904	0,37512398
128	TATKS	TAT KONSERVE	0,46379522	0,82448035	0,01552990	0,41291021	0,65310414
129	TUDDF	T.DEMİR DÖKÜM	0,59592628	0,53054150	0,08751297	0,32343760	0,97865772
130	TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.	0,74082137	0,79126043	-0,17141597	0,26263120	0,52073029
131	TRKCM	TRAKYA CAM	0,12590957	0,13193515	-0,47494098	-0,16013707	0,18932517
132	TBORG	T.TUBORG	0,87057639	0,79330066	0,06291940	0,59476757	0,76981401
133	TUKAS	TUKAŞ	0,09265656	0,18180668	0,05215618	0,02423130	0,22839494
134	TRCAS	TURCAS PETROL	0,45490937	1,18588484	-0,29867858	0,28994791	0,62052799
135	TUPRS	TÜPRAŞ	0,46771157	0,63368440	0,05511272	0,42497569	0,56391017
136	PRKAB	PRYSMIAN KABLO	0,19777799	0,02980841	-0,27574081	-0,03456022	0,09859367
137	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR	0,96556899	1,09930311	-0,06818549	0,18254510	1,10206418
138	USAK	UŞAK SERAMİK	0,06680831	0,03614530	-0,19516097	-0,28691774	-0,12893729
139	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ	0,29810377	0,56028776	-0,20421583	-0,11614847	-0,01828479
140	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	0,77295064	1,11604602	-0,07481758	0,53887429	0,97794067
141	VESTL	VESTEL	-0,12668618	-0,17562748	-0,16805088	-0,06467082	-0,08521769
142	VKING	VİKİNG KAĞIT	0,11397182	0,66319502	0,07557822	0,27107846	0,40865466
143	YATAS	YATAŞ	-0,13132910	-0,17177440	-0,28015943	-0,07949769	-0,02901586
144	YUNSA	YÜNSA	-0,09599641	-0,19801213	-0,18487817	-0,05602888	0,11539488

EK A.15. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Düzeltilmiş NOPAT Değerleri

ŞİRKET BİLGİLERİ			NOPAT	NOPAT	NOPAT	NOPAT	NOPAT
No.	Kod	Şirket Adı	2006	2007	2008	2009	2010
1	ADANA, ADBG, ADNAC	ADANA ÇİMENTO	147.443.672	203.386.382	129.533.487	102.002.651	127.556.785
2	ADEL	ADEL KALEMCİLİK	12.680.776	13.815.472	18.729.769	20.054.097	25.197.215
3	AFYON	AFYON ÇİMENTO	15.114.746	16.103.096	7.680.361	2.867.369	4.021.868
4	AKALT	AKAL TEKSTİL	70.889.367	32.916.319	31.352.172	28.160.264	8.146.451
5	AKCNS	AKÇANSA	183.224.805	256.602.009	263.745.333	165.679.057	144.171.116
6	ATEKS	AKIN TEKSTİL	29.741.964	8.551.582	12.850.032	17.115.928	4.393.715
7	AKSA	AKSA	205.014.580	129.537.323	194.246.839	210.296.600	221.101.600
8	ALCAR	ALARKO CARRIER	29.593.642	32.892.575	42.535.203	22.967.952	18.656.639
9	ALKIM	ALKİM KİMYA	26.992.127	33.379.573	40.673.037	32.684.979	24.867.764
10	ALKA	ALKİM KAĞIT	9.724.228	15.805.465	20.560.691	14.316.209	9.582.051
11	ALTIN	ALTINYILDIZ	38.607.368	63.405.842	76.513.385	89.208.247	159.681.434
12	ANACM	ANADOLU CAM	145.080.167	235.140.336	294.148.840	266.074.230	288.599.102
13	AEFES	ANADOLU EFES	534.258.400	732.744.600	895.614.400	1.062.535.400	1.028.643.200
14	ASUZU	ANADOLU ISUZU	37.015.656	48.621.863	58.386.508	3.908.139	15.475.969
15	ARCLK	ARÇELİK	936.729.400	858.856.400	1.103.797.200	1.148.654.200	965.757.000
16	ARSAN	ARSAN TEKSTİL	19.900.200	13.939.530	15.363.595	2.990.224	-7.981.030
17	AYGAZ	AYGAZ	537.465.821	569.401.500	259.352.918	545.611.800	408.355.200
18	BAGFS	BAGFAŞ	25.054.768	51.446.616	127.497.533	15.025.486	71.822.196
19	BAKAB	BAK AMBALAJ	16.302.767	8.099.212	18.400.368	20.729.941	17.480.443
20	BANVT	BANVİT	37.723.540	87.176.904	51.726.884	118.905.924	136.924.979
21	BTCIM	BATI ÇİMENTO	102.643.470	84.679.215	50.030.346	40.518.209	44.452.367
22	BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	40.818.341	30.885.536	20.171.428	12.499.349	14.576.332
23	BERDN	BERDAN TEKSTİL	116.819	2.456.390	13.297.984	-12.220.282	-7.789.701
24	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT	17.890.929	19.064.140	1.160.505	16.344.683	9.044.929
25	BISAS	BİSAŞ TEKSTİL	-3.736.587	6.829.549	5.771.291	-709.131	1.007.924
26	BOLUC	BOLU ÇİMENTO	80.099.445	58.500.305	54.233.863	25.694.750	21.653.096
27	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN	54.718.855	73.392.149	3.539.032	54.479.798	22.686.210
28	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	6.538.841	7.235.934	13.724.055	3.698.149	9.415.755
29	BOSSA	BOSSA	73.956.662	59.350.527	70.281.572	32.960.391	30.036.666
30	BRISA	BRİSA	109.367.774	124.422.042	126.711.352	105.310.189	122.084.657
31	BSHEV	BŞH EV ALETLERİ	215.036.143	225.541.191	276.946.178	370.344.561	351.683.607
32	BURCE	BURÇELİK	1.217.848	512.902	1.485.055	417.747	-440.252
33	BURVA	BURÇELİK VANA	-412.396	-785.718	-122.866	-277.947	629.443
34	BUCIM	BURSA ÇİMENTO	83.339.801	110.152.179	93.243.766	36.044.296	35.396.106
35	COMDO	COMPONENTA DÖKÜMCÜLÜK	79.951.044	37.327.692	76.141.017	15.991.573	46.588.757
36	CBSBO	ÇBS BOYA	-3.362.324	6.837.672	-4.056.814	-2.813.552	-3.627.966
37	CELHA	ÇELİK HALAT	68.272.013	5.502.277	15.519.156	5.213.861	11.018.020
38	CEMTS	ÇEMTAŞ	31.438.161	30.135.503	40.155.147	11.431.494	4.592.590
39	CMBTN	ÇİMBETON	5.923.484	5.569.122	-3.034.698	-2.275.189	-1.359.614

EK A.15. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Düzeltilmiş NOPAT Değerleri Devamı

41	CIMSA	ÇİMSA	196.473.432	356.262.169	199.184.700	185.939.121	174.332.386
42	DARDL	DARDANEL	-10.906.708	59.309.262	30.326.458	2.958.273	3.057.874
43	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM	19.167.993	12.205.429	24.746.183	18.232.582	16.549.415
44	DENCM	DENİZLİ CAM	2.911.196	365.340	1.997.082	3.185.930	6.967.865
45	DENTA	DENTAŞ AMBALAJ	19.604.355	17.752.650	-3.306.386	12.490.104	23.638.900
46	DERİM	DERİMOD	3.137.963	7.177.793	7.991.939	7.398.235	7.890.660
47	DESA	DESA DERİ	8.672.084	14.345.342	13.357.464	6.034.346	8.206.759
48	DEVA	DEVA HOLDİNG	-2.075.452	141.916.026	-33.075.991	24.630.369	16.165.656
49	DİTAS	DİTAŞ DOĞAN	5.506.977	3.809.623	3.346.637	-209.381	776.941
50	DOBUR	DOĞAN BURDA	2.625.332	8.212.572	10.626.127	4.647.328	7.108.059
51	DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK	4.776.260	18.803.673	17.231.443	-1.721.995	-2.988.982
52	DOGUB	DOĞUSAN	23.143.774	-909.964	-800.958	-957.343	-701.628
53	DURDO	DURAN DOĞAN BASIM	5.065.920	4.288.035	10.341.285	9.821.583	10.264.264
54	DYOBY	DYO BOYA	21.101.778	27.148.144	26.324.816	19.377.485	43.752.053
55	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI	51.708.652	47.094.817	22.206.047	71.044.588	92.775.459
56	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ	12.590.745	8.452.200	17.931.638	10.114.803	10.414.300
57	EGGUB	EGE GÜBRE	8.017.056	14.900.615	21.309.663	-14.613.786	28.132.464
58	EGPRO	EGE PROFİL	31.572.072	50.986.200	34.653.859	36.677.694	97.402.995
59	EGSER	EGE SERAMİK	29.288.188	37.515.588	22.040.385	21.886.496	34.052.540
60	EPLAS	EGEPLAST	6.577.752	11.638.952	2.757.157	16.739.708	7.259.390
61	ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ	162.669.285	583.284.343	309.341.700	376.532.600	134.148.000
62	EMKEL	EMEK ELEKTRİK	-2.638.984	3.048.575	3.804.850	34.392.645	19.338.964
63	EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ	4.119.198	3.078.662	406.890	6.243.650	739.734
64	ERBOS	ERBOSAN	10.842.095	14.556.759	25.643.163	18.311.574	17.757.661
65	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	1.123.294.039	1.139.694.813	1.255.495.612	495.312.461	1.331.572.795
66	ERSU	ERSU GIDA	287.624	1.302.514	762.839	-548.268	833.005
67	ESEMS	ESEM SPOR GIYİM	-129.738	4.609.792	-3.984.314	-12.301.144	11.555.429
68	FMIZP	F-M İZMİT PİSTON	8.032.549	4.827.454	19.085.300	4.548.757	8.520.345
69	FENIS	FENİŞ ALÜMİNYUM	18.233.135	21.134.396	17.759.710	9.874.984	8.081.130
70	FROTO	FORD OTOSAN	789.040.953	723.872.010	725.442.764	565.014.741	764.792.573
71	FRIGO	FRİGO PAK GIDA	2.491.078	1.616.270	-1.112.747	-1.133.336	-736.046
72	GENTS	GENTAŞ	18.598.488	14.550.226	12.652.188	15.624.064	20.769.431
73	GEDİZ	GEDİZ İPLİK	39.655	976.389	-50.650	-1.810.814	2.391.880
74	GOLDS	GOLDAŞ KUYUMCULUK	11.926.867	56.486.490	32.899.001	24.556.445	12.049.742
75	GOODY	GOOD-YEAR	82.138.950	68.754.822	99.669.017	64.174.703	52.599.590
76	GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO	66.262.595	27.489.772	45.774.373	35.593.615	33.145.186
77	GUBRF	GÜBRE FABRİK.	22.518.319	57.629.518	479.441.533	128.458.141	407.934.377
78	HZNDR	HAZNEDAR REFRAKTER	4.090.540	4.998.478	8.069.910	5.887.522	3.881.289
79	IDAS	İDAŞ	4.040.292	-1.627.932	-9.550.572	16.533.613	-1.239.137
80	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	7.631.965	8.810.250	-3.194.738	12.566.228	13.410.529
81	IPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ	31.399.617	78.651.270	96.775.528	218.841.712	308.356.155
82	İZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	73.989.784	78.662.753	218.029.329	23.523.156	55.474.352

EK A.15. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Düzeltilmiş NOPAT Değerleri Devamı

83	IZOCM	İZOCAM	71.368.444	67.912.089	59.676.235	43.011.634	44.028.695
84	KAPLM	KAPLAMİN	5.329.466	3.665.399	2.190.534	116.497	1.477.014
85	KRDMA, KRDMB,	KARDEMİR	152.176.657	189.376.017	357.437.244	-3.933.150	109.516.833
86	KARSN	KARSAN OTOMOTİV	1.098.760	25.666.123	9.026.674	10.665.462	17.048.600
87	KRTEK	KARSU TEKSTİL	14.258.635	14.298.128	15.623.984	16.952.496	12.554.357
88	KARTN	KARTONSAN	28.349.672	56.734.454	29.325.568	24.640.029	32.534.794
89	KLBMO	KELEBEK MOBİLYA	-3.077.426	-447.059	7.162.777	3.375.735	5.177.125
90	KENT	KENT GIDA	36.559.909	56.297.713	80.104.921	58.006.020	22.278.987
91	KERVY	KEREVİTAŞ GIDA	2.560.122	20.818.334	6.132.476	26.006.031	15.349.458
92	KLMSN	KLİMASAN KLİMA	16.108.143	7.422.852	15.109.710	16.751.910	16.080.167
93	KNFRT	KONFRUT GIDA	7.644.585	7.227.925	4.948.734	7.540.311	5.367.930
94	KONYA	KONYA ÇİMENTO	72.831.614	61.483.989	52.130.275	38.906.952	52.673.797
95	KORDS	KORDSA GLOBAL	146.765.132	110.712.997	176.781.756	136.751.471	133.405.976
96	KOZAA	KOZA MADENCİLİK	59.629.711	80.535.768	95.019.824	218.131.102	309.265.874
97	KRSTL	KRİSTAL KOLA	2.864.025	2.220.046	212.072	3.117.704	-92.168
98	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN	12.784.907	13.686.815	17.363.079	23.104.806	10.098.979
99	LUKSK	LÜKS KADİFE	116.362.993	1.253.042	2.030.244	1.874.458	1.799.024
100	MAKTK	MAKİNA TAKIM	5.940.049	-58.640.454	9.791.566	14.821.956	15.098.413
101	MRDIN	MARDİN ÇİMENTO	93.675.638	103.453.068	89.059.472	103.609.049	93.847.716
102	MRSHL	MARSHALL	23.625.734	24.559.993	16.785.264	14.854.689	21.024.543
103	MNDRS	MENDERES TEKSTİL	29.959.695	33.751.109	49.137.299	51.791.329	55.134.471
104	MEMSA, MEMS1	MENSA	-24.654.180	-2.757.791	8.868.380	-15.509.042	16.868.280
105	MERKO	MERKO GIDA	2.689.224	3.303.454	7.684.848	15.692.853	6.126.110
106	MRTGG	MERT GIDA	98.699	-186.900	-1.665.780	-3.504.574	-672.904
107	MTEKS	METEM ENERJİ VE TEKSTİL	-2.260.423	-2.356.108	-2.328.769	-1.118.581	-504.616
108	TIRE	MONDİ TİRE KUTSAN	27.966.188	26.358.654	-6.270.651	16.669.839	22.437.257
109	MUTLU	MUTLU AKÜ	22.083.071	28.144.958	35.635.472	17.882.919	40.067.255
110	NUHCM	NUH ÇİMENTO	210.671.517	282.715.324	224.617.452	160.990.797	116.031.316
111	OLMKS	OLMUKSA	29.384.367	40.251.627	18.994.912	20.378.029	53.071.576
112	PTOFS	OMV PETROL OFİSİ	473.772.824	741.063.853	1.383.994.397	1.352.225.843	953.768.592
113	OTKAR	OTOKAR	50.642.057	58.503.354	121.625.730	117.320.179	71.159.191
114	PARSN	PARSAN	33.152.198	37.522.292	46.074.513	-8.919.071	14.307.822
115	PENGD	PENGUEN GIDA	-6.024.958	6.238.530	1.768.023	6.901.797	12.569.441
116	PETKM	PETKİM	175.743.734	217.858.796	51.567.698	279.834.501	296.482.695
117	PETUN	PINAR ET VE UN	37.060.035	43.315.090	48.992.624	51.074.700	49.501.258
118	PINSU	PINAR SU	12.210.055	12.938.017	11.412.665	11.111.306	8.932.728
119	PNSUT	PINAR SÜT	49.840.581	57.738.019	62.499.249	75.170.886	76.430.964
120	PIMAS	PİMAŞ	16.819.793	23.021.821	19.163.679	15.249.883	15.207.567
121	SARKY	SARKUYSAN	69.467.107	91.685.168	190.772.728	141.224.471	102.879.999
122	SASA	SASA POLYESTER	87.464.600	8.779.000	28.413.600	17.004.200	105.402.600

EK A.15. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Düzeltilmiş NOPAT Değerleri Devamı

123	SELGD	SELÇUK GIDA	-1.017.210	-6.889.440	-4.024.617	2.294.646	405.916
124	SERVE	SERVE KIRTASIYE	953.250	1.467.107	-249.007	-972.751	-2.171.337
125	SODA	SODA SANAYİİ	101.001.146	55.028.156	126.179.602	120.465.267	150.202.741
126	SKTAS	SÖKTAŞ	22.840.929	27.405.345	41.103.417	39.900.811	40.348.696
127	SONME	SÖNMEZ FİLAMANT	-6.827.562	1.328.677	-5.969.301	4.770.604	-5.317.473
128	SKPLC	ŞEKER PİLİÇ	2.890.420	14.828.011	-6.742.058	25.935.884	1.846.261
129	TATKS	TAT KONSERVE	15.831.758	44.414.261	62.861.379	78.701.514	57.641.267
130	TUDDF	T.DEMİR DÖKÜM	102.548.107	78.644.392	49.148.070	47.419.822	12.497.786
131	TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.	268.266.000	357.853.000	665.660.800	628.217.200	748.060.400
132	TRKCM	TRAKYA CAM	281.329.947	305.800.036	328.220.226	230.339.500	426.030.727
133	TBORG	T.TUBORG	-12.214.227	-6.645.740	-44.747.245	22.488.991	14.129.739
134	TUKAS	TUKAŞ	-4.169.589	16.659.465	-34.630.231	218.580	9.223.730
135	TRCAS	TURCAS PETROL	269.557.364	114.135.147	52.002.286	31.897.874	63.162.414
136	TUPRS	TÜPRAŞ	1.027.635.200	1.582.774.400	1.500.916.200	1.211.809.200	1.670.853.200
137	PRKAB	PRYSMIAN KABLO	10.633.284	39.753.454	61.245.257	25.291.279	19.248.657
138	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR	131.895.278	164.725.110	254.695.531	331.497.777	485.719.168
139	USAK	UŞAK SERAMİK	8.021.800	8.989.689	10.819.783	17.776.890	12.709.270
140	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ	148.711.662	236.655.368	384.661.524	340.574.109	406.686.331
141	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	104.557.510	102.700.210	88.902.635	64.940.165	64.834.950
142	VESTL	VESTEL	497.169.600	742.984.200	1.105.344.800	940.085.400	867.580.200
143	VKING	VİKİNG KAĞIT	12.482.365	6.575.257	7.862.016	17.615.444	6.363.548
144	YATAS	YATAŞ	16.932.627	23.542.691	25.298.019	21.640.094	17.628.941
145	YUNSA	YÜNİSA	31.637.606	22.623.705	3.684.815	14.887.787	22.045.857

EK A.16. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Yatırılan Sermaye Değerleri

ŞİRKET BİLGİLERİ			YATIRILAN SERMAYE				
No.	Kod	Şirket Adı	2006	2007	2008	2009	2010
1	ADANA, ADBG, ADNAC	ADANA ÇİMENTO	567.665.794	644.466.895	525.555.472	611.549.411	705.544.353
2	ADEL	ADEL KALEMCİLİK	45.532.871	49.108.664	55.763.374	66.824.358	82.517.759
3	AFYON	AFYON ÇİMENTO	47.783.564	56.657.228	49.803.986	56.136.279	55.895.493
4	AKALT	AKAL TEKSTİL	708.072.556	110.816.067	114.292.854	169.674.109	132.829.134
5	AKCNS	AKÇANSA	840.129.338	1.092.560.139	1.065.785.310	1.065.832.535	1.105.438.218
6	ATEKS	AKIN TEKSTİL	189.388.360	180.375.986	162.736.151	140.908.237	212.762.143
7	AKSA	AKSA	1.432.127.159	769.876.295	980.315.008	1.061.047.000	1.131.430.000
8	ALCAR	ALARKO CARRIER	190.854.901	220.999.815	221.502.434	213.679.383	223.701.395
9	ALKIM	ALKİM KİMYA	151.139.495	131.038.191	143.857.770	173.053.133	186.521.739
10	ALKA	ALKİM KAĞIT	106.996.129	107.331.815	114.662.087	115.959.381	110.709.297
11	ALTIN	ALTINYILDIZ	302.239.644	290.330.614	350.799.080	506.153.220	712.597.123
12	ANACM	ANADOLU CAM	1.142.718.101	1.188.160.102	1.432.119.905	1.460.432.071	1.610.117.136
13	AEFES	ANADOLU EFES	3.526.812.000	3.347.747.000	4.510.973.000	4.890.724.000	4.827.749.000
14	ASUZU	ANADOLU ISUZU	219.236.736	224.161.580	236.236.525	225.323.052	245.966.929
15	ARCLK	ARÇELİK	4.775.557.000	5.447.764.000	5.788.211.000	5.171.420.000	5.819.229.000
16	ARSAN	ARSAN TEKSTİL	182.065.636	172.394.565	160.631.682	123.803.386	120.527.008
17	AYGAZ	AYGAZ	2.171.379.169	1.940.894.495	2.034.387.729	2.305.458.000	2.353.389.000
18	BAGFS	BAGFAŞ	128.127.466	135.893.592	213.006.840	116.794.497	141.949.451
19	BAKAB	BAK AMBALAJ	55.212.537	69.362.914	80.184.771	81.988.170	89.114.470
20	BANVT	BANVİT	165.469.648	245.458.596	318.768.950	370.093.279	474.232.188
21	BTCIM	BATI ÇİMENTO	463.308.802	446.546.565	464.930.796	464.108.352	473.177.484
22	BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	206.901.700	201.651.702	196.479.924	196.061.818	203.913.020
23	BERDN	BERDAN TEKSTİL	53.967.948	46.267.824	41.421.892	25.910.987	10.620.783
24	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT	145.179.006	146.073.788	113.264.700	105.663.240	78.292.450
25	BISAS	BİSAŞ TEKSTİL	18.912.468	7.201.403	7.037.339	1.411.285	3.055.903
26	BOLUC	BOLU ÇİMENTO	219.115.322	209.547.317	208.775.457	194.796.561	197.566.743
27	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN	341.280.939	331.989.980	356.459.227	621.313.895	648.204.409
28	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	30.288.330	38.079.216	39.640.089	44.710.231	41.453.855
29	BOSSA	BOSSA	358.941.530	366.865.741	335.995.607	357.989.043	384.497.650
30	BRISA	BRİSA	482.419.145	520.031.804	642.776.468	542.888.478	658.758.024
31	BSHEV	BŞH EV ALETLERİ	855.257.831	890.879.050	995.928.628	937.177.118	1.024.437.112
32	BURCE	BURÇELİK	22.004.948	17.625.049	16.613.200	6.841.492	21.208.898
33	BURVA	BURÇELİK VANA	11.775.159	7.462.883	7.088.897	5.435.658	4.321.560
34	BUCIM	BURSA ÇİMENTO	263.055.373	340.208.600	345.782.243	329.054.983	327.627.240
35	COMDO	COMPONETA DÖKÜMCÜLÜK	252.382.437	242.910.487	259.417.945	264.325.199	282.224.849
36	CBSBO	ÇBS BOYA	-5.956.923	-13.636.069	-27.288.865	-78.427.789	-93.177.431
37	CELHA	ÇELİK HALAT	37.361.027	37.104.454	47.843.867	51.107.961	62.661.183
38	CEMTS	ÇEMTAŞ	114.218.576	141.739.940	154.298.985	146.455.488	147.918.868
39	CMBTN	ÇİMBETON	37.246.514	39.567.287	33.521.897	28.109.279	25.848.996

EK 16. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Yatırılan Sermaye Değerleri Devamı

41	CIMSA	ÇİMSA	910.290.214	1.048.334.601	993.717.860	1.074.630.839	1.033.033.621
42	DARDL	DARDANEL	12.810.287	21.433.378	20.547.382	13.574.876	12.164.276
43	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM	110.265.092	106.343.382	118.919.415	106.455.401	103.739.638
44	DENCM	DENİZLİ CAM	34.853.767	33.282.684	34.659.887	43.217.679	43.682.592
45	DENTA	DENTAŞ AMBALAJ	112.589.069	111.752.189	167.880.614	192.865.066	198.097.040
46	DERİM	DERİMOD	11.488.894	18.404.733	25.460.283	27.167.193	28.358.267
47	DESA	DESA DERİ	70.833.014	72.745.928	78.860.881	81.169.914	78.924.518
48	DEVA	DEVA HOLDİNG	251.170.688	323.823.319	397.551.530	444.088.707	502.097.918
49	DİTAŞ	DİTAŞ DOĞAN	34.702.204	39.121.329	35.047.943	31.192.622	28.630.595
50	DOBUR	DOĞAN BURDA	35.701.028	40.947.448	39.968.918	42.111.991	39.885.934
51	DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK	138.195.794	248.640.375	247.398.987	252.606.015	254.456.490
52	DOGUB	DOĞUSAN	11.457.712	8.214.120	12.042.474	9.777.255	13.787.706
53	DURDO	DURAN DOĞAN BASIM	30.883.514	27.904.788	24.410.502	25.604.016	28.156.127
54	DYOBY	DYO BOYA	203.998.548	254.761.179	236.799.954	239.538.913	191.451.270
55	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI	285.837.434	274.230.991	441.016.467	421.428.055	397.590.101
56	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ	42.176.611	41.153.877	66.553.517	58.355.014	68.494.733
57	EGGUB	EGE GÜBRE	114.966.424	150.179.512	179.861.088	186.658.595	180.135.589
58	EGPRO	EGE PROFİL	123.400.678	138.810.562	153.115.620	209.329.884	194.315.665
59	EGSER	EGE SERAMİK	171.687.467	180.248.139	182.399.109	150.683.464	150.740.046
60	EPLAS	EGEPLAST	73.711.055	53.814.203	59.414.504	58.075.572	49.141.031
61	ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ	1.402.182.315	1.834.685.119	1.871.268.430	2.310.809.000	2.512.708.000
62	EMKEL	EMEK ELEKTRİK	6.270.133	1.829.245	2.484.005	24.989.589	30.288.584
63	EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ	33.578.947	31.242.875	27.364.833	33.156.019	38.077.018
64	ERBOS	ERBOSAN	47.863.971	55.287.485	63.130.794	58.489.581	86.619.433
65	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	7.779.570.094	8.799.917.080	10.858.322.142	10.463.376.997	12.835.936.368
66	ERSU	ERSU GIDA	22.204.310	21.215.009	21.019.185	19.955.998	20.923.881
67	ESEMS	ESEM SPOR GIYİM	20.457.231	26.160.441	24.765.786	11.039.792	22.528.130
68	FMIZP	F-M İZMİT PİSTON	22.374.052	19.150.086	31.615.946	20.153.430	24.373.498
69	FENIS	FENİŞ ALÜMİNYUM	75.353.873	71.489.958	86.495.849	75.690.948	76.376.160
70	FROTO	FORD OTOSAN	2.106.792.450	2.195.891.567	2.222.424.476	2.167.048.792	2.398.710.512
71	FRIGO	FRİGO PAK GIDA	24.788.729	24.754.036	19.944.241	22.190.461	20.499.261
72	GENTS	GENTAŞ	83.472.549	90.437.987	95.348.913	108.350.901	117.019.052
73	GEDİZ	GEDİZ İPLİK	10.305.128	35.298.053	31.820.384	27.730.729	23.145.527
74	GOLDS	GOLDAŞ KUYUMCULUK	190.357.099	218.393.565	196.322.537	194.683.910	238.294.517
75	GOODY	GOOD-YEAR	335.697.021	328.245.582	340.261.893	335.137.477	383.718.375
76	GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO	323.644.922	295.941.157	302.458.117	303.847.012	388.276.234
77	GUBRF	GÜBRE FABRİK.	73.886.105	219.535.333	1.510.706.541	1.277.781.282	1.372.102.853
78	HZNDR	HAZNEKAR REFRAKTER	24.102.417	37.381.415	39.804.559	27.521.538	28.137.621
79	IDAS	İDAŞ	61.256.267	68.398.872	55.976.155	70.703.416	53.823.937
80	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	46.566.036	96.341.903	133.397.036	241.035.782	256.946.996
81	IPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ	161.722.298	206.640.410	448.470.560	514.916.134	856.441.169
82	İZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	292.780.887	341.798.470	463.441.412	418.877.312	512.961.793

EK A.16. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Yatırılan Sermaye Değerleri Devamı

83	IZOCM	İZOCAM	181.930.678	175.180.038	159.553.604	150.296.159	160.815.666
84	KAPLM	KAPLAMİN	35.741.708	35.688.386	35.975.711	39.483.862	43.640.191
85	KRDMA, KRDMB, KRDMD	KARDEMİR	621.775.695	697.223.936	1.104.700.020	1.050.523.505	1.167.388.040
86	KARSN	KARSAN OTOMOTİV	126.315.805	150.970.305	294.283.292	217.211.367	229.936.052
87	KRTEK	KARSU TEKSTİL	94.838.113	103.790.816	108.357.329	112.286.921	113.623.828
88	KARTN	KARTONSAN	195.656.425	158.329.880	157.329.503	161.211.064	175.048.554
89	KLBMO	KELEBEK MOBİLYA	13.930.583	26.588.859	31.092.237	29.367.803	30.430.866
90	KENT	KENT GIDA	226.392.531	266.356.900	358.435.098	508.058.113	498.099.700
91	KERVT	KEREVİTAŞ GIDA	81.110.576	62.893.641	62.638.312	92.401.489	142.487.853
92	KLMSN	KLİMASAN KLİMA	60.785.064	66.764.176	103.895.868	87.004.698	126.089.035
93	KNFRT	KONFRUT GIDA	17.367.866	28.312.141	22.407.227	20.988.548	24.250.167
94	KONYA	KONYA ÇİMENTO	290.581.314	320.354.264	341.955.495	356.662.418	387.672.353
95	KORDS	KORDSA GLOBAL	1.171.518.600	977.759.229	1.120.108.805	1.088.963.428	1.165.313.374
96	KOZAA	KOZA MADENCİLİK	146.587.663	191.643.852	422.024.897	487.500.580	872.678.683
97	KRSTL	KRİSTAL KOLA	39.982.782	42.231.165	41.286.034	42.279.429	64.937.210
98	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN	93.220.938	98.874.825	98.693.912	115.281.093	118.672.509
99	LUKSK	LÜKS KADİFE	20.514.283	17.888.118	16.926.296	16.475.321	51.324.661
100	MAKTK	MAKİNA TAKIM	68.152.612	-91.240.099	-69.023.781	796.089	13.094.527
101	MRDİN	MARDİN ÇİMENTO	230.540.656	241.619.294	231.431.410	264.282.320	276.038.411
102	MRSHL	MARSHALL	112.550.758	118.353.579	113.628.624	113.636.303	124.445.672
103	MNDRS	MENDERES TEKSTİL	257.181.158	311.692.232	296.245.478	305.545.567	327.608.933
104	MEMSA, MEMS1	MENSA	167.754.338	128.921.138	131.432.558	151.976.550	295.791.174
105	MERKO	MERKO GIDA	61.352.940	46.545.294	45.399.595	44.979.002	38.723.550
106	MRTGG	MERT GIDA	12.594.882	10.531.420	7.228.614	7.208.532	8.623.629
107	MTEKS	METEM ENERJİ VE TEKSTİL	22.708.613	21.898.956	16.049.937	12.362.271	11.414.283
108	TIRE	MONDİ TİRE KUTSAN	155.530.973	194.036.830	196.914.223	177.258.947	191.481.709
109	MUTLU	MUTLU AKÜ	143.972.108	185.300.587	224.462.914	193.195.417	201.307.132
110	NUHCM	NUH ÇİMENTO	793.404.870	834.028.007	924.511.299	957.449.597	980.918.913
111	OLMKS	OLMUKSA	160.439.269	183.117.796	183.332.021	182.970.683	239.369.218
112	PTOFS	OMV PETROL OFİSİ	4.055.100.175	3.378.975.869	3.104.348.458	6.105.912.333	5.481.615.337
113	OTKAR	OTOKAR	188.052.508	181.445.969	362.678.809	319.964.856	310.364.445
114	PARSN	PARSAN	203.133.481	238.274.114	271.216.234	246.241.945	262.212.317
115	PENGD	PENGUEN GIDA	56.572.170	63.928.422	85.835.430	88.868.900	120.562.386
116	PETKM	PETKİM	1.603.094.406	1.667.471.862	1.475.826.411	1.634.854.481	1.782.798.184
117	PETUN	PINAR ET VE UN	219.759.478	236.819.853	275.483.421	297.086.718	308.134.174
118	PINSU	PINAR SU	50.955.679	64.205.467	73.792.267	81.034.188	81.776.173
119	PNSUT	PINAR SÜT	299.968.190	349.155.815	350.656.579	400.806.257	434.194.634
120	PIMAS	PİMAŞ	66.076.098	142.324.634	142.633.591	120.161.467	125.325.989
121	SARKY	SARKUYSAN	512.384.632	515.802.760	533.462.329	510.112.244	585.011.535
122	SASA	SASA POLYESTER	460.096.000	412.703.000	366.584.000	344.491.000	377.134.000

EK 16. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Yatırılan Sermaye Değerleri Devamı

123	SELGD	SELÇUK GIDA	25.661.983	14.380.502	9.759.472	7.567.220	7.699.090
124	SERVE	SERVE KIRTASIYE	8.624.210	9.966.822	8.778.265	6.959.634	7.372.004
125	SODA	SODA SANAYİİ	574.839.924	591.686.700	766.401.836	822.615.904	833.871.851
126	SKTAS	SÖKTAŞ	143.111.344	166.759.853	244.532.246	259.441.101	262.675.359
127	SONME	SÖNMEZ FİLAMANT	84.221.287	72.328.400	55.436.198	54.562.824	45.118.518
128	SKPLC	ŞEKER PİLİÇ	60.161.015	59.649.350	95.692.485	106.878.606	136.436.034
129	TATKS	TAT KONSERVE	286.378.894	338.948.351	457.219.272	463.799.488	495.206.312
130	TUDDF	T.DEMİR DÖKÜM	388.506.631	426.353.457	290.933.797	306.277.979	268.912.835
131	TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.	1.540.137.000	2.167.088.000	2.729.399.000	3.100.324.000	3.754.995.000
132	TRKCM	TRAKYA CAM	1.434.765.613	1.578.161.432	1.708.907.451	1.839.979.602	1.946.437.646
133	TBORG	T.TUBORG	105.807.293	124.905.360	129.880.723	116.962.395	128.588.445
134	TUKAS	TUKAŞ	124.592.987	144.308.684	183.688.420	137.762.964	142.788.687
135	TRCAS	TURCAS PETROL	439.431.972	516.587.543	511.179.135	508.899.622	552.374.252
136	TUPRS	TÜPRAŞ	4.500.018.000	5.257.294.000	5.832.722.000	6.515.037.000	7.480.541.000
137	PRKAB	PRYSMIAN KABLO	122.530.823	140.699.046	151.665.026	142.147.880	136.722.056
138	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR	320.495.905	485.086.003	824.691.981	629.252.144	644.713.812
139	USAK	UŞAK SERAMİK	51.305.795	52.456.226	55.022.674	80.707.640	92.537.205
140	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ	870.941.015	1.094.016.727	1.614.688.545	2.024.046.445	2.551.977.672
141	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	305.943.621	304.644.305	292.994.087	281.228.076	279.693.230
142	VESTL	VESTEL	2.250.881.000	2.034.686.000	1.671.269.000	1.933.233.000	1.942.684.000
143	VKING	VİKİNG KAĞIT	85.402.913	89.717.348	80.054.061	85.849.780	26.852.230
144	YATAS	YATAŞ	110.637.900	107.805.768	126.319.074	123.768.996	132.567.319
145	YUNSA	YÜNSA	129.373.843	153.218.478	132.373.480	113.391.663	125.199.883

EK A.17. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Borçlanma Maliyeti Değerleri

ŞİRKET BİLGİLERİ			BORÇLANMA MALİYETİ				
No.	Kod	Şirket Adı	2006	2007	2008	2009	2010
1	ADANA, ADBGR, ADNAC	ADANA ÇİMENTO	0,187800	0,186800	0,187900	0,000000	0,089000
2	ADEL	ADEL KALEMCİLİK	0,187800	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
3	AFYON	AFYON ÇİMENTO	0,187800	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
4	AKALT	AKAL TEKSTİL	0,317936	0,186800	0,187900	0,191725	0,122570
5	AKCNS	AKÇANSA	0,306143	0,309883	0,281467	0,206007	0,156213
6	ATEKS	AKIN TEKSTİL	0,255901	0,236457	0,216626	0,139200	0,090682
7	AKSA	AKSA	0,269729	0,226520	0,282873	0,207693	0,128922
8	ALCAR	ALARKO CARRIER	0,187800	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
9	ALKIM	ALKİM KİMYA	0,244541	0,246013	0,232367	0,177672	0,154508
10	ALKA	ALKİM KAĞIT	0,244541	0,246013	0,232367	0,177672	0,117419
11	ALTIN	ALTINYILDIZ	0,213900	0,241997	0,195886	0,165455	0,132547
12	ANACM	ANADOLU CAM	0,285582	0,281332	0,304467	0,226894	0,143773
13	AEFES	ANADOLU EFES	0,302749	0,293094	0,293697	0,207254	0,127757
14	ASUZU	ANADOLU ISUZU	0,187800	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
15	ARCLK	ARÇELİK	0,270243	0,247317	0,272622	0,151607	0,141689
16	ARSAN	ARSAN TEKSTİL	0,234248	0,215062	0,208224	0,143571	0,089306
17	AYGAZ	AYGAZ	0,318347	0,365256	0,211262	0,195535	0,175570
18	BAGFS	BAGFAŞ	0,282053	0,297718	0,266325	0,230532	0,089000
19	BAKAB	BAK AMBALAJ	0,187800	0,230163	0,281865	0,183138	0,142091
20	BANVT	BANVİT	0,224600	0,303158	0,294615	0,192252	0,136394
21	BTCIM	BATI ÇİMENTO	0,333923	0,274130	0,318000	0,234979	0,138890
22	BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	0,000000	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
23	BERDN	BERDAN TEKSTİL	0,283998	0,259166	0,328296	0,251869	0,154055
24	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT	0,251208	0,285012	0,276907	0,196464	0,121865
25	BISAS	BİSAŞ TEKSTİL	0,187800	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
26	BOLUC	BOLU ÇİMENTO	0,000000	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
27	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN	0,274441	0,302537	0,264342	0,200521	0,160293
28	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	0,187800	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
29	BOSSA	BOSSA	0,187800	0,186800	0,190273	0,144556	0,091233
30	BRISA	BRİSA	0,188111	0,186800	0,284122	0,231908	0,112789
31	BSHEV	BSH EV ALETLERİ	0,191571	0,218947	0,229469	0,214048	0,126967
32	BURCE	BURÇELİK	0,243046	0,225510	0,194377	0,211273	0,116992
33	BURVA	BURÇELİK VANA	0,228090	0,244136	0,187900	0,207459	0,115294
34	BUCIM	BURSA ÇİMENTO	0,314093	0,317253	0,308728	0,211190	0,117484
35	COMDO	COMPONENTA DÖKÜMCÜLÜK	0,187800	0,217645	0,209180	0,139200	0,176504
36	CBSBO	ÇBS BOYA	0,289660	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
37	CELHA	ÇELİK HALAT	0,271438	0,251463	0,262997	0,210095	0,096091
38	CEMTS	ÇEMTAŞ	0,000000	0,186800	0,187900	0,139200	0,089154
39	CMBTN	ÇİMBETON	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,089000

EK A.17. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Borçlanma Maliyeti Değerleri Devamı

41	CIMSA	ÇİMSA	0,299781	0,247082	0,209551	0,146944	0,109936
42	DARDL	DARDANEL	0,339839	0,323199	0,325332	0,244202	0,156084
43	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM	0,187800	0,186800	0,187900	0,139200	0,089283
44	DENCM	DENİZLİ CAM	0,000000	0,186800	0,187900	0,234623	0,151791
45	DENTA	DENTAŞ AMBALAJ	0,325069	0,310478	0,353468	0,211894	0,143337
46	DERIM	DERİMOD	0,187800	0,189412	0,187900	0,156586	0,091478
47	DESA	DESA DERİ	0,188343	0,207891	0,267802	0,175079	0,112911
48	DEVA	DEVA HOLDİNG	0,249453	0,203182	0,221336	0,175543	0,114776
49	DITAS	DITAŞ DOĞAN	0,297887	0,208304	0,213374	0,149392	0,091139
50	DOBUR	DOĞAN BURDA	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
51	DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK	0,280372	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
52	DOGUB	DOĞUSAN	0,187800	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
53	DURDO	DURAN DOĞAN BASIM	0,230274	0,207242	0,198032	0,146975	0,090361
54	DYOBY	DYO BOYA	0,356627	0,304189	0,322297	0,246174	0,141560
55	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI	0,256036	0,220570	0,241373	0,206734	0,146330
56	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ	0,282606	0,245400	0,262584	0,206020	0,109415
57	EGGUB	EGE GÜBRE	0,187800	0,347122	0,285970	0,183356	0,128897
58	EGPRO	EGE PROFİL	0,252156	0,307848	0,301181	0,179607	0,104405
59	EGSER	EGE SERAMİK	0,226013	0,360267	0,300747	0,215171	0,177695
60	EPLAS	EGEPLAST	0,350847	0,201687	0,187900	0,227357	0,089000
61	ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ	0,210919	0,244115	0,241063	0,140630	0,109615
62	EMKEL	EMEK ELEKTRİK	0,295247	0,282379	0,304454	0,240418	0,155255
63	EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ	0,266682	0,259162	0,244833	0,244952	0,134584
64	ERBOS	ERBOSAN	0,187985	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
65	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	0,326367	0,320206	0,281324	0,250486	0,131759
66	ERSU	ERSU GIDA	0,187800	0,186800	0,000000	0,139200	0,000000
67	ESEMS	ESEM SPOR GİYİM	0,309476	0,305626	0,317740	0,234791	0,150099
68	FMIZP	F-M İZMİT PİSTON	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
69	FENIS	FENİŞ ALÜMİNYUM	0,362176	0,358206	0,345910	0,252235	0,152063
70	FROTO	FORD OTOSAN	0,223365	0,321232	0,300591	0,211538	0,139072
71	FRIGO	FRİGO PAK GIDA	0,282880	0,248654	0,263793	0,140365	0,164733
72	GENTS	GENTAŞ	0,000000	0,186800	0,000000	0,139200	0,089000
73	GEDIZ	GEDİZ İPLİK	0,187800	0,369990	0,187900	0,139200	0,089000
74	GOLDS	GOLDAS KUYUMCULUK	0,208171	0,209419	0,284925	0,199517	0,126174
75	GOODY	GOOD-YEAR	0,187977	0,188705	0,190551	0,139964	0,089212
76	GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO	0,187800	0,000000	0,347168	0,248339	0,176317
77	GUBRF	GÜBRE FABRİK.	0,000000	0,211261	0,285625	0,211698	0,117372
78	HZNDR	HAZNEDAR REFRAKTER	0,187800	0,214010	0,218528	0,154072	0,089000
79	IDAS	IDAŞ	0,190364	0,238995	0,286394	0,233724	0,111500
80	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	0,190321	0,192835	0,189371	0,185043	0,089000
81	IPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ	0,263620	0,236002	0,343454	0,242426	0,141573
82	IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	0,215966	0,193892	0,236878	0,214618	0,101150

EK A.17. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Borçlanma Maliyeti Değerleri Devamı

83	IZOCM	IZOCAM	0,360571	0,186800	0,000000	0,139200	0,089000
84	KAPLM	KAPLAMIN	0,187800	0,188846	0,187926	0,167655	0,097986
85	KRDMA, KRDMB, KRDMD	KARDEMİR	0,352542	0,342880	0,333158	0,215148	0,127761
86	KARSN	KARSAN OTOMOTİV	0,351501	0,368700	0,188027	0,166704	0,133021
87	KRTEK	KARSU TEKSTİL	0,237553	0,267820	0,224491	0,219442	0,113181
88	KARTN	KARTONSAN	0,187800	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
89	KLBMO	KELEBEK MOBİLYA	0,226587	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
90	KENT	KENT GIDA	0,187800	0,186800	0,187900	0,139232	0,089000
91	KERVT	KEREVİTAŞ GIDA	0,333719	0,347209	0,357254	0,236728	0,158396
92	KLMSN	KLİMASAN KLİMA	0,225886	0,248398	0,262469	0,192853	0,153056
93	KNFRT	KONFRUT GIDA	0,187800	0,186800	0,187900	0,000000	0,000000
94	KONYA	KONYA ÇİMENTO	0,375600	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
95	KORDS	KORDSA GLOBAL	0,302795	0,310360	0,287945	0,192941	0,122103
96	KOZAA	KOZA MADENCİLİK	0,264440	0,236002	0,343454	0,242426	0,141573
97	KRSTL	KRİSTAL KOLA	0,253179	0,186800	0,187900	0,139200	0,000000
98	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN	0,187800	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
99	LUKSK	LÜKS KADİFE	0,338546	0,372640	0,298547	0,187746	0,100173
100	MAKTK	MAKİNA TAKIM	0,354176	0,344942	0,205612	0,173269	0,098409
101	MRDIN	MARDİN ÇİMENTO	0,187800	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
102	MRSHL	MARSHALL	0,187800	0,000000	0,187900	0,139200	0,089000
103	MNDRS	MENDERES TEKSTİL	0,205074	0,205310	0,204993	0,147973	0,091165
104	MEMSA, MEMS1	MENSA	0,364278	0,355309	0,363711	0,249164	0,089000
105	MERKO	MERKO GIDA	0,354359	0,210533	0,350758	0,245821	0,089000
106	MRTGG	MERT GIDA	0,324850	0,306241	0,285971	0,233904	0,158942
107	MTEKS	METEM ENERJİ VE TEKSTİL	0,327336	0,359905	0,319732	0,208162	0,089000
108	TIRE	MONDİ TİRE KUTSAN	0,277085	0,272818	0,235479	0,212910	0,108567
109	MUTLU	MUTLU AKÜ	0,237854	0,223399	0,229607	0,175799	0,108283
110	NUHCM	NUH ÇİMENTO	0,321213	0,326981	0,301020	0,218744	0,122549
111	OLMKS	OLMUksA	0,187800	0,186800	0,187900	0,139200	0,110483
112	PTOFS	OMV PETROL OFİSİ	0,324565	0,339718	0,347824	0,204612	0,154467
113	OTKAR	OTOKAR	0,187800	0,186800	0,187900	0,210007	0,151754
114	PARSN	PARSAN	0,311640	0,314846	0,315977	0,217735	0,134673
115	PENGD	PENGUEN GIDA	0,190674	0,280200	0,281850	0,181741	0,091288
116	PETKM	PETKİM	0,187800	0,186800	0,187900	0,139200	0,096126
117	PETUN	PINAR ET VE UN	0,310923	0,317846	0,283501	0,271434	0,172777
118	PINSU	PINAR SU	0,000000	0,329868	0,324428	0,227940	0,131768
119	PNSUT	PINAR SÜT	0,285966	0,315132	0,278965	0,241646	0,166543
120	PIMAS	PİMAŞ	0,204139	0,259274	0,250216	0,194551	0,124347
121	SARKY	SARKUYSAN	0,187800	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
122	SASA	SASA POLYESTER	0,187800	0,188491	0,192364	0,234516	0,089581

EK A.17. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Borçlanma Maliyeti Değerleri Devamı

123	SELGD	SELÇUK GIDA	0,296455	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000
124	SERVE	SERVE KIRTASIYE	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,089000
125	SODA	SODA SANAYİİ	0,283965	0,302197	0,296405	0,204097	0,148937
126	SKTAS	SÖKTAŞ	0,360218	0,361355	0,326251	0,233269	0,148767
127	SONME	SÖNMEZ FİLAMANT	0,318868	0,277063	0,000000	0,000000	0,000000
128	SKPLC	ŞEKER PİLİÇ	0,237273	0,246490	0,269154	0,200797	0,131537
129	TATKS	TAT KONSERVE	0,240073	0,275803	0,206674	0,189219	0,134428
130	TUDDF	T.DEMİR DÖKÜM	0,251928	0,192499	0,287482	0,207080	0,140931
131	TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.	0,345854	0,331112	0,312635	0,232096	0,153011
132	TRKCM	TRAKYA CAM	0,294281	0,312889	0,326877	0,241154	0,162089
133	TBORG	T.TUBORG	0,187800	0,186800	0,187900	0,000000	0,089000
134	TUKAS	TUKAŞ	0,243892	0,224657	0,187900	0,139200	0,126852
135	TRCAS	TURCAS PETROL	0,000000	0,326695	0,311515	0,222246	0,148768
136	TUPRS	TÜPRAŞ	0,312840	0,304565	0,240734	0,172659	0,104942
137	PRKAB	PRYSMIAN KABLO	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
138	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR	0,187800	0,267313	0,195195	0,181557	0,110615
139	USAK	UŞAK SERAMİK	0,256700	0,245443	0,240249	0,179453	0,102729
140	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ	0,243486	0,228099	0,266062	0,181761	0,135816
141	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	0,317316	0,282143	0,275434	0,189408	0,089000
142	VESTL	VESTEL	0,268510	0,306776	0,295013	0,210224	0,134285
143	VKING	VİKİNG KAĞIT	0,335669	0,320433	0,336370	0,261884	0,090399
144	YATAS	YATAŞ	0,225943	0,212344	0,224471	0,152172	0,127212
145	YUNSA	YÜNSA	0,187800	0,186800	0,187900	0,139200	0,089000

EK A.18. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Özsermaye Maliyeti Değerleri

ŞİRKET BİLGİLERİ			ÖZ SERMAYE MALİYETİ				
No.	Kod	Şirket Adı	2006	2007	2008	2009	2010
1	ADANA, ADBGR, ADNAC	ADANA ÇİMENTO	-0,000325	0,310208	-0,1962	0,509199	0,194551
2	ADEL	ADEL KALEMCİLİK	0,003505	0,351845	-0,290266	0,458036	0,177347
3	AFYON	AFYON ÇİMENTO	0,017873	0,32354	-0,217631	0,32172	0,390476
4	AKALT	AKAL TEKSTİL	0,089222	0,352141	-0,293946	0,618319	0,244168
5	AKCNS	AKÇANSA	-0,071187	0,334449	-0,337602	0,77583	0,227845
6	ATEKS	AKIN TEKSTİL	0,088936	0,298277	-0,305422	0,491386	0,184352
7	AKSA	AKSA	0,071703	0,336437	-0,318009	0,589838	0,234979
8	ALCAR	ALARKO CARRIER	0,041674	0,308597	-0,260027	0,551923	0,203235
9	ALKIM	ALKİM KİMYA	0,061974	0,30586	-0,379642	0,608519	0,20093
10	ALKA	ALKİM KAĞIT	0,03888	0,362073	-0,275112	0,4568	0,235412
11	ALTIN	ALTINYILDIZ	0,028542	0,320968	-0,009006	0,509373	0,184408
12	ANACM	ANADOLU CAM	0,063291	0,327404	-0,330798	0,659065	0,192526
13	AEFES	ANADOLU EFES	0,034223	0,314507	-0,150814	0,642558	0,141638
14	ASUZU	ANADOLU ISUZU	-0,015943	0,342007	-0,331102	0,578051	0,225542
15	ARCLK	ARÇELİK	0,040296	0,39645	-0,313965	0,924563	0,271253
16	ARSAN	ARSAN TEKSTİL	0,060228	0,294694	-0,219726	0,464969	0,226693
17	AYGAZ	AYGAZ	0,000192	0,353148	-0,331674	0,704897	0,229033
18	BAGFS	BAGFAŞ	0,006107	0,374862	-0,697262	0,718776	0,263455
19	BAKAB	BAK AMBALAJ	0,072569	0,303056	-0,235344	0,370244	0,217686
20	BANVT	BANVIT	0,040109	0,378677	-0,377659	0,64523	0,205102
21	BTCIM	BATI ÇİMENTO	0,060647	0,254172	-0,290133	0,576272	0,192724
22	BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	0,016295	0,312189	-0,215533	0,50923	0,228669
23	BERDN	BERDAN TEKSTİL	0,077655	0,354523	-0,293153	0,388413	0,185964
24	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT	0,131629	0,258448	-0,368493	0,390043	0,231556
25	BISAS	BİSAŞ TEKSTİL	0,0586	0,246109	-0,341084	0,49961	0,173595
26	BOLUC	BOLU ÇİMENTO	0,039348	0,308333	-0,220259	0,495014	0,175424
27	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN	0,03048	0,340523	-0,360381	0,710619	0,253061
28	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	0,010826	0,327832	-0,372459	0,510713	0,20462
29	BOSSA	BOSSA	0,043729	0,332915	-0,077859	0,112803	0,214543
30	BRISA	BRISA	0,063658	0,286902	-0,1807	0,41538	0,22356
31	BSHEV	BŞH EV ALETLERİ	0,037634	0,263022	-0,090958	0,476229	0,221352
32	BURCE	BURÇELİK	0,060563	0,341016	-0,330881	0,409694	0,14611
33	BURVA	BURÇELİK VANA	0,066557	0,407019	-0,290636	0,605048	0,182355
34	BUCIM	BURSA ÇİMENTO	0,109284	0,246924	0,00563	0,350094	0,174556
35	COMDO	COMPONETA DÖKÜMCÜLÜK	0,076064	0,328513	-0,402694	0,537608	0,186614
36	CBSBO	ÇBS BOYA	0,031314	0,265199	-0,427432	0,141562	0,195952
37	CELHA	ÇELİK HALAT	-0,022505	0,318799	-0,272159	0,259641	0,202669
38	CEMTS	ÇEMTAŞ	0,048251	0,341766	-0,25583	0,572517	0,226933
39	CMBTN	ÇİMBETON	0,003583	0,328079	-0,415378	0,652802	0,216107

EK A.18. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Özsermaye Maliyeti Değerleri Devamı

41	CIMSA	ÇİMSA	-0,020351	0,355097	-0,33409	0,590797	0,191644
42	DARDL	DARDANEL	0,010209	0,324964	-0,352952	0,682185	0,237339
43	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM	0,067963	0,356451	-0,350822	0,479435	0,20143
44	DENCM	DENİZLİ CAM	0,08685	0,31411	-0,194728	0,457882	0,173607
45	DENTA	DENTAŞ AMBALAJ	0,050621	0,367963	-0,316828	0,573451	0,229201
46	DERIM	DERİMOD	0,039204	0,335094	-0,340394	0,549382	0,227859
47	DESA	DESA DERİ	0,047359	0,390586	-0,353981	0,52636	0,225765
48	DEVA	DEVA HOLDİNG	0,095284	0,34485	-0,297272	0,484761	0,215665
49	DITAS	DİTAŞ DOĞAN	0,031002	0,33087	-0,326737	0,329826	0,190012
50	DOBUR	DOĞAN BURDA	-0,00444	0,347453	-0,328498	0,455399	0,213933
51	DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK	-0,028861	0,389593	-0,564525	0,617993	0,22566
52	DOGUB	DOĞUSAN	0,016287	0,31544	-0,397193	0,46829	0,259047
53	DURDO	DURAN DOĞAN BASIM	0,066713	0,2975	-0,288732	0,55724	0,198525
54	DYOBY	DYO BOYA	0,046037	0,343781	-0,321755	0,4488	0,254061
55	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI	-0,019698	0,376441	-0,301646	0,583003	0,216844
56	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ	0,029972	0,323535	-0,31958	0,509887	0,236151
57	EGGUB	EGE GÜBRE	0,034813	0,319702	-0,612351	0,50605	0,226078
58	EGPRO	EGE PROFİL	0,082218	0,279975	-0,169646	0,33603	0,156011
59	EGSER	EGE SERAMİK	0,026917	0,366163	-0,565936	0,709027	0,290599
60	EPLAS	EGEPLAST	0,014523	0,417626	-0,210096	0,314132	0,216791
61	ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ	-0,012077	0,399256	-0,273188	0,757221	0,262861
62	EMKEL	EMEK ELEKTRİK	0,031762	0,396261	-0,282278	0,491778	0,213385
63	EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ	0,068107	0,348771	-0,029767	0,454184	0,16595
64	ERBOS	ERBOSAN	0,017169	0,382893	-0,3081	0,683522	0,224958
65	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	0,04553	0,389698	-0,587818	0,981775	0,233921
66	ERSU	ERSU GIDA	0,074709	0,313606	-0,318881	0,420086	0,192003
67	ESEMS	ESEM SPOR GİYİM	0,071554	0,301412	-0,261307	0,379655	0,207783
68	FMIZP	F-M İZMİT PİSTON	0,057333	0,308128	-0,343268	0,697062	0,237083
69	FENIS	FENİŞ ALÜMİNYUM	0,021688	0,362592	-0,391877	0,41688	0,211202
70	FROTO	FORD OTOSAN	0,044111	0,324109	-0,363778	0,715719	0,237222
71	FRIGO	FRİGO PAK GIDA	0,045613	0,234159	-0,359908	0,694551	0,2114
72	GENTS	GENTAŞ	0,045579	0,314496	-0,227723	0,628992	0,230263
73	GEDIZ	GEDİZ İPLİK	0,081736	0,371545	-0,408231	0,558265	0,177361
74	GOLDS	GOLDAS KUYUMCULUK	-0,026048	0,389653	-0,534008	0,904502	0,22698
75	GOODY	GOOD-YEAR	0,050542	0,30705	-0,347554	0,485904	0,220019
76	GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO	0,076226	0,242508	-0,275662	0,630477	0,231686
77	GUBRF	GÜBRE FABRİK.	0,029911	0,393068	-0,566117	0,781859	0,260365
78	HZNDR	HAZNEDAR REFRAKTER	0,028631	0,313187	-0,442242	0,559835	0,213115
79	IDAS	İDAŞ	0,045181	0,270982	-0,277559	0,490496	0,239744
80	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	-0,023267	0,342187	-0,564035	0,779691	0,232926
81	IPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ	-0,017288	0,447954	-0,468603	0,818701	0,261387
82	IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	0,05517	0,350042	-0,375782	0,633968	0,229304

EK A.18. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Özsermaye Maliyeti Değerleri Devamı

83	IZOCM	IZOCAM	0,104543	0,234805	-0,34243	0,387933	0,203757
84	KAPLM	KAPLAMIN	0,001259	0,366287	-0,448076	0,473825	0,226693
85	KRDMA, KRDMB, KRDMD	KARDEMİR	0,025531	0,380337	-0,46232	0,842349	0,273796
86	KARSN	KARSAN OTOMOTİV	0,013763	0,346609	-0,526294	0,79903	0,248297
87	KRTEK	KARSU TEKSTİL	0,036085	0,383846	-0,359826	0,336909	0,194708
88	KARTN	KARTONSAN	0,082192	0,320266	-0,164881	0,446346	0,260742
89	KLBMO	KELEBEK MOBİLYA	0,106926	0,351137	-0,191047	0,468214	0,245649
90	KENT	KENT GIDA	0,062541	0,325362	-0,320875	0,52598	0,160577
91	KERVT	KEREVİTAŞ GIDA	0,036902	0,306786	-0,341264	0,671964	0,227282
92	KLMSN	KLİMASAN KLİMA	-0,010196	0,320077	0,088336	0,565535	0,194858
93	KNFRT	KONFRUT GIDA	-0,021456	0,356883	-0,451985	0,599807	0,235435
94	KONYA	KONYA ÇİMENTO	0,029407	0,311438	-0,19797	0,389598	0,210039
95	KORDS	KORDSA GLOBAL	-0,001413	0,341776	-0,297514	0,613264	0,200006
96	KOZAA	KOZA MADENCİLİK	-0,004421	0,413981	-0,538519	0,916799	0,258097
97	KRSTL	KRİSTAL KOLA	-0,022372	0,3558	-0,430538	0,629909	0,177869
98	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN	0,052275	0,353848	-0,486389	0,479342	0,214759
99	LUKSK	LÜKS KADİFE	0,052968	0,34927	-0,264178	0,417413	0,162359
100	MAKTK	MAKİNA TAKIM	0,086465	0,278757	-0,246657	0,353344	0,096618
101	MRDIN	MARDİN ÇİMENTO	0,031292	0,308826	-0,205852	0,444284	0,161371
102	MRSHL	MARSHALL	0,051921	0,308047	-0,148113	0,429328	0,191199
103	MNDRS	MENDERES TEKSTİL	0,028652	0,418505	-0,426742	0,575452	0,234233
104	MEMSA, MEMS1	MENSA	0,057286	0,278316	-0,542264	0,243119	0,193404
105	MERKO	MERKO GIDA	-0,009552	0,304572	-0,339438	0,636791	0,227813
106	MRTGG	MERT GIDA	0,089172	0,368503	-0,54194	0,370368	0,255548
107	MTEKS	METEM ENERJİ VE TEKSTİL	-0,018213	0,38473	-0,35064	0,435773	0,245755
108	TİRE	MONDİ TİRE KUTSAN	0,057835	0,263088	0,02712	0,363754	0,241741
109	MUTLU	MUTLU AKÜ	0,006085	0,348938	-0,358868	0,730468	0,261645
110	NUHCM	NUH ÇİMENTO	0,097768	0,241721	-0,017756	0,321254	0,223282
111	OLMKS	OLMUKSA	0,06032	0,303879	-0,084841	0,364714	0,198265
112	PTOFS	OMV PETROL OFİSİ	-0,018258	0,320526	-0,262204	0,642379	0,178469
113	OTKAR	OTOKAR	0,004004	0,357023	-0,349018	0,69341	0,165774
114	PARSN	PARSAN	0,018977	0,369234	-0,450599	0,780826	0,259142
115	PENGD	PENQUEN GIDA	0,049698	0,371375	-0,446682	0,567974	0,19941
116	PETKM	PETKİM	0,039419	0,384559	-0,411746	0,667629	0,218842
117	PETUN	PINAR ET VE UN	-0,02116	0,340337	-0,357274	0,506288	0,217442
118	PINSU	PINAR SU	-0,009884	0,363361	-0,346664	0,536829	0,217167
119	PNSUT	PINAR SÜT	0,001193	0,331654	-0,297146	0,555691	0,183448
120	PIMAS	PİMAŞ	0,017332	0,35392	-0,332375	0,352447	0,234095
121	SARKY	SARKUYSAN	0,021511	0,363509	-0,252162	0,587887	0,191963
122	SASA	SASA POLYESTER	0,037378	0,35071	-0,262329	0,553514	0,263687

EK A.18. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Özsermaye Maliyeti Değerleri Devamı

123	SELGD	SELÇUK GIDA	0,043883	0,356708	-0,271794	0,429635	0,205437
124	SERVE	SERVE KIRTASIYE	0,044298	0,33541	-0,37767	0,543134	0,215686
125	SODA	SODA SANAYİ	0,058438	0,319648	-0,306137	0,571846	0,214714
126	SKTAS	SÖKTAŞ	0,025164	0,264819	-0,395722	0,464502	0,130354
127	SONME	SÖNMEZ FİLAMENT	0,056717	0,351815	-0,363718	0,313938	0,170151
128	SKPLC	ŞEKER PİLİÇ	-0,044433	0,366894	-0,407198	0,700991	0,214481
129	TATKS	TAT KONSERVE	0,044243	0,365375	-0,296785	0,632674	0,220777
130	TUDDF	T.DEMİR DÖKÜM	0,080017	0,204322	-0,279256	0,48214	0,234603
131	TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.	-0,01676	0,398023	-0,493255	0,96991	0,239383
132	TRKCM	TRAKYA CAM	0,011198	0,34463	-0,396902	0,761874	0,207403
133	TBORG	T.TUBORG	0,06105	0,310861	-0,235383	0,527384	0,214685
134	TUKAS	TUKAŞ	0,035484	0,361486	-0,235825	0,624301	0,206398
135	TRCAS	TURCAS PETROL	-0,010017	0,378819	-0,42348	0,75905	0,265398
136	TUPRS	TÜPRAŞ	0,01254	0,363141	-0,435993	0,719793	0,219774
137	PRKAB	PRYSMIAN KABLO	0,048175	0,355309	-0,281014	0,470665	0,238723
138	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR	-0,0753	0,30254	-0,316968	0,499126	0,218668
139	USAK	UŞAK SERAMİK	0,019081	0,365957	-0,300678	0,633861	0,258359
140	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ	-0,00443	0,388404	-0,380429	0,636728	0,218013
141	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	0,021439	0,30774	-0,180603	0,388364	0,186366
142	VESTL	VESTEL	0,013425	0,355885	-0,436065	0,630514	0,258035
143	VKING	VİKİNG KAğIT	0,038142	0,373928	-0,376975	0,59857	0,254091
144	YATAS	YATAŞ	0,109903	0,38977	-0,373491	0,573894	0,192189
145	YUNSA	YÜNSA	0,035197	0,307341	-0,281504	0,552162	0,19584

EK A.19. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Değerleri

ŞİRKET BİLGİLERİ			AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ (AOSM)				
No.	Kod	Şirket Adı	2006	2007	2008	2009	2010
1	ADANA, ADBGR, ADNAC	ADANA ÇİMENTO	0,0083	0,301	-0,1699	0,4768	0,1779
2	ADEL	ADEL KALEMCİLİK	0,0427	0,3007	-0,208	0,4004	0,1590
3	AFYON	AFYON ÇİMENTO	0,0399	0,2941	-0,1614	0,294	0,3357
4	AKALT	AKAL TEKSTİL	0,2393	0,2383	-0,2292	0,3979	0,1845
5	AKCNS	AKÇANSA	-0,024	0,3111	-0,1543	0,5957	0,1952
6	ATEKS	AKIN TEKSTİL	0,133	0,2566	-0,0986	0,3507	0,1605
7	AKSA	AKSA	0,1573	0,2903	-0,1177	0,5047	0,1784
8	ALCAR	ALARKO CARRIER	0,0688	0,2652	-0,1669	0,4754	0,1818
9	ALKIM	ALKİM KİMYA	0,1063	0,2852	-0,2826	0,5339	0,1805
10	ALKA	ALKİM KAĞIT	0,0803	0,3261	-0,1857	0,3982	0,2015
11	ALTIN	ALTINYILDIZ	0,1195	0,2507	0,0793	0,2733	0,1330
12	ANACM	ANADOLU CAM	0,1433	0,2832	-0,0001	0,4036	0,1549
13	AEFES	ANADOLU EFES	0,1543	0,2784	0,0455	0,4059	0,1221
14	ASUZU	ANADOLU ISUZU	0,0418	0,2723	-0,0981	0,3893	0,1469
15	ARCLK	ARÇELİK	0,1581	0,2631	0,0644	0,4642	0,1868
16	ARSAN	ARSAN TEKSTİL	0,1147	0,2478	-0,0342	0,2709	0,1305
17	AYGAZ	AYGAZ	0,1166	0,332	-0,1303	0,5264	0,2041
18	BAGFS	BAGFAŞ	0,1052	0,3245	-0,3261	0,5234	0,2140
19	BAKAB	BAK AMBALAJ	0,0979	0,253	-0,0264	0,2753	0,1780
20	BANVT	BANVİT	0,1154	0,3096	0,1068	0,2877	0,1446
21	BTCIM	BATI ÇİMENTO	0,1222	0,2479	-0,1744	0,5059	0,1772
22	BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	0,0141	0,294	-0,1848	0,4761	0,2126
23	BERDN	BERDAN TEKSTİL	0,2687	0,1519	0,482	-0,0086	0,0132
24	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT	0,1806	0,2378	0,0677	0,2406	0,1487
25	BISAS	BİSAŞ TEKSTİL	0,146	0,158	0,0826	0,0219	0,0556
26	BOLUC	BOLU ÇİMENTO	0,0367	0,2984	-0,1906	0,4678	0,1640
27	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN	0,1243	0,2805	0,0542	0,4549	0,1892
28	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	0,0867	0,2003	0,0692	0,1419	0,0846
29	BOSSA	BOSSA	0,0704	0,289	-0,0351	0,1136	0,1662
30	BRISA	BRİSA	0,0843	0,2488	-0,0064	0,3339	0,1659
31	BSHEV	BŞH EV ALETLERİ	0,1486	0,211	0,0746	0,3246	0,1661
32	BURCE	BURÇELİK	0,1577	0,2464	-0,0364	0,2423	0,1225
33	BURVA	BURÇELİK VANA	0,1184	0,3315	-0,1017	0,3978	0,1383
34	BUCIM	BURSA ÇİMENTO	0,1585	0,2484	0,0511	0,314	0,1538
35	COMDO	COMPONENTA DÖKÜMCÜLÜK	0,1027	0,2673	-0,175	0,3585	0,1666
36	CBSBO	ÇBS BOYA	0,461	0,0272	1,3994	0,0204	-0,3003
37	CELHA	ÇELİK HALAT	0,0775	0,2703	-0,0223	0,2064	0,1292
38	CEMTS	ÇEMTAŞ	0,0435	0,3217	-0,2275	0,4951	0,2230
39	CMBTN	ÇİMBETON	0,0023	0,2263	-0,2564	0,3327	0,1356

EK A.19. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Değerleri Devamı

41	CIMSA	ÇİMSA	0,0524	0,3266	-0,1833	0,4852	0,1684
42	DARDL	DARDANEL	1,0021	0,1272	2,1831	-1,5241	-0,2983
43	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM	0,1025	0,273	-0,1232	0,3354	0,1520
44	DENCM	DENİZLİ CAM	0,06	0,2544	-0,0385	0,3119	0,1428
45	DENTA	DENTAŞ AMBALAJ	0,1226	0,3359	0,1093	0,2819	0,1541
46	DERİM	DERİMOD	0,1009	0,2221	0,012	0,2328	0,1102
47	DESA	DESA DERİ	0,0847	0,324	-0,124	0,3378	0,1574
48	DEVA	DEVA HOLDİNG	0,1316	0,2893	-0,0704	0,3393	0,1594
49	DITAS	DITAŞ DOĞAN	0,0919	0,2696	-0,1541	0,2497	0,1384
50	DOBUR	DOĞAN BURDA	-0,0032	0,2525	-0,2358	0,3362	0,1458
51	DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK	0,0269	0,3572	-0,371	0,4569	0,1739
52	DOGUB	DOĞUSAN	0,0531	0,194	-0,3263	0,3859	0,2354
53	DURDO	DURAN DOĞAN BASIM	0,1578	0,1888	0,1142	0,2315	0,1064
54	DYOBY	DYO BOYA	0,2505	0,2693	0,1686	0,2538	0,1356
55	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI	0,0951	0,2599	0,0871	0,2495	0,1340
56	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ	0,11	0,2721	-0,051	0,356	0,1568
57	EGGUB	EGE GÜBRE	0,0649	0,3013	-0,1289	0,2647	0,1567
58	EGPRO	EGE PROFİL	0,154	0,2595	0,1015	0,2132	0,1163
59	EGSER	EGE SERAMİK	0,1291	0,3154	-0,2192	0,5168	0,2486
60	EPLAS	EGEPLAST	0,3078	0,1389	0,2741	0,1494	0,0328
61	ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ	0,0429	0,3592	-0,2059	0,6798	0,2448
62	EMKEL	EMEK ELEKTRİK	0,2698	0,1736	0,3134	0,279	0,1595
63	EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ	0,145	0,2715	0,1357	0,3007	0,1210
64	ERBOS	ERBOSAN	0,0904	0,2815	-0,0548	0,4637	0,1813
65	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	0,1271	0,3416	-0,1904	0,6152	0,1689
66	ERSU	ERSU GIDA	0,0949	0,2913	-0,24	0,3809	0,1644
67	ESEMS	ESEM SPOR GİYİM	0,2544	0,2578	0,208	0,1307	0,1205
68	FMIZP	F-M İZMİT PİSTON	0,0534	0,2716	-0,3323	0,6494	0,2222
69	FENIS	FENİŞ ALÜMİNYUM	0,1994	0,3171	0,005	0,3065	0,1649
70	FROTO	FORD OTOSAN	0,101	0,2949	-0,1416	0,4952	0,1775
71	FRIGO	FRİGO PAK GIDA	0,1626	0,2099	0,1043	0,2236	0,1421
72	GENTS	GENTAŞ	0,0392	0,3038	-0,2098	0,5705	0,2166
73	GEDIZ	GEDİZ İPLİK	0,1051	0,3494	-0,2436	0,4035	0,1499
74	GOLDS	GOLDAS KUYUMCULUK	0,0774	0,2553	-0,629	0,8487	0,2472
75	GOODY	GOOD-YEAR	0,0934	0,2461	-0,1308	0,3539	0,1508
76	GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO	0,0931	0,2019	-0,1836	0,5522	0,2019
77	GUBRF	GÜBRE FABRİK.	0,0101	0,2774	-0,0837	0,3757	0,1564
78	HZNDR	HAZNEDAR REFRAKTER	0,1078	0,2154	0,0052	0,2919	0,1216
79	IDAS	İDAŞ	0,1023	0,2253	0,1457	0,2848	0,1372
80	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	0,0565	0,2928	-0,276	0,6379	0,2006
81	IPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ	0,1456	0,3883	-0,2427	0,6466	0,2292
82	IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	0,0943	0,2927	-0,1476	0,5266	0,1731

EK A.19. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Değerleri Devamı

83	IZOCM	İZOCAM	0,1501	0,2216	-0,2869	0,3415	0,1774
84	KAPLM	KAPLAMIN	0,0403	0,3209	-0,2855	0,3595	0,1629
85	KRDMA, KRDMB, KRDMD	KARDEMİR	0,1372	0,3355	-0,2222	0,6059	0,2013
86	KARSN	KARSAN OTOMOTİV	0,1935	0,3235	0,0351	0,3796	0,1443
87	KRTEK	KARSU TEKSTİL	0,0944	0,3273	-0,1412	0,2717	0,1522
88	KARTN	KARTONSAN	0,0894	0,2992	-0,129	0,4103	0,2386
89	KLBMO	KELEBEK MOBİLYA	0,1908	0,2367	-0,0018	0,2856	0,1582
90	KENT	KENT GIDA	0,0928	0,2562	-0,0769	0,3612	0,1222
91	KERVET	KEREVİTAŞ GIDA	0,3352	0,2737	0,4692	0,1526	0,1231
92	KLMSN	KLİMASAN KLİMA	0,1041	0,2454	0,183	0,2938	0,1423
93	KNFRT	KONFRUT GIDA	0,099	0,2248	-0,0308	0,3324	0,1087
94	KONYA	KONYA ÇİMENTO	0,0648	0,2911	-0,1447	0,3613	0,1964
95	KORDS	KORDSA GLOBAL	0,1233	0,3039	-0,0862	0,4694	0,1674
96	KOZAA	KOZA MADENCİLİK	0,1143	0,3605	-0,2805	0,6991	0,2318
97	KRSTL	KRİSTAL KOLA	-0,0015	0,3322	-0,3096	0,5632	0,1658
98	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN	0,0867	0,2843	-0,26	0,4198	0,1857
99	LUKSK	LÜKS KADİFE	0,1361	0,3312	-0,0683	0,3159	0,1375
100	MAKTK	MAKİNA TAKIM	0,2483	0,2705	0,2831	0,0225	0,0748
101	MRDİN	MARDİN ÇİMENTO	0,0433	0,2938	-0,1677	0,4082	0,1485
102	MRSHL	MARSHALL	0,0797	0,2392	-0,0678	0,3351	0,1556
103	MNDRS	MENDERES TEKSTİL	0,0678	0,3158	-0,1877	0,4112	0,1781
104	MEMSA, MEMS1	MENSA	0,2058	0,2822	0,087	0,2083	0,1486
105	MERKO	MERKO GIDA	0,2219	0,1952	0,2649	0,2481	0,0975
106	MRTGG	MERT GIDA	0,1725	0,2968	0,0889	0,2133	0,1788
107	MTEKS	METEM ENERJİ VE TEKSTİL	0,1637	0,3443	-0,0116	0,2733	0,1219
108	TİRE	MONDİ TİRE KUTSAN	0,1464	0,2329	0,1785	0,2963	0,1697
109	MUTLU	MUTLU AKÜ	0,0765	0,2732	-0,0721	0,4457	0,1888
110	NUHCM	NUH ÇİMENTO	0,143	0,2462	0,0443	0,2877	0,1927
111	OLMKS	OLMUksA	0,0735	0,2796	-0,0457	0,3158	0,1708
112	PTOFS	OMV PETROL OFİSİ	0,1517	0,2941	0,0633	0,3701	0,1418
113	OTKAR	OTOKAR	0,0735	0,2044	0,0341	0,3371	0,1335
114	PARSN	PARSAN	0,1056	0,3423	-0,3202	0,6868	0,2326
115	PENGd	PENGUEN GIDA	0,1244	0,2798	-0,0219	0,2881	0,1590
116	PETKM	PETKİM	0,0624	0,3328	-0,2987	0,4984	0,1725
117	PETUN	PINAR ET VE UN	0,0438	0,3217	-0,2178	0,4454	0,2012
118	PINSU	PINAR SU	-0,0078	0,3242	-0,1284	0,4499	0,1902
119	PNSUT	PINAR SÜT	0,0726	0,3082	-0,1226	0,4583	0,1695
120	PİMAŞ	PİMAŞ	0,1097	0,271	-0,0261	0,2445	0,1600
121	SARKY	SARKUYSAN	0,1002	0,2313	0,0148	0,3354	0,1197
122	SASA	SASA POLYESTER	0,0755	0,2792	-0,0825	0,3766	0,1633

EK A.19. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Değerleri Devamı

123	SELGD	SELÇUK GIDA	0,1150	0,264	-0,0427	0,2813	0,1436
124	SERVE	SERVE KIRTASIYE	0,0324	0,2811	-0,2865	0,4201	0,1214
125	SODA	SODA SANAYİİ	0,1121	0,293	-0,0745	0,4053	0,1814
126	SKTAS	SÖKTAŞ	0,1227	0,2753	0,0019	0,3039	0,1240
127	SONME	SÖNMEZ FILAMENT	0,0878	0,3429	-0,3413	0,3119	0,1672
128	SKPLC	ŞEKER PİLİÇ	0,1228	0,2825	0,1414	0,2423	0,1147
129	TATKS	TAT KONSERVE	0,1597	0,2748	0,0263	0,3292	0,1550
130	TUDDF	T.DEMİR DÖKÜM	0,1683	0,1639	0,1496	0,2132	0,1284
131	TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.	0,1532	0,3136	0,0171	0,4411	0,1602
132	TRKCM	TRAKYA CAM	0,0915	0,3151	-0,2068	0,5933	0,1885
133	TBORG	T.TUBORG	0,1507	0,1576	0,0004	0,3187	0,1420
134	TUKAS	TUKAŞ	0,1561	0,2244	0,1024	0,3336	0,1488
135	TRCAS	TURCAS PETROL	-0,0098	0,3761	-0,4037	0,7445	0,2618
136	TUPRS	TÜPRAŞ	0,1326	0,2982	-0,0662	0,3532	0,1220
137	PRKAB	PRYSMIAN KABLO	0,0215	0,1738	-0,1343	0,2575	0,1106
138	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR	-0,0266	0,2417	0,0209	0,2944	0,1573
139	USAK	UŞAK SERAMİK	0,1534	0,2482	0,0632	0,3268	0,1407
140	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ	0,0894	0,2888	-0,0077	0,3591	0,1665
141	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	0,0751	0,2919	-0,1162	0,3534	0,1694
142	VESTL	VESTEL	0,1663	0,2787	0,0855	0,3049	0,1504
143	VKING	VİKİNG KAĞIT	0,215	0,2824	0,2299	0,2983	0,1025
144	YATAS	YATAŞ	0,154	0,2564	-0,0003	0,259	0,1266
145	YUNSA	YÜNŞA	0,0907	0,219	0,0081	0,2654	0,1147

EK A.20. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Beta Değerleri

ŞİRKET BİLGİLERİ			ŞİRKETLERİN BETALARI				
No.	Kod	Şirket Adı	2006	2007	2008	2009	2010
1	ADANA, ADBGR, ADNAC	ADANA ÇİMENTO	0,9182	0,5273	0,5485	0,4553	0,6669
2	ADEL	ADEL KALEMCİLİK	0,8989	0,7069	0,6812	0,3944	0,5626
3	AFYON	AFYON ÇİMENTO	0,8267	0,5848	0,5787	0,232	1,8547
4	AKALT	AKAL TEKSTİL	0,4681	0,7082	0,6864	0,5853	0,9677
5	AKCNS	AKÇANSA	1,2744	0,6319	0,7479	0,773	0,8688
6	ATEKS	AKIN TEKSTİL	0,4695	0,4758	0,7026	0,4341	0,6051
7	AKSA	AKSA	0,5561	0,6404	0,7203	0,5514	0,912
8	ALCAR	ALARKO CARRIER	0,7071	0,5203	0,6385	0,5062	0,7196
9	ALKIM	ALKİM KİMYA	0,605	0,5085	0,8072	0,5737	0,7056
10	ALKA	ALKİM KAĞIT	0,7211	0,751	0,6598	0,3929	0,9146
11	ALTIN	ALTINYILDIZ	0,7731	0,5737	0,2845	0,4555	0,6054
12	ANACM	ANADOLU CAM	0,5984	0,6015	0,7384	0,6339	0,6547
13	AEFES	ANADOLU EFES	0,7445	0,5458	0,4845	0,6142	0,3462
14	ASUZU	ANADOLU ISUZU	0,9967	0,6645	0,7388	0,5374	0,8548
15	ARCLK	ARÇELİK	0,714	0,8994	0,7146	0,9502	1,1319
16	ARSAN	ARSAN TEKSTİL	0,6138	0,4603	0,5817	0,4026	0,8618
17	AYGAZ	AYGAZ	0,9156	0,7125	0,7396	0,6885	0,876
18	BAGFS	BAGFAŞ	0,8859	0,8062	1,2553	0,705	1,0846
19	BAKAB	BAK AMBALAJ	0,5518	0,4964	0,6037	0,2898	0,8072
20	BANVT	BANVİT	0,715	0,8227	0,8045	0,6174	0,7309
21	BTCIM	BATI ÇİMENTO	0,6117	0,2855	0,681	0,5352	0,6559
22	BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO	0,8347	0,5358	0,5758	0,4554	0,8738
23	BERDN	BERDAN TEKSTİL	0,5262	0,7185	0,6853	0,3114	0,6149
24	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT	0,2549	0,304	0,7915	0,3134	0,8913
25	BISAS	BİSAŞ TEKSTİL	0,622	0,2507	0,7529	0,4439	0,5399
26	BOLUC	BOLU ÇİMENTO	0,7188	0,5192	0,5824	0,4384	0,551
27	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN	0,7634	0,6581	0,7801	0,6953	1,0216
28	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	0,8621	0,6033	0,7971	0,4571	0,728
29	BOSSA	BOSSA	0,6968	0,6252	0,3816	-0,0169	0,7881
30	BRISA	BRISA	0,5966	0,4267	0,5266	0,3436	0,8428
31	BSHEV	BSH EV ALETLERİ	0,7274	0,3237	0,4001	0,4161	0,8294
32	BURCE	BURÇELİK	0,6121	0,6602	0,7385	0,3368	0,3733
33	BURVA	BURÇELİK VANA	0,582	0,945	0,6817	0,5695	0,593
34	BUCIM	BURSA ÇİMENTO	0,3672	0,2542	0,2638	0,2658	0,5457
35	COMDO	COMPONENTA DÖKÜMCÜLÜK	0,5342	0,6062	0,8398	0,4892	0,6188
36	CBSBO	ÇBS BOYA	0,7592	0,3331	0,8747	0,0173	0,6754
37	CELHA	ÇELİK HALAT	1,0297	0,5643	0,6556	0,158	0,7161
38	CEMTS	ÇEMTAŞ	0,674	0,6634	0,6326	0,5308	0,8632
39	CMBTN	ÇİMBETON	0,8986	0,6044	0,8577	0,6264	0,7976

EK A.20. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Beta Değerleri Devamı

41	CİMSA	ÇİMSA	1,0189	0,7209	0,743	0,5525	0,6493
42	DARDL	DARDANEL	0,8652	0,5909	0,7696	0,6614	0,9263
43	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM	0,5749	0,7268	0,7666	0,4199	0,7086
44	DENCM	DENİZLİ CAM	0,48	0,5441	0,5464	0,3942	0,54
45	DENTA	DENTAŞ AMBALAJ	0,6621	0,7764	0,7186	0,5319	0,877
46	DERİM	DERİMOD	0,7195	0,6346	0,7519	0,5032	0,8689
47	DESA	DESA DERİ	0,6785	0,8741	0,7711	0,4758	0,8562
48	DEVA	DEVA HOLDİNG	0,4376	0,6767	0,6911	0,4262	0,7949
49	DİTAS	DİTAŞ DOĞAN	0,7607	0,6164	0,7326	0,2416	0,6394
50	DOBUR	DOĞAN BURDA	0,9389	0,688	0,7351	0,3912	0,7844
51	DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK	1,0616	0,8698	1,068	0,5849	0,8555
52	DOGUB	DOĞUSAN	0,8347	0,5498	0,832	0,4066	1,0579
53	DURDO	DURAN DOĞAN BASIM	0,5812	0,4724	0,679	0,5126	0,691
54	DYOBY	DYO BOYA	0,6852	0,6721	0,7256	0,3834	1,0277
55	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI	1,0156	0,813	0,6972	0,5433	0,8021
56	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ	0,7659	0,5848	0,7225	0,4562	0,9191
57	EGGUB	EGE GÜBRE	0,7416	0,5682	1,1355	0,4516	0,8581
58	EGPRO	EGE PROFİL	0,5033	0,3968	0,511	0,249	0,4333
59	EGSER	EGE SERAMİK	0,7813	0,7687	1,07	0,6934	1,2492
60	EPLAS	EGEPLAST	0,8436	0,9907	0,5681	0,2229	0,8018
61	ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ	0,9773	0,9115	0,6571	0,7508	1,081
62	EMKEL	EMEK ELEKTRİK	0,7569	0,8985	0,6699	0,4346	0,7811
63	EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ	0,5742	0,6936	0,3137	0,3898	0,4935
64	ERBOS	ERBOSAN	0,8303	0,8409	0,7063	0,663	0,8513
65	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	0,6877	0,8702	1,1009	1,0183	0,9056
66	ERSU	ERSU GIDA	0,541	0,5419	0,7215	0,3492	0,6515
67	ESEMS	ESEM SPOR GIYİM	0,5569	0,4893	0,6403	0,301	0,7471
68	FMIZP	F-M İZMİT PİSTON	0,6284	0,5183	0,7559	0,6791	0,9248
69	FENIS	FENİŞ ALÜMİNYUM	0,8075	0,7533	0,8245	0,3453	0,7679
70	FROTO	FORD OTOSAN	0,6948	0,5872	0,7849	0,7014	0,9256
71	FRIGO	FRİGO PAK GIDA	0,6873	0,1992	0,7794	0,6762	0,7691
72	GENTS	GENTAŞ	0,6875	0,5458	0,593	0,598	0,8834
73	GEDİZ	GEDİZ İPLİK	0,5057	0,7919	0,8476	0,5138	0,5627
74	GOLDS	GOLDAŞ KUYUMCULUK	1,0475	0,87	1,025	0,9263	0,8635
75	GOODY	GOOD-YEAR	0,6625	0,5136	0,762	0,4276	0,8213
76	GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO	0,5334	0,2352	0,6606	0,5998	0,892
77	GUBRF	GÜBRE FABRİK.	0,7662	0,8848	1,0703	0,7802	1,0659
78	HZNDR	HAZNE DAR REFRAKTER	0,7726	0,5401	0,8955	0,5157	0,7795
79	IDAS	İDAŞ	0,6895	0,358	0,6633	0,4331	0,9409
80	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	1,0335	0,6652	1,0673	0,7776	0,8996
81	IPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ	1,0035	1,1216	0,9327	0,8241	1,0721
82	İZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	0,6392	0,6991	0,8018	0,604	0,8776

EK A.20. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Beta Değerleri Devamı

83	IZOCM	İZOCAM	0,3911	0,2019	0,7548	0,3109	0,7227
84	KAPLM	KAPLAMİN	0,9102	0,7692	0,9038	0,4132	0,8618
85	KRDMA, KRDMB, KRDMD	KARDEMİR	0,7882	0,8298	0,9239	0,8522	1,1473
86	KARSN	KARSAN OTOMOTİV	0,8474	0,6843	1,0141	0,8006	0,9928
87	KRTEK	KARSU TEKSTİL	0,7352	0,845	0,7793	0,2501	0,6679
88	KARTN	KARTONSAN	0,5034	0,5707	0,5043	0,3805	1,0682
89	KLBM0	KELEBEK MOBİLYA	0,3791	0,7039	0,5412	0,4065	0,9767
90	KENT	KENT GIDA	0,6022	0,5926	0,7244	0,4753	0,461
91	KERVT	KEREVİTAŞ GIDA	0,7311	0,5125	0,7531	0,6492	0,8654
92	KLMSN	KLİMASAN KLİMA	0,9678	0,5698	0,1472	0,5224	0,6688
93	KNFRT	KONFRUT GIDA	1,0244	0,7286	0,9093	0,5633	0,9148
94	KONYA	KONYA ÇİMENTO	0,7687	0,5326	0,551	0,3128	0,7608
95	KORDS	KORDSA GLOBAL	0,9237	0,6635	0,6914	0,5793	0,7
96	KOZAA	KOZA MADENCİLİK	0,9388	0,975	1,0313	0,9409	1,0522
97	KRSTL	KRİSTAL KOLA	1,029	0,724	0,879	0,5991	0,5658
98	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN	0,6538	0,7155	0,9578	0,4198	0,7894
99	LUKSK	LÜKS KADİFE	0,6503	0,6958	0,6444	0,346	0,4718
100	MAKTK	MAKİNA TAKIM	0,4819	0,3916	0,6197	0,2697	0,0732
101	MRDİN	MARDİN ÇİMENTO	0,7593	0,5213	0,5621	0,378	0,4658
102	MRSHL	MARSHALL	0,6556	0,5179	0,4807	0,3602	0,6466
103	MNDRS	MENDERES TEKSTİL	0,7725	0,9945	0,8737	0,5343	0,9075
104	MEMSA, MEMS1	MENSA	0,6286	0,3897	1,0366	0,1383	0,66
105	MERKO	MERKO GIDA	0,9646	0,503	0,7505	0,6073	0,8686
106	MRTGG	MERT GIDA	0,4683	0,7788	1,0362	0,2899	1,0367
107	MTEKS	METEM ENERJİ VE TEKSTİL	1,0081	0,8488	0,7663	0,3679	0,9773
108	TIRE	MONDİ TİRE KUTSAN	0,6259	0,324	0,2335	0,2821	0,953
109	MUTLU	MUTLU AKÜ	0,886	0,6944	0,7779	0,7189	1,0737
110	NUHCM	NUH ÇİMENTO	0,4251	0,2318	0,2968	0,2314	0,8411
111	OLMKS	OLMUKSA	0,6134	0,5	0,3914	0,2832	0,6894
112	PTOFS	OMV PETROL OFİSİ	1,0083	0,5718	0,6416	0,614	0,5694
113	OTKAR	OTOKAR	0,8964	0,7292	0,7641	0,6748	0,4925
114	PARSN	PARSAN	0,8212	0,7819	0,9073	0,7789	1,0585
115	PENGD	PENGUEN GIDA	0,6668	0,7912	0,9018	0,5254	0,6964
116	PETKM	PETKİM	0,7184	0,848	0,8525	0,6441	0,8142
117	PETUN	PINAR ET VE UN	1,0229	0,6573	0,7757	0,4519	0,8057
118	PINSU	PINAR SU	0,9663	0,7566	0,7607	0,4883	0,804
119	PNSUT	PINAR SÜT	0,9106	0,6198	0,6909	0,5107	0,5996
120	PIMAS	PİMAŞ	0,8294	0,7159	0,7406	0,2686	0,9067
121	SARKY	SARKUYSAN	0,8084	0,7572	0,6274	0,5491	0,6512
122	SASA	SASA POLYESTER	0,7287	0,702	0,6418	0,5081	1,086

EK A.20. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Beta Değerleri Devamı

123	SELGD	SELÇUK GIDA	0,696	0,7279	0,6551	0,3605	0,7329
124	SERVE	SERVE KIRTASIYE	0,6939	0,636	0,8045	0,4958	0,7951
125	SODA	SODA SANAYİİ	0,6228	0,568	0,7036	0,53	0,7892
126	SKTAS	SÖKTAŞ	0,7901	0,3314	0,8299	0,4021	0,2778
127	SONME	SÖNMEZ FİLAMANT	0,6315	0,7068	0,7848	0,2227	0,519
128	SKPLC	ŞEKER PİLİÇ	1,1399	0,7718	0,8461	0,6838	0,7878
129	TATKS	TAT KONSERVE	0,6942	0,7653	0,6904	0,6024	0,8259
130	TUDDF	T.DEMİR DÖKÜM	0,5144	0,0704	0,6657	0,4231	0,9097
131	TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.	1,0008	0,9061	0,9675	1,0042	0,9387
132	TRKCM	TRAKYA CAM	0,8603	0,6758	0,8316	0,7564	0,7448
133	TBORG	T.TUBORG	0,6097	0,5301	0,6038	0,477	0,789
134	TUKAS	TUKAŞ	0,7382	0,7485	0,6044	0,5925	0,7387
135	TRCAS	TURCAS PETROL	0,9669	0,8233	0,8691	0,753	1,0964
136	TUPRS	TÜPRAŞ	0,8535	0,7556	0,8867	0,7062	0,8198
137	PRKAB	PRYSMIAN KABLO	0,6744	0,7219	0,6681	0,4094	0,9347
138	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR	1,2951	0,4942	0,7188	0,4433	0,8131
139	USAK	UŞAK SERAMİK	0,8207	0,7678	0,6959	0,6039	1,0538
140	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ	0,9388	0,8646	0,8084	0,6073	0,8092
141	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO	0,8088	0,5166	0,5265	0,3114	0,6173
142	VESTL	VESTEL	0,8491	0,7243	0,8868	0,5999	1,0518
143	VKING	VİKİNG KAĞIT	0,7248	0,8022	0,8035	0,5618	1,0279
144	YATAS	YATAŞ	0,3641	0,8705	0,7986	0,5324	0,6526
145	YUNSA	YÜNSA	0,7396	0,5149	0,6688	0,5065	0,6747