

PERFORMANS ÖLÇÜMÜNDE EVA VE MVA: İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDAKİ ŞİRKETLERDE AMPİRİK BİR UYGULAMA

Famil ŞAMİLOĞLU

*(Yrd.Doç.Dr., Niğde Üniversitesi, İşletme Bölümü, AKSARAY)
fsamiloglu@mynet.com*

Özet:

Bu çalışmada, İMKB'de hisse senetleri işlem gören toplam 297 şirketten 184'ünün 1995-2002 yılları arasındaki Ekonomik Katma Değerleri (EVA) ile Piyasa Katma Değerleri (MVA) arasındaki ilişki ampirik olarak test edilmiştir. Bu araştırmanın temel sorusu EVA ve MVA değerleri arasındaki anlamlı bir ilişkinin olup olmadığını saptamaktır. Araştırma sonucunda elde edilen düzeltilmiş R^2 değerlerine göre 1995-2000 yıllarındaki MVA değerlerinin varyansının %10,2 ile %39,7'sinin EVA değerlerinin varyansı tarafından açıklandığı saptanırken, 2001 ve 2002 yıllarında önemli bir ilişki saptanamamıştır.

Abstract:

Eva And Mva in Measuring Performance: An Empirical Application on the Companies of Which Stocks are Exchanged at the Istanbul Stock Market

In this study, the relationship between EVA and MVA values of 184 companies out of 297 companies which are being transacted at the Istanbul Stock Exchange between 1995 and 2000 is empirically tested. The basic question of this paper is whether there is a meaningful relationship between EVA and MVA values or not. Drawing upon the adjusted R^2 values of this study, 5 10,2 to % 39,7 variance of MVA value is explained by the variance of EVA values for the period of 1995-2000, whereas a significant relationship isn't identified for 2001 and 2002.

Anahtar Sözcükler: Değer, ekonomik katma değer, piyasa katma değeri, ölçüm, performans.

Keywords: Value, economic value added, market value added, measurement, performance.

GİRİŞ

Son yıllarda stratejik yönetim sistemlerinin önemindeki artış dikkat çekmekte ve mevcut yönetim muhasebe sistemlerinin yetersizlikleri ve yeni yaklaşımlara uyum göstermedeki zorlukları artmaktadır (Bromwich, 1998:1-5; Norreklit, 2000: 1-7).

Meydana gelen köklü değişimler, işletmelerin gerçek performanslarının ölçülebilmesi için yöneticileri ve ilgili çalışanları yeni ölçüm disiplini tekniklerini öğrenmeye, yönetmeye ve işletme performansını objektif şekilde ölçmeye zorlamaktadır (Frost, 1999: 34).

Değer için yapılan araştırmalar, yöneticilerin varlık getirisi, özkaynak getirisi, satış getirisi gibi geleneksel muhasebe ölçümlerinin sınırlılıklarının farkına varma oranlarının arttığını göstermektedir. Diğer amaçlarla kullanılmalarına rağmen, geleneksel performans ölçümleri değer yaratmada şirketlerin kullandığı tüm kaynakların maliyetini dikkate almamaktadır. Oysa gerçek kâr, yabancı kaynakların yanı sıra öz kaynakların da maliyetini dikkate almalıdır (Tully, 1999: 210).

Şirketlerin gerçek kârını ve performansını ölçebilecek ölçüm göstergelerine olan gereksinimin artırılması üzerine EVA ve MVA gibi performans ölçüm göstergeleri geliştirilmiştir. EVA şirketlerin emirlerine tahsis edilen yabancı ve özkaynakların maliyetini dikkate alarak Ar-Ge ve eğitim harcamaları gibi şirketlerin gelecekte yaratacağı değere katkı sağlayacak harcamaları bir gider değil yaratılan değer olarak dikkate almaktadır. EVA bir şirketin kaynaklarının iç etkinliğini ölçerken MVA ise şirketin dış başarısına odaklanmaktadır.

Geleneksel muhasebeye dayanan performans ölçümlerinin şirketlerin gerçek kârını ve başarısını ölçmede yetersiz kalması nedeniyle bu çalışmada İMKB’de hisse senetleri işlem gören ve tamamı 184 olan İmalât Sanayi Şirketleri’nin 1998-2002 yılları arasındaki EVA değerleri ile MVA değerleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Özellikle Türkiye’de EVA ile MVA konusunda hemen hemen hiçbir teorik ve ampirik bir araştırma olmaması bizi bu çalışmaya motive etmiştir.

I. EKONOMİK KATMA DEĞER (EVA)

Dodd ve Chen (1996) EVA’yı, bir şirketin vergi sonrası düzeltilmiş net faaliyet kârı ile onun toplam sermaye maliyeti arasındaki fark olarak tanımlamaktadır.

EVA 1990 yılından bu yana Eastman Chemical, Coco-Cola ve Eli Lilly gibi önde gelen büyük şirketler tarafından kabul görmektedir. (Sullivan, Needy, 2000; Farslo, Degel, Degner, 2000; Puntam, 1997; Chen, Dood, 2001)

$$\text{EVA} = \text{Vergi Sonrası Düzeltilmiş Net Faaliyet Kârı} - (\text{Tahsis Edilen Sermaye} * \text{Sermaye Maliyeti}). \quad (1)$$

veya;

$$\text{EVA} = \text{Artık Gelir} + \text{Hesap Düzeltmeleri}. \quad (2)$$

EVA'nın temel amacı şirketlerin carî piyasa değeriyle yüksek derecede ilişkisi olan ve iskontolu nakit akımı (DCF) değerini ölçmektedir. Geleneksel muhasebeye dayanan performans ölçümleri DCF'yi hesaplamada öz varlıkların maliyetini dikkate almadıkları için kullanılmazlar. EVA ise hem borçların maliyetini hem de öz varlıkların maliyetini dikkate alarak bir şirketin iskontolu nakit akımı değerini hesaplamak için kullanılır. (O'Byrne ve Stephen, 2003:1)

Geleneksel muhasebeye dayanan performans ölçümlerinin aksine, EVA şirketlerin emirlerine tahsis edilen sermayenin yarattığı ya da kaybettiği değeri ölçmektedir. Ayrıca EVA ve MVA şirketlerin stratejisinin geliştirilmesinde ve yönetici ücretlerinin planlamasında kullanılabilir. (Lehn ve Makhija; 1996:34)

Lacey (1997) EVA ölçüm göstergesinin temel yararlarının çerçevesini şöyle sıralamaktadır:

- Tüm finansal kararlarda tek bir performans ölçümü sağlamaktadır.
- Ekonomik kârın kontrol edilebilirliğine odaklanır.
- Özkaynakların ve borçların her ikisinin de sermaye maliyetini dikkate almaktadır.
- Yöneticilerin amaçlarını şirketin sahip ya da sahiplerinin amaçlarıyla bütünleştirir.
- Teşvik edici ücret için güçlü bir temel sağlar.
- Değer yaratma gerçeği yoluyla teşebbüsün misyonuna önem verir.

EVA yöneticilerin dikkatini sermaye maliyetine yöneltmek şirketlerinin maliyetlerini azaltma ya da eldeki kaynakları daha etkin kullanmak yoluyla kârlılıklarını artırmalarına katkı sağlayabilmektedir. Bu düşünce eski olmakla birlikte geleneksel performans ölçümleri bu durumu açıkça göstermekten uzaktır. Brabazon ve Sweeney'e göre EVA geleneksel muhasebe kârlarından ve

sermayesinden ziyade gerçek ekonomik kâra ve sermayeye odaklanmaktadır (Sweeney, 1999: 14-15).

EVA, temeli geleneksel muhasebeye dayanan ve tüm sermaye maliyetini dikkate alan ancak hesap düzeltmeleri bulunmayan artık gelirin bir başka şeklidir (O Hanlon ve Ken, 1998: 421-441).

EVA ile ilgili ampirik araştırmalar sınırlı olmakla birlikte karmaşıktır.

Dood ve Chen tarafından yapılan araştırmalarda varlık getirisi, özkaynak getirisi, hisse başına getiri ve nakit akımlarında büyüme gibi performans ölçümleriyle karşılaştırıldığında, EVA hissedarlar için değer yaratılmasında daha yüksek ilişkiye sahip bulunmuştur. Bununla birlikte Dood ve Chen EVA'nın savunucularının iddia ettiği gibi mükemmel bir performans ölçümü olmadığı sonucunu saptamışlardır. Onlar EVA'nın temelini de geleneksel muhasebeye dayanması nedeniyle sübjektifliğinin yüksek olduğunu iddia etmektedirler (Dood ve Chen, 1996: 26-28).

G. Bennett Stewart'a göre ise, EVA'nın çok sayıda avantajının yanı sıra, bir şirketin gerçek piyasa değeri ile doğrudan bağlantılı tek performans ölçümüdür.

Ehrbar'a göre de, EVA değer yaratılmasının gerçek anahtarıdır. Yani, EVA, değer yaratılmasında özkaynakları da kapsayan tüm maliyetleri dikkate aldığından diğer performans ölçümlerinden daha üstün bir ölçümdür (Mouritsen, 1998: 461-468).

Stern Stewart, EVA hesaplamalarında Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri tarafından ortaya çıkan potansiyel çarpıklıkları elimine (yok) etmek için geleneksel net faaliyet gelirlerine göre spesifik düzeltmelerin yapılmasını önermektedir.

EVA hesaplanmasında artık gelirden farklı olarak bazı düzeltmelerin yapılması geleneksel muhasebeden kaynaklanan bazı çarpıklıkların azalmasına önemli katkı sağlayarak EVA'yı nispeten gerçek ekonomik kâr ölçümü olmaya yaklaştırmaktadır.

Mouritsen'e göre ise EVA, yöneticilerin dikkatini, yaratılan sonuçlara doğrudan çeken bir finansal yönetim sistemidir (Mouritsen, 1998: 461-468).

Ehrbar'a (1999) göre, MVA ile arasındaki doğrudan ilişki EVA'yı sermaye bütçelemesi ve stratejik planlamada ideal bir araç yapmaktadır. EVA

stratejiyi belirleyebilir, fakat o alternatiflerin değerlendirilmesi için en iyi analitik çerçevedir.

Gelecekteki EVA'nın şimdiki değeri bir projenin ya da şirketin MVA'sına katkı sağlamakla aynı şey olduğundan yöneticiler bir projenin ya da şirketin ya da ürün zincirinin, bir müşteri ilişkisinin ya da firma değerine doğrudan katkı sağlayan herhangi bir şeyin gelecekteki EVA'sını tahmin edebilirler.

EVA neden çok güçlüdür? Ehrbar'a göre, EVA hem teorik hem de ampirik olarak MVA ile doğrudan en çok ilişkisi olan performans ölçümüdür. Her şirketin nihai amacı mümkün olan en çok MVA'yı yaratmaktır.

II. PİYASA KATMA DEĞERİ (MVA)

Günümüzde yatırımcılar şirketlerinin özkaynak getirisini, piyasa kapitalizasyonunu, hisse başına büyümelerinin nasıl gerçekleştiğini izlemek için pek çok farklı sinyallere (işaretlere) yakından bakarlar. Fakat bu ölçütlerin tümü yalnızca kapitalizmin en temel sorusunu cevaplamak için dizayn edilen (geliştirilen ya da tasarlanan) MVA'dır(Piyasa katma değeri). Yönetim, ödünç verenlerin ve hissedarların sermayelerinin değerini artırmış mı yoksa azaltmış mıdır? Bu sorunun cevabı yaratılan MVA değerlerine bakılarak bulunabilmektedir.

1990'lı yıllarda MVA tüm finansal performans ölçüm gereksiniminin bir çözümü olarak görüldü. G. Bennett Stewart III (1991) "The Quest for Value" kitabında hissedarları için değer yaratmayla ilgilenen her şirketin esas amacının MVA'yı maksimum kılmak olması gerektiğini belirtmektedir.

Pozitif bir MVA şirketin ne kadar değer yarattığını gösterir iken negatif MVA ise ne kadar değer kaybettiğini gösterir.

MVA, şirketin gelecekte beklenen nakit akımlarının hisse piyasasındaki değeri olarak düşünülebilir.

Kısa sürede, MVA ile EVA arasındaki ilişki bazen açık değildir. MVA hisse performansını ölçmede oldukça yararlı olabilir; fakat onun yalnızca bir tek ölçüm olduğu gözardı edilmemelidir.

$$\text{MVA} = \text{Piyasa Değeri} - \text{Tahsis Edilen Sermaye (invested capital)} \quad (3)$$

veya;

MVA=Borçların ve Özkaynakların Piyasa Değeri-Tahsis Edilen Sermaye (4)

MVA, basitçe piyasa değerinden defter değerinin çıkarılmasıyla bulunan değerdir. Bununla birlikte, Stern Stewart, tahsis edilen sermayeyi doğru tahmin etmek için ya da gerçek bir ekonomik değere ulaşabilmek için şirketin defter değerinde bir dizi düzeltmeler önermektedir (Ehrbar, 1999: 54,3).

MVA, şirketin yöneticilerinin kontrolleri altındaki kıt kaynakları hangi etkinlikte kullandıklarının piyasada değerlendirilmesini gösterdiği için o en iyi 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 (Ehrbar, 1999: 54,3).

Ancak MVA, sermayenin fırsat maliyetini ve önceki nakitleri dikkate almadığı için bu durum MVA'yı üstün bir performans ölçümü olmaktan uzaklaştırmaktadır.

Bununla birlikte MVA, şirketin hissedarları için yarattığı değer artış ya da azalışının kümülatif bir toplamı olması nedeniyle her şirketin amacı mümkün olduğunca en çok MVA değerinin şimdiki değeri olan EVA yaratmaktır.

Stern Stewart tarafından 1000 büyük şirketi esas alan bir araştırmada MVA'nın yaklaşık yüzde 50'si EVA tarafından açıklanırken, muhasebe temelli performans ölçümlerinin MVA'nın yüzde 22'sini, nakit akışlarının ise MVA'nın yüzde 18'ini açıkladığı saptanmıştır. (Stewart, 1991: 28).

Uyemura (1996) tarafından yüz (100) büyük bankanın 1986-1995 dönemini kapsayan bir araştırmadan EVA ile MVA arasında yüksek bir ilişki saptanmıştır.

Fernandez (2001) tarafından ABD ve Avrupa şirketlerinde yapılan bir araştırma sonucuna göre, MVA ile EVA arasında zayıf ve negatif bir ilişki bulunmuştur.

III. ARAŞTIRMANIN VERİLERİ VE YÖNTEMİ

Bu çalışmada İMKB'de hisse senetleri işlem gören ve tamamı 184 olan İmalât Sanayi Şirketleri'nin 1995-2002 yılları arasındaki EVA ile MVA değerleri arasındaki ilişki ampirik(görgül) olarak incelenmiştir. Araştırmanın İMKB'deki İmalât Sanayi Şirketleri'yle sınırlandırılma nedeni yalnızca bu şirketlerin EVA ve MVA verilerine ulaşılabilmesidir.

Bu çalışmanın esas amacı bağımsız değişken EVA'nın bağımlı değişken MVA üzerinde anlamlı bir etkisinin olup olmadığını saptamaktır. Çalışmanın 1995-2002 yıllarının EVA ve 1995-2000 yıllarının MVA verileri 1994 yılından bu yana değer yaratmaya yönelik firmaların üst düzey yöneticilerine ve yönetim kurulu üyelerine gelişmiş finansal yönetim sistemleri, stratejik yenilenme ve proses (süreç) tasarımları, yönetim bilgi sistemleri ve kurumsal strateji konularında danışmanlık hizmeti veren LBA Yönetim Danışmanlık Limited Şirketi'nden elde edilmiştir.* Ayrıca LBA Yönetim Danışmanlık Limited Şirketi'nden elde edilen EVA ve MVA verilerinin güvenilirliğini test etmek için 184 şirket içerisinde rastgele seçilen 40 şirketin EVA ve MVA değerleri enflasyonun malî tablolar üzerinden etkisi düzeltildikten sonra hesaplanmış ve önemli bir farklılık saptanamadığı için, verilerin güvenilir olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Araştırma kapsamındaki 153 şirketin 2001 ve 2002 yıllarına ait MVA değerleri İMKB'den alınan verilerden ve şirketlerin malî tablolarından yararlanılarak hesaplanmıştır. Çalışmada bağımsız değişken EVA ile bağımlı değişken MVA arasındaki ilişkinin fonksiyonel şeklini belirlemeye yarayan ve ayrıca tahmin olanağı veren basit regresyon analizi uygulanmıştır. 1995-2002 yıllarındaki düzeltilmiş belirlilik katsayılarının (R^2) anlamlı bir ilişkiyi ifade edip etmediği F testi yardımıyla sınımlanmıştır.

IV. AMPİRİK SONUÇLAR

Tablo 1. Tanımlayıcı Veriler

Yıl	Değişken	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Hata
1995	MVA	184	-9510	244898	9772	23874
	EVA	184	-47135	617793	33440	78307
1996	MVA	184	-5362	91283	8847	15157
	EVA	184	-52879	1843520	59897	170441
1997	MVA	184	-31194	132165	4290	15528
	EVA	184	-15541	1466996	95482	207447
1998	MVA	184	-53362	102382	71047	16377
	EVA	184	-342564	871553	26098	111259
1999	MVA	184	-55711	123775	4840	16838
	EVA	184	-10068	4444174	169630	505310
2000	MVA	184	-74388	102663	4597	18300
	EVA	184	-75301	1736119	76963	223008
2001	MVA	152	-3,E+08	7,8E+14	5,E+12	6,3E+13
	EVA	152	-8,E+07	2,1E+08	4,E+06	2,4E+07
2002	MVA	150	-2,E+08	1,4E+14	9,2E+12	1,122E+13
	EVA	150	-6,E+07	1,1E+08	2872637	15035209

* LBA Yönetim Danışmanlık Şirketi İMKB'deki İmalât Sanayi Şirketleri'nin EVA ve MVA değerlerini hesaplayan ilk şirkettir.

Tablo 1.'de MVA ve EVA değerlerinin yıllar itibariyle minimum, maksimum, ortalama ve standart hata değerleri verilmiştir.

Tablo 2. Person Korelasyon Katsayıları

Yıl	N	Değişken	MVA	EVA
1995	184	MVA	1,000	0,535
		EVA	0,535	1,000
1996	184	MVA	1,000	0,623
		EVA	0,623	1,000
1997	184	MVA	1,000	0,633
		EVA	0,633	1,000
1998	184	MVA	1,000	0,326
		EVA	0,326	1,000
1999	184	MVA	1,000	0,565
		EVA	0,565	1,000
2000	184	MVA	1,000	0,351
		EVA	0,351	1,000
2001	152	MVA	1,000	0,100
		EVA	0,100	1,000
2002	150	MVA	1,000	-0,020
		EVA	-0,020	1,000

Tablo 2.'deki sonuçlara göre MVA ile EVA arasındaki pearson korelasyon katsayıları 1995 yılında $p=0,535$; 1996 yılında 0,623; 1997 yılında 0,633; 1998 yılında 0,326; 1999 yılında 0,565; 2000 yılında 0,351; 2001 yılında 0,100 ve 2002 yılında ise $\rho=-0,020$ olarak hesaplanmıştır. 1995-2000 yılları arasında MVA ile EVA arasında pozitif ve orta düzeyde ilişki varken, 2001 yılında pozitif ancak $\rho=0,100$ düşük düzeyde ve 2002 yılında ise negatif $\rho=-0,020$ yine çok düşük düzeyde bir ilişki saptanmıştır. 2001 ve 2002 yılında MVA ve EVA arasında önemli bir ilişkinin saptanmamasında Türkiye'nin yaşadığı ekonomik krizlerin etkisinin olduğu düşünülmektedir.

Tablo 3. Belirlilik Katsayıları

Yıl	R ²	Düzeltilmiş R ²
1995	0,286	0,282
1996	0,388	0,385
1997	0,400	0,397
1998	0,107	0,102
1999	0,319	0,315
2000	0,123	0,118
2001	0,010	-0,003
2002	0,000	-0,006

Tablo 3.'teki düzeltilmiş R^2 değerlerine göre 1995 yılındaki bağımlı değişken MVA değerlerinin varyansının % 28,2'si EVA bağımsız değişkeni tarafından açıklanabilirken, 1996 yılında % 38,5'i, 1997 yılında % 39,7'si, 1998 yılında % 10,2'si, 1999 yılında % 31,5'i, 2000 yılında % 11,8'i EVA tarafından açıklanabilmektedir. 2001 ve 2002 yıllarında ise Türkiye'nin yaşadığı ekonomik krizin de etkisiyle MVA ile EVA arasında anlamlı bir ilişki saptanamamıştır. Düzeltilmiş R^2 değerlerinin 2001 yılında (R^2)=0,003, 2002 yılında ise R^2 = -0,06 olduğu görülmektedir.

Tablo 4.'teki Anova Tablosu'na göre 1995 yılında $F=72,903$, $p=0,000$, 1996 yılında $F=21,457$, $p=0,000$, 1997 yılında $F=121,585$, $p=0,000$, 1998 yılında $F=21,457$, $p=0,000$, 1999 yılında $F=85,269$, $p=0,000$, 2000 yılında $F=25,520$, $p=0,000$ olduğu görülmektedir. 1995-2000 yıllarının F testi ve p -değerlerine göre MVA ile EVA değişkenlerinin oluşturduğu regresyon modeli güvenilir ve geçerlidir. 2001 yılında $F=1,506$, $p=0,22$, 2002 yılında ise $F=0,049$, $p=0,808$ olup MVA ile EVA arasında bu yıllarda oluşturulan regresyon modellerinin güvenilirliği yoktur.

Tablo 4. ANOVA Tablosu

Yıl		Toplamların Karesi	df	Ortalama Kare	F	$p(F)$
1995	Açıklanan	2,98E+10	1	29832996405	72,903	0,000
	Açıklanmayan	7,45E+10	182	409214852,1		
	Toplam	1,04E+11	183			
1996	Açıklanan	1,63E+10	1	16313308817	115,395	0,000
	Açıklanmayan	2,57E+10	182	141368966,7		
	Toplam	4,20E+10	183			
1997	Açıklanan	1,77E+10	1	17672265361	121,585	0,000
	Açıklanmayan	2,65E+10	182	145349028,7		
	Toplam	4,41E+10	183			
1998	Açıklanan	5,23E+09	1	5227293838	21,457	0,000
	Açıklanmayan	4,39E+10	180	243622420,5		
	Toplam	4,91E+10	181			
1999	Açıklanan	1,66E+10	1	16554044430	85,269	0,000
	Açıklanmayan	3,53E+10	182	194138818,1		
	Toplam	5,19E+10	183			
2000	Açıklanan	7,54E+09	1	7537076498	25,520	0,000
	Açıklanmayan	5,38E+10	182	295338903,3		
	Toplam	6,13E+10	183			
2001	Açıklanan	6,E+27	1	5,934E+27	1,506	0,222
	Açıklanmayan	6,E+29	150	3,941E+27		
	Toplam	6,E+29	151			
2002	Açıklanan	7,50E+24	1	7,5036E+24	0,059	0,808
	Açıklanmayan	1,88E+28	148	1,2677E+26		
	Toplam	1,88E+28	151			

Tablo 5. Katsayılar

Yıl	Değişken	B	Standart Hata	t Değerleri	Anlamlılık Düzeyleri
1995	Sabit	43220,144	1622,276	2,663	0,008
	MVA	0,163	0,019	8,538	0,000
1996	Sabit	5529,021	929,362	5,949	0,000
	MVA	0,055	0,005	10,742	0,000
1997	Sabit	-233,130	978,878	-0,238	0,812
	MVA	0,047	0,004	11,027	0,000
1998	Sabit	5881,659	1188,547	4,949	0,000
	MVA	0,048	0,010	4,632	0,000
1999	Sabit	1647,711	1083,814	1,520	0,130
	MVA	0,019	0,002	9,234	0,000
2000	Sabit	2381,985	1340,642	1,777	0,077
	MVA	0,029	0,006	5,052	0,000
2001	Sabit	4,E+12	5,1E+12	0,807	0,421
	MVA	258019	210273	1,227	0,222
2002	Sabit	9,6E+11	9,361E+11	1,025	0,307
	MVA	-14926	61349,821	-0243	0,808

Tablo 5.'teki sabit ve MVA bağımsız değişkenlerinin t değerleri ve anlamlılık düzeylerine (p-) göre 1995-2000 yılları arasında MVA değişkeninin sabite göre daha anlamlı olduğu görülürken, 2001 ve 2002 yıllarında ise MVA değişkeni t değerleri ve anlamlılık düzeylerine göre anlamlı bulunmamıştır.

SONUÇ

Yapılan çok sayıda ampirik araştırma bulgularına göre aktif getirisi, özkaynak getirisi, satış getirisi gibi geleneksel muhasebeye dayanan ve kullanılan sermayenin özellikle özkaynakların fırsat maliyetini dikkate almayan performans ölçümlerinin şirketlerin gerçek ekonomik performansını ölçmede yetersiz kaldığının saptanması üzerine EVA ve MVA gibi performans ölçümleri geliştirilmiştir.

Bu çalışmada İMKB'de hisse senetleri işlem gören ve İMKB'deki şirketlerin yaklaşık %60'ını oluşturan İmalât Sanayi Şirketleri'nin 1995-2002 yılları arasındaki bağımlı değişkeni MVA ile bağımsız değişkenleri EVA arasındaki ilişki ampirik olarak incelenmiştir. Araştırma bulgularına göre araştırma kapsamındaki şirketlerin 1995 yılındaki MVA değerlerinin varyansının %28,2'si, 1996 yılında %38,5, 1997 yılında %39,7'si, 1998 yılında %10,2'si, 1999 yılında %31,5'i ve 2000 yılında %11,8'i EVA değişkeni tarafından açıklanırken 2001 ve 2002 yıllarında MVA ve EVA değerleri arasında önemli bir ilişki saptanamamıştır.

KAYNAKÇA

- Brabazon, T. ve B. Sweeney (1998), "Economic Value Added-Really Adding Something New?", *Accountancy Ireland*, June, 14-15.
- Bromwich, M. (1998), "Editorial: Value Based Financial Management Systems", *Management Accounting Research*, 9(4), 1-5.
- Chen, S., Dodd, J.L. (2001), Operating Income, Residual Income and EVA^(TM): Which Metric is More Value Relevant?", *Journal of Managerial Issues*, 13(1), 8-25.
- Copeland, T., T. Koller, ve J. Murrin (1994), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, New York: John Wiley & Sons, 12-70.
- Dierks, P.A. ve A. Patel (1997), "What is EVA and How Can It Help Your Company?", *Management Accounting*, November, 52-58.
- Dodd, J. L. ve S. Chen (1996), "EVA: A New Panacea?", *B&E Review*, July-Sept., 26-28.
- Ehrbar, A. (1999), "Using EVA to Measure Performance and Asses Strategy", *Strategy & Leadership*, 27(3), 20,5.
- Ehrbar, A. (1999), "Wealth Creating CEOs: 1st Annual MVA Ranking", *Chief Executive*, (3), 54,3.
- Farslo, F., J. Degel, J. Degner (2000), "Economic Value Added (EVA) and Stock Returns", *The Financier*, 7(1-4).
- Frost, B. (1999), "Performance Metrics: The new strategic discipline", *Strategy & Leadership*, 27(3), 34.
- Lacey, D. A. (1997), "EVA: Value Creation at the Bakersfield Californian Newspaper", *Financial Executives*, Second Quarter, 5-9.
- Lehn, K. ve A.K Makhija (1996), "EVA &MVA: As Performance Measures and Signals for Strategic", *Strategy & Leadership*, May/June, 24(3), 34,5.
- Morris, R. ve A. Ehrbar (2003), *EVA: The Real Key to Creating Wealth*, www.eastbook.com/eva.html
- Mouritsen, J. (1998), "Driving Growth: Economic Value Added Versus Intellectual Capital", *Management Accounting Research*, 9(4), 461-468.
- Norreklit, H. (2000), "The Balance on the Balanced Scorecard: A Critical Analysis of its Assumptions", *Management Accounting Research*, 11(1), 1-7.

- O Hanlon, J. ve K. Peasnell (1998), “Wall Street’s Contribution to Management Accounting: The Stern Stewart EVA Financial Management System”, *Management Accounting Research*, 9(4), 421-441.
- O’Byrne, S. F.(2003), “EVA And its Critics”, www.google.com/search?q=cache:OaOJ'NDRfznwj:www.valueadvisors.com/E.,1-7.
- Puntam, B. (1997), “EVA Analysis Predicts Tough Times in us Markets”, *Global Investor*, (101), 42-43.
- Stewart, G.B. (1991), *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*, New York, Harper Collins, Publisher Inc, 28.
- Sullivan, W.G., Needy, K.L. (2000), “Determination of Economic Value Added for a Proposed Investment in New Manufacturing”, *Engineering Economist*, 45(2), 11-24.
- Tully, S. (1999), “The EVA Advantage”, *Fortune*, Mar, 29, 210.