

FİNANSAL PERFORMANSIN ÖLÇÜLMESİNDE ALTERNATİF BİR YAKLAŞIM : HİSSEDAR KATMA DEĞERİ

Arş. Gör. Gizem VERGİLİ¹

Özet

İşletmelerin finansal performansının nasıl ölçülmesi gerektiği ile finansal performansın doğru göstergelerinin neler olması gerektiği finans teorisinde her dönem tartışılmakta ve güncelliğini korumaktadır. Son elli yıllık süreçteki küresel ekonomik görünümdeki köklü değişim ve dönüşümlere bağlı olarak ortaya çıkan gelişmeler "hissedar değeri"nin önem kazanmasına sebep olmuştur. Firmanın finansal performansını ölçen bir çok yöntem olmakla birlikte söz konusu yöntemlerden hiçbirisi "hissedar değeri" kadar kapsamlı değildir. Firmanın felsefesinin merkezine hissedar değerini koyan "değere dayalı yönetim" anlayışının finansal performansın ölçülmesinde kullandığı ölçütlerden birisi de hissedar katma değeri (SVA)'dır.

SVA, hem hissedarların yatırım sonucunda elde edebilecekleri tahmini getiriyi göstermekte hem de firmaların kritik stratejik kararlarında yönlendirici olabilmektedir. Böylece firmanın kaynaklarını daha iyi tahsis edilmesini sağlamaktadır. Bunun yanında yönetici ücretlerinin belirlenmesinde de kullanılabilen SVA, şirketin değer yaratan ve/veya yaratmayan unsurlarını da belirlemektedir. Hissedar katma değeri yaklaşımı firmanın bütününde uygulanabildiği gibi alt bölümler bazında da uygulanabilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Performans, Hissedar Katma Değeri, Değere Dayalı Yönetim.

AN ALTERNATIVE APPROACH TO MEASURING FINANCIAL PERFORMANCE: SHAREHOLDER ADDED VALUE

Abstract

In finance theory, how financial performance of businesses should be measured and what the right indicators of financial performance should be, are discussed, and maintained every term. Over the last fifty years developments resulting from fundamental changes and transformations in the global economic outlook have made "shareholder value" more important. Even there are many methods measuring financial performance of the firm, none of these methods are as comprehensive as "shareholder value". "Value based management" approach, which puts the shareholder value at the center of the firm's philosophy, one of the methods used to measure the financial performance is the shareholder value added (SVA).

SVA, not only shows the estimated revenue as a result of investment, but it also guides companies in their critical strategic decisions. This ensures that the resources of the firm are better allocated. SVA, which can also be used to determine managerial fees, identifies the elements that create and/or not value for the company. The shareholder value added approach can be applied on the basis of subsections as well as on the whole of the company.

Keywords: Financial Performance, Shareholder Value Added, Value Based Management

¹ Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, gvergili@gmail.com , gvergili@aku.edu.tr

1. GİRİŞ

Küreselleşme ile birlikte sermaye piyasalarının ekonomik sistem içerisindeki etkinliğinin ve öneminin artmasına bağlı olarak yatırımcıların da etkinliklerinin artması firmaları, hissedar değeri maksimizasyonunu benimsemeye ve hissedar değerinin arttırılmasını sağlayacak alternatif yollar aramaya yöneltmiştir. Söz konusu gelişmelere paralel olarak firmanın felsefesinin merkezine değer yaratmayı koyan; firmanın stratejilerini, yapısını ve yöntemlerini buna göre belirleyen değere dayalı yönetim anlayışının uygulanması önem kazanmıştır.

Firmanın finansal performansı; hissedarlar, firma yöneticileri, kredi verenler ve potansiyel yatırımcılar gibi içsel ve dışsal paydaşlar açısından önemli olup, finansal performansın en önemli dışsal ölçütünü de firmanın piyasa değeri oluşturmaktadır. Finansal performansın ölçülmesinde dışsal ölçütler kadar içsel ölçütlere de ihtiyaç duyulmaktadır. Ekonomideki ve sermaye piyasalarındaki hızlı gelişim ve değişimin bir sonucu olarak geleneksel finansal performans ölçütleri, firmaların finansal performansını ölçmede çoğu zaman yetersiz kalabilmektedir. Buna bağlı olarak da değere dayalı yönetim anlayışını benimseyen firmalar, finansal performanslarını etkin bir biçimde ölçmek için değere dayalı performans ölçütlerini kullanmaktadır. Bu ölçütlerden birisi de Dr. Alfred Rappaport ve LEK/Alcar Danışmanlık tarafından geliştirilmiş olan "Hissedar Katma Değeri" (Shareholder Value Added - SVA) dir. Hissedar Katma Değeri; indirgenmiş nakit akımı modelinden doğmuş olup, hem hissedarların yatırım sonucunda elde edebilecekleri tahmini getiriye göstermekte hem de firmaların kritik stratejik aralarında yönlendirici olabilmektedir.

Çalışmada; değere dayalı finansal performans ölçütleri, hissedar katma değeri, hissedar katma değerinin avantaj ve dezavantajlarına değinilmekte olup hipotetik bir örnek yardımıyla da hissedar katma değeri hesaplanmaktadır. Çalışma incelenen konuların genel bir değerlendirmesini içeren sonuç bölümü ile tamamlanmıştır.

2. DEĞERE DAYALI FİNANSAL PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ

Genel anlamıyla performans; amaçlı ve planlı olarak yapılan bir etkinliğin sonucunda oluşan çıktıyı nicel ya da nitel olarak belirleyen bir kavramdır (Akal, 2005, s. 1). İşletme açısından performans, kaynakların etkin ve verimli bir şekilde kullanılarak firma amaçlarının gerçekleştirilebilme yeteneğini ifade etmektedir (Daft, 1997, s. 14). Performans ölçüm sürecinin temel adımları; stratejik amaçların ve hedeflerin oluşturulmasıyla başlamakta, performans ölçütlerinin belirlenmesi, somut hedeflerin tespit edilmesi, ölçüm bilgilerinin elde edilmesi, elde edilen bu bilgilerin raporlanması ve iyileştirmeye yönelik önlemlerin alınmasıyla tamamlanmaktadır (Zerenler, 2005, s. 36).

Finansal performans ise; finansal amaçlar için gerçekleştirilen tüm çabaların değerlendirilmesidir. Finansal performansın ölçülmesi; firmanın faaliyetlerini kesintisiz devam ettirebilmesi ve ekonomide değer yaratması açısından önemli olmasının yanında yöneticiler, hissedarlar ve potansiyel yatırımcılar açısından da büyük önem taşımaktadır. Hissedarlar ve diğer tüm paydaşlar firmanın finansal performansını ölçebilecek, birtakım ölçütlere ihtiyaç duymaktadır.

Geleneksel olarak finansal performansın ölçülmesinde; bilanço büyüklüğü, satışlar, kârlılık oranı, aktif kârlılığı, nakit dönüşü, net kâr, hisse başına kâr, toplam varlıklar, borçlar ve borç oranı, kârın toplam varlıklara oranı, kârın öz kaynaklara oranı gibi ölçütler kullanılmaktadır. Firmaların mali tabloları ya da yönetim muhasebesi sistemi araçlarını kullanarak elde ettiğimiz söz konusu performans ölçüm kriterleri, bizlere firmanın geçmişteki

performansını göstermektedir. Sadece bu finansal verilerden yola çıkarak analiz yapmak firmanın gelecekteki pozisyonu hakkında paydaşlara fazlaca fikir vermeyecektir. İdeal bir performans ölçütü firmanın geçmiş performansının yanı sıra gelecek performansı hakkındaki görüş ve tahminleri de dikkate almasını gerektirmektedir (Gökbulut, 2009, s. 54).

Firma amacının hissedar değerini maksimum kılmak olarak benimsenmesi sonucunda finansal performansın ölçülmesinde değer kavramı ön plana çıkmıştır (Copeland, vd., 1996, s. 22). Bu süreçte geleneksel ölçütlere eleştiriler hız kazanmış, işletmeler sağlıklı bir biçimde gelişmek ve firma değerini maksimum kılabilmek amacıyla performans ölçüm yöntemlerinde de değer yaratma amacını aramaya başlamıştır. Bu gelişmelerle birlikte finansal aktiviteleri firma stratejileriyle uyumlu hale getiren ve stratejilerin başarılı bir şekilde uygulanıp uygulanmadığını ölçen değere dayalı finansal performans ölçütleri finans literatüründeki yerini almaya başlamıştır.

Firmanın finansal performansını ölçen bir çok yöntem olmakla birlikte söz konusu yöntemlerden hiçbirisi değer kadar kapsamlı değildir. Firmanın felsefesinin merkezine hissedar değerini koyan ve hissedar değeri maksimizasyonu amacına göre firmanın stratejilerini, yapısını ve yöntemlerini belirleyen, performansın izlenmesinde hangi ölçütlerin kullanılacağını ve yöneticilerin ne şekilde ödüllendirileceğini belirten değere dayalı yönetim (value based management) anlayışı 1990'lı yıllarda Anglo- Sakson ülkelerde Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added-EVA) çerçevesinde uygulanmaya başlanmıştır (Ercan vd, 2003, s. 20.-21). 2000'li yılların ortasına gelindiğinde ise, değere dayalı yönetim anlayışı önemli gelişim göstererek tek boyutlu finansal ölçüm aracı olmaktan öteye geçerek gerçek bir performans değerlendirme sistemi haline gelmiştir.

Geleneksel ölçütler özellikle amaçlarla kullanıldığında doğru sonuçlar verirken, tüm firmanın ve/veya birimlerin performansını ölçmede yetersiz kalabilmektedir. Finansal performansının doğru bir şekilde ölçülmesi, kullanılan ölçütlerin firmanın yarattığı nakit akımları ile bu nakit akımlarının büyüme potansiyelini ve riskliliğini yansıtmasına bağlı olmaktadır. Değere dayalı performans ölçütlerinin yapmaya çalıştığı; geleneksel performans ölçütlerini firmanın gerçek finansal performansını gösterebilmeleri için düzenlemek ve onlara gerekli yeni bilgileri ilave etmektir. Bu bağlamda sermaye maliyeti anahtar bir rol oynamakta olup, gerek firma değerlendirme için "serbest nakit akışı" gerekse de yatırım projelerini değerlendirmek için "net nakit akışı" şeklinde olsun, nakit akımını değer yaratmanın önemli bir unsuru olarak görmektedir. Değere dayalı finansal performans ölçütlerinin kullanılmadığı, sadece kâra odaklanılan durumlarda; kâr açıklayan bazı firmaların hissedar değeri yaratmadıkları görülmektedir (Gandhok, 2003, s. 25). SVA ile ilgilenen yatırımcılar genellikle nakit katma değeri (Cash Value Added - CVA) ile de ilgilenmektedir. Faaliyetleri sonucu büyük tutarlarda nakit yaratan firmalar daha yüksek tutarlarda temettü ödeyebildiğinden yüksek CVA rakamları yatırımcılara cazip gelmektedir.

Ekonomik Katma Değer, Pazar Katma Değeri, Nakit Katma Değer, Hissedar Katma Değeri ve Yatırımlardan Sağlanan Nakit Akımı Karlılığı gibi değere dayalı finansal performans ölçütleri Anglo Sakson ülkelerde geniş kabul görmekte ve uygulanmaktadır. Türkiye'de ise söz konusu ölçütlerden EVA kullanılmakta olup, kullanan firma sayısı da oldukça sınırlıdır. Aşağıdaki tabloda değere dayalı performans ölçütlerinden bazıları karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır.

Tablo 1. Değere Dayalı Performans Ölçütlerinin Karşılaştırılması

FİNANSAL PERFORMANS ÖLÇÜT TÜRÜ	SONUÇLARIN İFADE BİÇİMİ (Tutar - %)	SERMAYE MALİYETİ	AMORTİSMAN	HESAPLAMA KOLAYLIĞI (Orta- Kolay-Zor)
CVA	Tutar	İçeriyor	İçermiyor	Orta/Zor
EVA	Tutar	İçeriyor	İçeriyor	Orta
SVA	Tutar	İçeriyor	İçermiyor	Orta
MVA	Tutar	*	*	Zor

* Sermaye mâliyen pazar tabanlı ölçüm yöntemlerine açık bir biçimde dahil edilmemektedir.

EVA'nın alternatifi olarak geliştirilen, Gerçek Aktif Değeri Arttırıcı (Real Asset Value Enhancer-RAVE) ve Saflaştırılmış Ekonomik Katma Değer (Refined Economic Value Added-REVA) gibi farklı değere dayalı finansal performans ölçütleri bulunmakla birlikte bu ölçütler gelişmiş ülkelerde bile yaygın olarak kullanılmamaktadır.

3. HİSSEDAR KATMA DEĞERİ

Hissedar katma değeri kavramı Dr. Alfred Rappaport ve LEK / Alcar Consulting Group tarafından geliştirilmiş olup, iskonto edilmiş nakit akımı modelinden doğmuştur. SVA, firmanın stratejik kararlarının alınmasında yönlendirici olmakla birlikte EVA ve CFROI kadar yaygın kullanılmamaktadır (Makelainen, 1998, s. 44). ABD'de değere dayalı yönetim uygulamalarını benimseyen 192 şirket üzerinde yapılan bir araştırmada hissedar katma değerini kullanan firma sayısının sadece 13 olduğu tespit edilmiştir. (Grand ve Abate, 2001, s. 7)

SVA, hem hissedarların yatırım sonucunda elde edebilecekleri tahmini getiriye göstermekte hem de firmaların kritik stratejik kararlarında yönlendirici olabilmektedir. Böylece firmanın kaynaklarının daha iyi tahsis edilmesini sağlamaktadır. Bunun yanında yönetici ücretlerinin belirlenmesinde de kullanılabilen SVA, şirketin değer yaratan ve/veya yaratmayan unsurlarını da belirlemektedir. Hissedar katma değeri yaklaşımı firmanın bütününde uygulanabildiği gibi alt bölümler bazında da uygulanabilmektedir (Bayrakdaroğlu, 2009, s. 119)

Rappaport'un 1998 yılında yayınladığı Hissedar Değeri Yaratma (Creating Shareholder Value) adlı kitapta SVA'nın amacının gelecekle ilgili nakit akımı tahminlerinin indirgenmesi ve sürekli olarak firma değerinin hesaplanması olduğunu belirtmiştir. Firmanın cari performansı ölçülürken, nakit akımı tahminleri ile o dönemin gerçekleşen nakit akımları baz alınmaktadır (Rappaport, 1998, s. 183). SVA, yeni bir yatırımdan önceki artış gösteren nakit akımının bugünkü değeri ile yatırılan sermayenin (duran varlıklar + net işletme sermayesi) bugünkü değeri arasındaki fark olarak da tanımlanmaktadır (Ameels vd, 2002, s. 21).

Literatürde SVA'nın farklı tanımları ve uygulamaları olduğu görülmekte olup, hesaplanış biçimleri de farklılık göstermektedir. Bazı kaynaklarda SVA'nın hesaplanması

EVA ile benzerlik göstermektedir (Tasmama Department of Treasury and Finance.,1999, s. 12)² . Buna göre SVA aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$SVA = NOPAT - (\text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti} \times \text{Yatırılan Sermaye})$$

SVA hesaplamadaki ilk adım NOPAT'ı hesaplamaktır. NOPAT; vergi sonrası net faaliyet karından vergi yükünün düşülmesiyle ulaşılan tutardır. Borçlanmanın vergi kalkını nedeniyle yarattığı olumlu etki WACC hesaplanırken göz önüne alındığı için, NOPAT vergileri nakit esasına göre düzelttikten sonra firmanın vergi sonrası faaliyet karını ifade etmektedir. Dolayısıyla ile bu kavram tamamen işletmenin faaliyetlerinden elde ettiği kara odaklanmaktadır. Ülkemizde uygulanmakta olan vergi uygulamaları faizi, faaliyet dışı gelirleri ve giderleri de hesaplamalara dahil etmektedir. NOPAT, raporlanan vergi sonrası kara benzemekle birlikte vergiden sonra ancak finansman giderlerinin düşülmesinden önce şirket faaliyetlerinden hesaplanan kar rakamı olmaktadır.

İkinci adımı yatırılan sermayenin belirlenmesi oluşturmaktadır. Yatırılan sermaye; firmanın duran varlıkları ve net işletme sermayesinin toplamından oluşmaktadır.

Üçüncü adımı ise ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanması oluşturmaktadır. Firmalar kaynak ihtiyacını özsermaye ve yabancı kaynaklardan sağlamaktadır. Firmalar, özsermayenin ve yabancı kaynakların toplam içerisindeki ağırlıklarını dikkate alarak sermaye maliyetlerini hesaplamaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken, yalnızca uzun vadeli yabancı kaynakların ve özkaynakların toplam içerisindeki ağırlıkları bunların piyasa değerlerine göre bulunmakta ve vergi etkisi de dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Sermayenin maliyetinin hesaplanmasında kısa vadeli yabancı kaynak maliyetleri dikkate alınmamaktadır. Uzun vadeli borçların ve özsermayenin piyasa değerleri toplamına %100 denildiğinde, bunun içerisinde uzun vadeli borçların ağırlığı (W_d), Özsermayenin ağırlığı (W_e) olmaktadır. Uzun vadeli borçların vergi öncesi faiz oranı (k_d) ve hissedarların beklediği getiri oranı, başka bir ifadeyle özsermayenin maliyeti (k_e) ile gösterildiğinde, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_wacc) aşağıdaki gibi ifade edilmektedir. Burada, "t", firmanın yükümlü olduğu kurumlar vergisi oranını göstermektedir.

$$k_wacc = W_d \times k_d \times (1-t) + W_e \times k_e$$

Bütün bu işlemler yapıldıktan sonra SVA hesaplanabilmektedir. Aşağıda bir firmanın SVA hesaplanmasına ilişkin örnek sunulmuştur:

XYZ firmasının;

NOPAT : 2.640.000

Net İşletme Sermayesi: 3.600.000

Duran Varlıklar : 12.400.000

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti: %10

Bu veriler kullanılarak firmanın yatırılan sermayesi $(3.600.000 + 12.400.000) = 16.000.000$ TL olmaktadır.

² <https://wealthyeducation.com/shareholder-value-added>

SVA = NOPAT - (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti x Yatırılan Sermaye)

$$SVA = 2.640.000 - (\%10 \times 16.000.000)$$

SVA = 1.040.000 olarak hesaplanmıştır.

SVA aşağıdaki şekilde de hesaplanabilmektedir:

$$SVA = (\text{Tahmin Dönemindeki Faaliyetlerden Elde Edilen Nakit Akımının Bugünkü Değeri} + \text{Pazarlanabilir Menkul Kıymetler}) - \text{Borçlar}$$

Pablo Fernandez ise SVA'yı ilgili yıl ile bir önceki yıl arasında hissedarların servetindeki değişim olarak tanımlamıştır. Fernandez'e göre SVA aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\begin{aligned} SVA = & \text{özsermayenin piyasa değerindeki artış} \\ & + \text{yıl içinde ödenen temettüler} \\ & - \text{sermaye artırımları için yapılan ödemeler} \\ & + \text{hissedarlara diğer ödemeler (nominal değerden} \\ & \text{indirimler, hisse geri alımları vs.)} \\ & - \text{dönüştürülebilir tahvillerin dönüşümü} \end{aligned}$$

SVA; yaratılan hissedar değerini göstermemektedir. Bir dönem içinde değer yaratılması için, hissedar getirisinin beklenen getiriye aşması gerekmektedir. Fernandez'in SVA hesaplamasında kullandığı, hissedar değerini gösteren ve SVA'yla yakın ilişkili olarak geliştirilen diğer ölçütler ise aşağıda sunulmuştur (Koyuncu, 2010, s. 53-54)

Hissedar getirisi SVA'nın yıl başlangıcındaki özsermayenin piyasa değerine bölünmesi ile elde edilmektedir. Özsermayenin piyasa değeri, borsaya kote olan bir şirketin piyasa değeridir, yani hisse sayısının hisse senedi fiyatı ile çarpımına eşittir. Özsermayenin piyasa değerindeki artış ise ilgili yıl ile bir önceki yıl arasında özsermayenin piyasa değerindeki artışı ifade etmektedir.

$$\text{Hissedar Getirisi} = SVA / \text{Özsermayenin Piyasa Değeri}$$

Özsermayenin piyasa değeri, borsaya kote olan bir şirketin piyasa değeridir, yani hisse senedi sayısının hisse senedi fiyatı ile çarpımına eşittir. Özsermayenin piyasa değerindeki artış ise ilgili yıl ile bir önceki yıl arasında özsermayenin piyasa değerindeki artışı ifade etmektedir

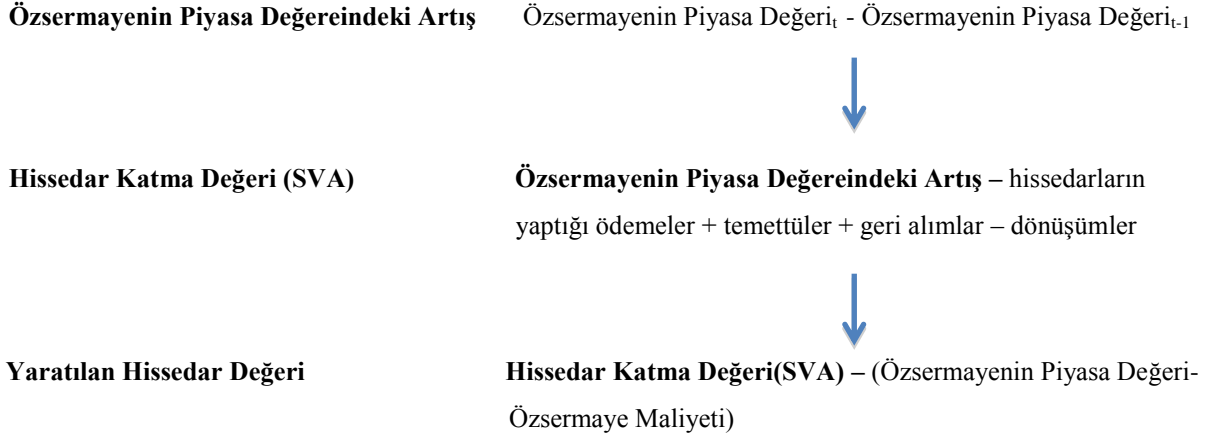
Özsermayenin Beklenen Getirisi ise, hissedarların beklediği getiriye yani özsermayenin maliyetini ifade etmektedir. Bu genellikle risksiz faiz oranına (uzun vadeli hazine bonolarının faiz oranı) ve şirketin risk derecesine bağlı olmaktadır.

$$\text{Özsermayenin Beklenen Getirisi} = \text{Uzun Vadeli Hazine Bonosu Faizi} + \text{Şirketin Risk Primi}$$

Bir firma, hissedar getirisi sermaye-hisse maliyetini yani hissedar beklentilerini aştığı zaman hissedar değeri yaratabilmektedir. Bu da yaratılan hissedar değeri olarak tanımlanmıştır.

Yaratılan Hissedar Değeri = Özsermayenin Piyasa Değeri x (Hissedar Getirisi - Özsermaye Maliyeti)

Yaratılan Hissedar Değeri = SVA - (Özsermayenin Piyasa Değeri x Özsermaye Maliyeti)



Şekil 1. SVA ve Yaratılan Hissedar Değeri (Fernandez, 2002, s. 7).

Hissedar getirisi aşağıdaki unsurlarla karşılaştırılarak hisse senedinin ya da firmanın performansı hakkında bilgi verebilmektedir. Buna göre;

- **Pozitif/Negatif:** Pozitifse nominal anlamda hissedarların daha fazla parası var demektir.
- **Hazine bonolarının getirisi ile:** Eğer hissedar getirisi hazine bonolarının getirisini aşarsa, daha fazla risk almakla hissedar daha yüksek getiri elde etmektedir.
- **Sermayenin beklenen getirisi ile:** Hissedar getirisi özsermaye maliyetini aşarsa, aldığı riskin ve beklediği getirinin karşılanmış hatta aşılmış olduğunu gösterir.
- **Aynı endüstrideki şirketlerin hissedar getirileri ile:** Benzer risk ve yatırım koşullarındaki hissedar getirisi ile karşılaştırılabilir.
- **Borsa endeksinin getirisi ile:** Endeks ile karşılaştırma, piyasa geneli ile hissedarın getirisinin karşılaştırılmasına imkan sağlar.

4. SONUÇ

Firmaların faaliyetlerini sürdürebilmeleri için değer yaratmaları büyük önem taşımaktadır. Faaliyet sonucunda yaratılan hissedar değerinin ölçülmesinde ve yönetim etkinliğinin sağlanmasında kullanılan finansal bir araç olan SVA, bir yandan finansal performansı ölçerken bir yandan da değere dayalı yönetim anlayışının en önemli araçlarından birisi olmaktadır. Bu özelliği ile SVA, yöneticilerin ve çalışanların primlerinin yarattıkları katma değere bağlı olarak belirlenmesine olanak sağlamaktadır. SVA, Anglo-Sakson ülkelerde bile sınırlı firma tarafından kullanılmakta olup, ülkemizde henüz uygulanmamaktadır. Hissedar değeri odaklı bir anlayışın geçerli olduğu günümüzde firmaların yaratmış oldukları hissedar değerinin tam ve doğru olarak ölçülmesi için hissedar

katma değeri teorisyenler tarafından daha yoğun olarak araştırılmalı, uygulamacılar tarafından da uygulanabilmesi için zemin oluşturulmalıdır.

KAYNAKÇA

- Akal, Z. (2005). *İşletmelerde Performans Ölçüm ve Denetimi, Çok Yönlü Performans Göstergeleri*. Ankara: MPM Yayınları.
- Ameels, A. Bruggeman, W. Scheipers, G.(2002). *Value-Based Management Control Processes to Create Value Through Integration a Literature Review*. Vlerick Leuven Gent Management School. Ghent University. Erişim adresi: http://www.valuebasedmanagement.net/articles_ameels_valuebased_full.pdf 04.04.2017.
- Bayrakdaroğlu, A. (2009). *Hissedar Değeri ile Geleneksel ve Çağdaş Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişki: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama* (Doktora Tezi). Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.
- Copeland, T., Coller, T., Murrin, J., (1996). *Valuation: Measuring and Managing the Value of the Companies*, Second Edition, John Wiley and Sons Inc.
- Daft, R. L. (1997). *Management*. Florida: The Dryden Press.
- Ercan, M. K., Öztürk, M.B., Demirgüneş, K., (2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Fernandez, P., (2002). *A Definition of Shareholder Value Creation*.(Research Paper No. 448, January). IESE University of Navarra Business School.
- Gandhok, T., (2003). *Value Based Management The New Mantra In Corporate Governance*. Businessline, 27 February.
- Gökbulut, R., İ. (2009). *Hissedar Değeri İle Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişki ve İMKB Üzerine Bir Araştırma* (Doktora Tezi). İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Koyuncu, B. (2010). *Değere Dayalı ve Geleneksel Finansal Performans Ölçütlerinin Karşılaştırmalı Analizi: İMKB’de Bir Uygulama* (Doktora Tezi). Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Makelainen, E., (1998). *Economic Value Added as a Management Tool*,Helsinki School of Economics and Business Administration. Erişim adresi: <http://www.evanomics.com/evastudy.shtml> 13.03.2017.
- Rappaport, A., (1998). *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, New York USA: The Free Pres.
- Tasmama Department of Treasury and Finance(1999).. *Shareholder Value Added A Discussion Paper For Government, Business, Enterprises And State-Owned Companies*. Erişim adresi:<https://wealthyeducation.com/shareholder-value-added> 02.03.2017.
- Zerenler, M., (2005). *Performans Ölçüm Sistemleri Tasarım ve Üretim Sistemlerinin Performansının Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma*, Abant İzzet Baysal Üniversitesi Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi (1), 1-36. Erişim adresi: <http://dergipark.ulakbim.gov.tr/esad/article/view/1068000032/1068000166> 10.04.2017.