

PIYASA KATMA DEĞERİNİ AÇIKLAMADA EKONOMİK KATMA DEĞERİN GELENEKSEL PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ KARŞISINDAKİ DURUMUNUN İNCELENMESİ

EXAMINING THE STATUS OF ECONOMIC ADDED VALUE AGAINST CONVENTIONAL PERFORMANCE MEASUREMENTS IN EXPLAINING THE MARKET ADDED VALUE

Arş. Gör. Işıl EREM*
Yrd. Doç. Dr. Yılmaz AKYÜZ**

ÖZET

Bu çalışmada; Borsa İstanbul (BİST)'da işlem gören ve taşıt araçları sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmaların Ekonomik Katma Değerleri (EVA) ile Piyasa Katma Değerleri (MVA) arasındaki ilişki ele alınmış, EVA'nın piyasa değerini açıklamada aktif karlılığı (ROA), özsermaye karlılığı (ROE), satışların karlılığı (ROS), yatırılan sermayenin karlılığı (ROIC), hisse başına kazanç (EPS) ve düzeltilmiş vergilerden sonraki net faaliyet karı (NOPLAT) gibi geleneksel performans ölçütleri karşısındaki durumu karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Bu kapsamda; analize dâhil edilen firmaların 2003-2013 yıllarına ait yıllık mali tablo verileri ve faaliyet raporlarından hareketle, MVA değerleri ile EVA ve diğer ölçütler arasındaki istatistikî ilişki panel veri yöntemiyle analiz edilmiştir. Panel veri analizinden elde edilen bulgular; piyasa değerini temsil eden MVA ile EVA ve EPS arasında pozitif, ROS ile ise negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunduğunu göstermiştir.

Anahtar Kelimeler: Ekonomik Katma Değer, Piyasa Katma Değeri, Geleneksel Performans Ölçütleri, Panel Veri.

Jel Kodları: G10.

ABSTRACT

In this study; relationship between the values of Economic Added Value (EVA) and Market Added Value (MVA) has been dealt in Vehicles firms registered in BIST and in explaining the market value, the status of EVA against the conventional performance measurements such as Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), Return on Sales (ROS), Return on Invested Capital (ROIC), Earnings per Share (EPS) and Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (NOPLAT) have been investigated. In this context; according to the financial statements of the Vehicles firms for during 2003-2013, the so-called relationship has been analyzed by panel data method. The results obtained from panel data have shown that MVA has a positive relationship with EVA and EPS and that there is a negative relationship between MVA and ROS.

Key Words: Economic Added Value, Market Added Value, Conventional Performance Measures, Panel Data.

Jel Codes: G10.

* Uşak Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, isil.irem@usak.edu.tr

** Uşak Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, yilmaz.akyuz@usak.edu.tr

1. GİRİŞ

Hissedarlar ve yatırımcılar firmaların piyasa değerini en doğru şekilde belirleyebilme noktasında bir takım değerlendirme ölçütlerinden yararlanmak durumundadır. Kredi verenler ise, firmaların borç ödeme kapasitelerini ve finansman maliyetlerini öngörme aşamasında bu ölçütleri kullanmaktadır. Ancak büyük ölçekli firmaların sayısının giderek artması, yönetici-sahiplik ayrımının ortaya çıkması ve bu noktada firma sahipleri ile yöneticiler arasında birtakım çıkar çatışmalarının meydana gelmesi, performans değerlemede uygun ölçütlerden yararlanılması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır.

Defter değeri/piyasa değeri, fiyat/kazanç oranları gibi piyasa temelli performans ölçümlerinden biri olan MVA; bir işletmenin bütün olarak piyasadaki net şimdiki değerini yansıtan bir ölçüttür (Şamiloğlu, 2005: 81). Söz konusu performans değerlendirme sürecinde değere dayalı performans ölçütleri gündeme gelinceye kadar; firma yöneticileri, yatırımcılar, hissedarlar veya danışmanlık kuruluşları tarafından uzun yıllar boyunca; aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı, satışların karlılığı ve hisse başına kazanç gibi çok sayıda geleneksel performans ölçütünden yararlanılmıştır. Ancak belirtilen geleneksel ölçütlerin değerlendirme sürecinde yalnızca muhasebe karını dikkate alması ve öz sermaye maliyetini göz ardı etmesi, söz konusu ölçütlerin değerlemede yanıltıcı sonuçlar verebileceği hususunda birtakım düşüncelerin ortaya çıkmasına yol açmıştır. Değere dayalı performans ölçütlerinden biri olan EVA ölçütünün ise, hem borçların maliyetini hem de öz sermaye maliyetini göz önünde bulundurması yönüyle diğer ölçütlere göre daha etkili sonuçlar verebileceğine dair düşünceler ileri sürülmüştür.

Firmaların piyasa değerinin belirlenmesinde kullanılan değerlendirme ölçütleri muhasebe modelleri ve finansal modeller olmak üzere iki ayrı grupta sınıflandırılabilir. Muhasebe modellerinde firma değeri; kar tutarı, hisse başına kar, karlılık büyüme oranı, defter değeri, nakit akışları, temettü miktarları gibi çok sayıda değişkenin bir fonksiyonu olarak görülmektedir. Finansal modellerde firma değeri ise; mevcut varlıklardan ve potansiyel yatırımlardan kazanç sağlayabilme yeteneği, getiri düzeyleri ve sermaye maliyetlerinin bir fonksiyonu olarak belirlenmektedir. Bu noktada; EVA'nın, firmaların gerçek değerini göstermede diğer ölçütlere göre daha etkili sonuçlar verebileceği öne sürülmüştür. Yapılan bazı çalışmalarda da, EVA'nın firma amaçlarının, finansal performansın, yatırım yapılması planlanan projelerin ve entelektüel sermayenin belirlenmesinde rahatlıkla kullanılabilirliği ifade edilmiştir (Baybordi vd., 2013: 1307). Rappaport'a göre bir işletmede değer yaratmanın sağlanmasında; satış büyüme oranı, faaliyet kar marjı, gelir vergisi oranı, çalışma sermayesi yatırımları, sabit sermaye yatırımları, sermaye maliyeti ve tahmin süresi olmak üzere yedi faktörün dikkate alınması gerekmektedir. Söz konusu faktörlerdeki herhangi bir gelişme, hissedar değerinde bir artış sağlamaktadır. Değere dayalı performans ölçütleri de bu yedi faktörü bir araya getirerek tek bir ölçüt haline getirmeye odaklanmaktadır. Örneğin; EVA'da sağlanan artışa paralel olarak işletmenin piyasa değerinde de o ölçüde bir artış olacağı beklenmektedir (Maditinos vd., 2005: 2). Dolayısıyla değere dayalı performans ölçütlerinden EVA'nın, piyasa değeri göstergelerinden MVA'yı açıklama gücünün geleneksel performans ölçütleri karşısındaki durumunun belirlenmesinin yatırımcılar, firma ortakları ve ilgili taraflarca büyük önem arz ettiğini ifade etmek mümkündür.

Bu çalışmada; 2003-2013 yılları aralığında BİST'e kayıtlı olan ve taşıt araçları sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmaların sahip oldukları EVA değerlerinin ve geleneksel performans ölçütlerinin, MVA'yı açıklama gücü panel veri analiziyle değerlendirmeye alınmıştır. Çalışmada ilk olarak; ele alınan konuya ilişkin literatürde yer alan çalışmalar incelenmiş, daha sonra analize dâhil edilen değişkenler ve bu değişkenlerin hesaplanmasına

ilişkin bilgi verilmiştir. Son olarak ise; analiz neticesinde elde edilen bulgular ortaya konularak, bu sonuçlara ilişkin birtakım değerlendirmelerde bulunulmuştur.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Literatürde firmaların finansal performansını ölçmede; ilk olarak ABD’ de, daha sonra ise diğer uluslararası piyasalarda olmak üzere değere dayalı performans ölçütlerinin geleneksel performans ölçütlerine göre daha etkin olup olmadığını veya hangi performans ölçütünün firmaların piyasa değerini açıklamada en etkin olduğunu belirlemeye yönelik olarak gerçekleştirilmiş olan pek çok çalışmaya rastlamak mümkündür (Maditinos vd., 2005: 2). Sözü edilen çalışmalardan bir kısmına izleyen bölümde yer verilmiş ve çalışmalardan elde edilen sonuçların birbirinden birtakım farklılıklar gösterdiği gözlenmiştir:

Lehn ve Makhija (1997) çalışmalarında hisse senedi getirilerini açıklamada; muhasebe temelli değerlendirme ölçütlerinin (aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı), değere dayalı performans ölçütlerine (EVA ve MVA) göre ne düzeyde olduğunu belirlemeyi amaçlamıştır. 1985-1994 yılları aralığında 492 büyük ölçekli Amerikan firmasının değerlendirmeye alındığı çalışmada değere dayalı performans ölçütleri ile hisse senedi getirileri arasında pozitif yönde bir ilişki olduğu ve EVA’nın diğer ölçütlere göre daha üstün bir performans sergilediği sonucuna varılmıştır.

Biddle vd. (1997); firma performansını ölçmede muhasebe temelli değerlendirme ölçütlerinin (aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı, hisse başına kazanç) EVA’ya göre etkin olup olmadığını belirlemeyi amaçladıkları çalışmalarında; söz konusu muhasebe temelli ölçütlerin EVA’ya göre daha iyi performans gösterdikleri sonucuna varmışlardır.

Chen ve Dodd (1998) çalışmalarında faaliyet karı, artık kar ve ekonomik katma değer arasındaki ilişkiyi incelemeye almışlardır. Çalışmanın sonucunda; söz konusu üç değişkenin firma değerlemesinde etkili bir ölçüt olduğu anlaşılmış, ancak elde edilen sonuçların, ekonomik katma değer göstergesinin firma değerlemesinde en etkin ölçüt olduğu görüşünü desteklemediği kanısına varılmıştır.

Turvey vd. (2000) Kanada gıda sektöründe faaliyet gösteren halka açık 17 firmanın 1996 yılı ekonomik katma değerleri ile 1994-1998 yılları aralığındaki hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi ve ekonomik katma değer aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı gibi ölçütleri arasındaki korelasyonu değerlendirmeye almışlardır. Çalışmada yüksek düzeyde ekonomik katma değerine sahip firmaların daha fazla hissedar değeri yarattığı görülmüştür.

Acheampong ve Wetzstein (2001) gıda sektöründe faaliyet gösteren 148 firmanın etkinlik skorlarını kullanarak değere dayalı ve geleneksel (aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı) performans ölçütlerinin etkinliğini belirlemeyi amaçlamışlardır. Çalışmanın sonucunda değere dayalı performans ölçütlerinin geleneksel ölçütlerden pek bir farklılık göstermediği ve tek başına değil geleneksel ölçütlerle birlikte kullanılmasında yarar olacağı kanısına varılmıştır.

Peixoto (2002) çalışmasında öncelikle en çok tercih edilen performans değerlendirme ölçütünü belirlemek, değere dayalı performans ölçütleri hakkında bilgi sahibi olma ve söz konusu ölçütlerden yararlanılma durumunu incelemek amacıyla 1999 yılında Lizbon borsasına kayıtlı 77 firma üzerinde bir anket uygulaması gerçekleştirmiştir. Daha sonra ise hisse senedi fiyatlarını açıklamada ekonomik katma değer, net kar ve faaliyet karı ölçütlerine göre ne düzeyde olduğunu araştırmış, ekonomik katma değer diğer ölçütlere göre piyasa katma değeri ile daha kuvvetli bir ilişki içerisinde olup olmadığını belirlemeyi amaçlamıştır. Çalışmanın neticesinde; analiz sonuçlarının, ekonomik katma değer

geleneksel performans ölçütlerinden daha etkin olduğu görüşünü desteklemediği, ancak ekonomik katma değer ile piyasa katma değeri arasında kuvvetli bir ilişki olduğu görülmüştür.

Worthington ve West (2004) çalışmalarında ekonomik katma değer hisse senedi getirisini açıklamada net nakit akışları, artık kar gibi geleneksel performans ölçütlerine göre ne düzeyde etkin olduğunu belirlemeyi amaçlamışlardır. 1992-1998 yılları aralığında 110 Avustralya firmasının değerlendirmeye alındığı çalışmada ekonomik katma değer ölçütünün hisse senedi getirilerini açıklamada daha etkin olduğu sonucuna varılmıştır.

Maditinos vd. (2005) çalışmalarında ekonomik katma değer hisse senedi getirilerini açıklamada geleneksel performans ölçütlerinden aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı ve hisse başına kazanç ölçütlerine göre ne derece etkin olduğunu belirlemeyi amaçlamışlardır. 1992-2001 yılları aralığında Atina borsasında işlem gören firmaların değerlendirilmeye alındığı çalışmada hisse senedi getirilerinin ekonomik katma değere göre, hisse başına kazanç ile daha yakın bir ilişki içerisinde olduğu görülmüştür.

Şamiloğlu (2005) çalışmasında 1996-2002 yılları aralığında hisseleri borsada işlem gören 132 imalat firmasının hisse başına getirileri ile hisse başına piyasa katma değerleri, tahsis edilen sermaye tutarları, defter değeri/piyasa değeri ve fiyat/kazanç oranları arasındaki ilişkiyi değerlendirmeye almıştır. Yapılan analiz neticesinde; hisse başına getiri ile beta arasında anlamlı bir ilişki olduğu görülürken, piyasa katma değeri ile herhangi bir anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Yılıgör (2005) sınıf firmalar üzerinde gerçekleştirdiği çalışmasında; ekonomik katma değeri ve piyasa katma değeri ölçütlerinin performans değerlemesinde nasıl kullanılması gerektiğini ele almış ve söz konusu değerlendirme ölçütlerinin hisse senedi getirilerini açıklamada geleneksel performans ölçütlerinden aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı ve hisse başına kazanç göre ne durumda olduğunu belirlemeye çalışmıştır. Çalışmanın sonucunda; değere dayalı ölçütlerin hisse senedi getirilerini açıklamada geleneksel ölçütlere göre daha etkin olduğu, ancak bununla birlikte her iki grubun da açıklama gücünün düşük bir düzeyde olduğu sonucuna varılmıştır.

Önal vd. (2006) çalışmalarında hisseleri borsada işlem gören beş turizm firmasının piyasa katma değerleri ile ekonomik katma değerleri, aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı, satış karlılığı, yatırılan sermaye karlılığı ve vergi sonrası kar düzeyleri arasındaki ilişkiyi değerlendirmeye almışlardır. 1995-2000 yılları aralığında gerçekleştirilen analiz neticesinde söz konusu değişkenlerin piyasa katma değeri üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığı görülmüştür.

İsmail (2006) çalışmasında ekonomik katma değer hisse senedi getirilerini açıklamada; vergi sonrası net kar, artık kar, net satışlar ve faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarına göre ne derece etkin olduğunu belirlemeyi amaçlamıştır. 1990-1997 yılları aralığında İngiltere’de faaliyet gösteren 500 firmanın ele alındığı çalışmada; hisse senedi getirilerini açıklamada vergi sonrası net kar ve net satışların, ekonomik katma değer ve artık kara göre daha üstün bir performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Visaltanachoti vd. (2008) çalışmalarında; hisse senedi getirilerini açıklamada ekonomik katma değer ölçütünün geleneksel performans ölçütlerinden faiz ve vergi öncesi kar, faaliyetlerden sağlanan nakit akışları ve artık kara göre ne derece etkin olduğunu belirlemeyi amaçlamıştır. Analizler neticesinde hisse senedi getirilerini açıklamada; söz konusu geleneksel performans ölçütlerinin, ekonomik katma değere göre daha etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Topal (2008) çalışmasında hisseleri borsada işlem gören imalat firmalarının ekonomik katma değerleri ile piyasa katma değerleri arasındaki ilişkiyi sektör bazında ele alarak ekonomik katma değer piyasa katma değerini açıklama gücünü belirlemeye çalışmıştır. Analiz neticesinde söz konusu değerlendirme ölçütleri arasında bazı sektörlerde belli bir ilişki söz konusu olurken, bazı sektörlerde herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır. Diğer taraftan ekonomik katma değer piyasa katma değerini açıklamada yetersiz kaldığı sonucuna ulaşılmıştır.

Bayrakdaroğlu ve Ünlü (2009) çalışmalarında BIST’ de işlem gören Türk firmalar ile NYSE’ de işlem gören Amerikan firmalarının ekonomik katma değerleri ile piyasa katma değerlerini belirleyerek borsaların performanslarını karşılaştırmayı ve hangi firmaların değer yarattığını tespit etmeyi amaçlamışlardır. Çalışmanın sonucunda BIST’ in olumsuz, NYSE ‘ nin ise olumlu bir performans gösterdikleri, dolayısıyla belli bir katma değer yarattıkları görülmüştür.

Lee ve Kim (2009) konaklama sektörünü ele aldıkları çalışmalarında düzeltilmiş piyasa getirilerini açıklamada; ekonomik katma değer, düzeltilmiş ekonomik katma değer ve piyasa katma değer ölçütlerinin, geleneksel performans ölçütlerine göre ne derece etkin olduklarını araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda konaklama sektörü firmalarının piyasa getirilerini açıklamada, düzeltilmiş ekonomik katma değer ve piyasa katma değerinin etkin bir performans ölçütü olduğu sonucuna varılmıştır.

Kumar ve Sharma (2011) çalışmalarında ekonomik katma değer performans belirlemede; geleneksel değerlendirme ölçütlerinden vergi sonrası net kar, faaliyetlerden sağlanan nakit akışları, hisse başına kazanç, yatırılan sermayenin karlılığı ve öz sermaye karlılığı karşısındaki durumu ile söz konusu değişkenlerin piyasa katma değer ile olan ilişkisini değerlendirmeye almışlardır. 2000- 2007 yılları aralığında toplamda 608 imalat firması üzerinde gerçekleştirilen çalışma neticesinde vergi sonrası net kar ve faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarının piyasa değerini açıklamada ekonomik katma değere göre daha etkin olduğu sonucuna varılmıştır.

Hajiabbasi vd. (2012) çalışmalarında hissedar değerini açıklamada değere dayalı performans ölçütleri ile geleneksel performans ölçütleri arasındaki ilişkiyi ele almışlardır. 2007-2011 yılları aralığında İran borsasına kayıtlı firmaların analize dâhil edildiği çalışmada; ekonomik katma değer, düzeltilmiş ekonomik katma değer, piyasa katma değer gibi değere dayalı performans ölçütleri ile öz sermaye karlılığı, hisse başına kazanç ve faaliyetlerden sağlanan nakit akışları gibi geleneksel performans ölçütleri arasında herhangi bir anlamlı ilişkiye rastlanmamıştır.

Pourali ve Roze (2013) piyasa katma değerini bağımlı, düzeltilmiş ekonomik katma değer, aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı ve hisse başına kazancı ise bağımsız değişken olarak ele aldıkları çalışmada panel veri analizi tekniğinden yararlanmışlardır. Çalışmadan elde edilen bulgular neticesinde; piyasa katma değeri ile aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı, hisse başına kazanç ve ekonomik katma değer arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır.

3. GELENEKSELVE DEĞERE DAYALI PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ

Uluslararası piyasalarda meydana gelen gelişmeler ve değişen rekabet ortamı finansal performansın belirlenmesinde daha güvenilir ve daha gelişmiş ölçütlerden faydalanılması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Firma yöneticileri tarafından uzun yıllar boyunca kullanılan geleneksel değerlendirme ölçütlerinin, söz konusu gelişmeler karşısında yeterli olmadığı görülmüş, bu noktada planlama, karar alma ve performans değerlendirme kararlarında daha

etkili olacağı düşünülen modern değerlendirme yöntemleri ileri sürülmüştür (Abdeen ve Haight, 2002: 28):

Tablo 1: Geleneksel ve Değere Dayalı Değerleme Ölçütleri

Geleneksel	Finansal Ölçütler	Değere Dayalı
Kazanç Artışı		Değere Dayalı Ölçütler
Hisse Başına Kazanç		Ekonomik Katma Değer (EVA)
Piyasa Değeri		Piyasa Katma Değeri (MVA)
Satışların Karlılığı		Faaliyetlerden Nakit Akışları
Aktif Karlılığı		Değere Dayalı Yönetim
Nakit Akışı		İndirgenmiş Nakit Akışları
Aktif Devir Hızı		Dengeli Sonuç Kartı
Stok Devir Hızı		
Alacak Devir Hızı		
Bütçe Kıyaslamaları		
Geleneksel	Finansal Olmayan Ölçütler	Değere Dayalı
Pazar Payı		Yüksek Kalite Ürün/Hizmet
Müşteri Sadakati		Müşteri Memnuniyeti
Müşteri Tabanındaki Artış		Verimlilik
Kapasite Kullanımı		Sosyal Sorumluluk
Zamanında Teslim		
Çeşitlilik		

Kaynak: (Abdeen ve Haight, 2002: 28).

Tablo 1’de görüldüğü üzere; belirtilen ölçütler, firma performansının değerlendirilmesi ve ölçülmesinde geleneksel ve modern değerlendirme yöntemleri arasında bir takım farklılıklar olduğunu göstermektedir. Geleneksel yöntemler arasında; yatırım karlılığı, satışların karlılığı, hisse başına kazanç ve piyasa değeri gibi firmaların finansal yapılarını dikkate almayan ölçütler yer alırken, modern yöntemler arasında ekonomik katma değer ve piyasa katma değeri gibi sermaye kazancı ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi göz önünde bulunduran çeşitli ölçütler yer almaktadır (Baybordi vd., 2013: 1308). Geleneksel performans değerlendirme yöntemleri sadece borçların maliyetini ifade eden faiz giderlerini dikkate almakta, öz sermaye maliyetini ise göz ardı etmektedir. Değere dayalı yaklaşımların temelinde ise; başarılı bir firmanın en azından toplam sermaye maliyeti kadar kar sağlaması gerektiği prensibi yatmakta, söz konusu yaklaşımlar faaliyet sonuçları ile sermaye maliyeti arasında bir ilişki kurmaktadır (Akbaş, 2011: 118). Yöneticilerin belirledikleri amaçlar ve yürüttükleri faaliyetlerin hissedarların beklentileriyle ne düzeyde paralellik gösterdiği ve hissedar değeri yaratmada ne derece etkili olduğunu tespit etmede EVA ve MVA gibi değere dayalı değerlendirme ölçütleri; çok sayıda firma yöneticisi, finansal danışmanlık kuruluşu ve akademisyen tarafından son yirmi yıldır yoğun bir ilgi görmektedir (Khosravi vd., 2014: 104).

3.1. Ekonomik Katma Değer (EVA) Kavramı ve Ölçülmesi

Ekonomik katma değer (EVA) kavramı, firma faaliyetlerinin etkinliğinin ölçümü ve firma değerinin belirlenmesinde dikkate alınan değere dayalı ölçüm kriterlerinden birisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Söz konusu değerlendirme ölçütü, ilk olarak 1991 yılında Stern Stewart

adında bir danışmanlık firması tarafından kullanılmıştır. Stewart; firma faaliyetlerinin etkinliğinin belirlenmesinde, hisse başına kazanç ve diğer karlılık göstergelerinin yeterli olmadığını ve EVA' nın söz konusu geleneksel performans göstergeleri ile kıyaslandığında çok daha verimli ve uygulanabilir bir kriter olduğunu ifade etmiştir. EVA ile diğer performans değerlendirme ölçütleri arasındaki temel fark; EVA' nın performans ölçüm aşamasında tüm finansal kaynakların maliyetlerini dikkate almasıdır. Ayrıca EVA; yatırım kararları, kar dağıtım kararları, öz sermaye karlılığı, finansman kararları, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti gibi firmalarda alınan tüm kararlardan da etkilenmektedir (Nakhaei ve Hamid, 2013: 1589).

Stewart' ın EVA ile ilgili düşüncelerinin ardından, 1993 yılından 1997 yılına kadar söz konusu değerlendirme ölçütüne ilişkin 300' den fazla atıfta bulunulmuştur (Biddle, 1998: 60). *Fortune Magazine* ve *The Journal of Applied Corporate Finance*; Stern Stewart 1000 endeksinde yer alan firmaların EVA değerlerini içeren performans sıralamalarını her yıl düzenli olarak yayınlamış, EVA' nin piyasa değerini belirlemede ve hissedar değeri yaratmada kritik öneme sahip olan ölçütler arasında yer aldığını ifade etmişlerdir. Daha sonra ise Coca Cola, General Electric, AT&T, Chrysler ve Compaq gibi önde gelen firmalar da performans ölçümünde EVA' yı kendi bünyelerinde dikkate aldıklarını belirtmişlerdir (Farsio vd., 2000: 115). Performans değerlemede EVA yönteminin kullanılmasının sonucunda; Coca Cola firmasının 1981 yılında 3\$ olan bir hissesinin piyasa değerinin 60\$' a kadar yükselmiştir. Diğer taraftan hisse senetlerinin piyasa değerinden defter değerinin çıkarılması sonucu elde edilen MVA' da da yaklaşık on kat bir yükselme gözlenmiştir (Öztürk, 2004: 353). Türkiye' de ise performans değerlendirme; EVA' yı ilk olarak kullanan firmaları; Kordsa A.Ş., Söktaş A.Ş., Renault A.Ş., Fiat-Tofaş A.Ş. ve Arzum Mutfak Gereçleri A.Ş. şeklinde sıralamak mümkündür (Yılmaz ve Bastı, 2013: 85).

Bir değerlendirme ölçütü olarak EVA, öz sermayenin fırsat maliyetini ve paranın zaman değerini göz önünde bulundurmaktadır. Bu noktada EVA ne kadar yüksek olursa, firmanın o kadar iyi bir durum içerisinde olduğu kabul edilmektedir. Diğer bir deyişle, pozitif bir EVA optimal kaynak tahsisini ve hissedar değerini arttıran bir firmayı ifade etmektedir. Tersi bir durum ise; kaynakların etkin bir şekilde kullanılmadığını ve dolayısıyla hissedar değerinin yaratılmadığını göstermektedir (Baybordi vd., 2013: 1308).

EVA' nın hesaplanmasında muhasebe bilgi sisteminden sağlanan finansal tablolar temel alınmaktadır. EVA; vergi sonrası net faaliyet karı (VSNFK) ile sermayenin toplam maliyeti arasındaki fark şeklinde belirlenmektedir. EVA' ya özgü düzenlemeler yapılarak VSNFK' dan, düzeltilmiş vergiler düşürülerek, VSNFK, düzeltilmiş vergi sonrası net faaliyet karına (DVSNFK) dönüştürülmektedir. Yatırılan sermaye ise; firmanın dönem başındaki net çalışma sermayesi ile duran varlıkların toplamından oluşmaktadır (Şamiloğlu ve Akgün, 2010: 278-279).

$EVA = VSNFK - [Yatırılan Sermaye (YS) - Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)]$

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında aşağıdaki formül dikkate alınmakta, öz sermaye maliyetinin belirlenmesinde ise Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (SVFM) nden yararlanılmaktadır:

$AOSM = \text{Öz sermaye Maliyeti } (k_o) * \text{Öz sermaye Ağırlığı } (w_o) + \text{Borcun Maliyeti } (k_i) * \text{Borcun Ağırlığı } (w_i)$

Firmaların mevcut yatırımlarını öz sermaye ve uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse etmek durumunda olmaları nedeniyle, sermaye maliyetinin hesaplanmasında kısa vadeli yabancı kaynak maliyetinin hesaplamaya dâhil edilmesi pek doğru olmamaktadır. Bu

noktada ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında yatırım tutarı olarak; dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynakları aşan kısmı ile duran varlıklar toplamı dikkate alınırken, borç oranı ile öz sermaye oranının belirlenmesinde sadece uzun vadeli borçlar hesaplamaya dâhil edilmiştir (Öztürk, 2004: 365)

Öz sermaye Maliyeti (k_0) = Riskiz Faiz Oranı (k_{rf}) + β [Piyasanın Beklenen Getirisi (k_m) – Riskiz Faiz Oranı (k_{rf})]

Bu çalışmada risksiz faiz oranı olarak; devlet iç borçlanma senetlerinde geçerli olan reel faiz oranı, piyasa getirisi olarak ise BIST-100 endeksinin enflasyondan arındırılmış aylık getirilerinin ortalaması dikkate alınmıştır (Bastı ve Yılmaz, 2013: 86). Borçların vergi sonrası maliyeti için ise Türkiye Kalkınma Bankası'nın orta vadeli yatırım kredilerine uygulanan yıllık faiz oranları analize dâhil edilmiştir (Yılgör, 2005: 234).

EVA'nın performans değerlemede sağladığı birtakım avantaj ve dezavantajlar söz konusudur (Hasani ve Fathi, 2012: 407):

- EVA, net bugünkü değer ile yakın bir ilişki içerisindedir,
- EVA, firmaların üst düzey yöneticilerini, ağırlıklı olarak kendileri tarafından yürütülen faaliyetlere karşı daha duyarlı hale getirmektedir,
- EVA, yöneticiler tarafından alınan tüm kararlardan etkilenmektedir,
- EVA, yöneticilerin başarı düzeylerini belirlemede önemli göstergelerden birisidir,
- EVA ile firmaların piyasa değeri arasında yakın bir ilişki söz konusudur,
- EVA; yatırımların nakit yaratma değeri, hissedar değeri ve yatırımlardan sağlanan nakit akışları gibi birçok gösterge ile belirli bir uyum içerisinde olan ekonomik bir göstergedir,
- EVA, doğrudan yönetimin performansına bağlı olan firma değerini yansıtmaktadır,
- EVA, yatırım tercihlerini doğru bir şekilde belirleyebilme noktasında önemli bir göstergedir.

Yukarıda ifade edilen avantajların yanı sıra, yatırımın getirisi ve maliyetinin hesaplanmasında karşılaşılan güçlükler ve EVA'nın hesaplanmasında tarihi verilerin temel alınması, dolayısıyla yeni kurulmuş firmalar için uygulanmasının zor olması EVA'nın sahip olduğu dezavantajlar arasında yer almaktadır.

3.2. Piyasa Katma Değeri (MVA) ve Ölçülmesi

EVA ile firmalarda katma değer yaratan ve yaratmayan faaliyetler ayırt edilmekte, böylelikle katma değer yaratmayan faaliyetler elimine edilerek sermayenin daha etkin bir şekilde kullanılması sağlanmaktadır. Performansta sağlanan söz konusu katma değer, firmaların piyasa değerlerinin bir göstergesi olan piyasa katma değerini (MVA) de olumlu yönde etkilemektedir. Bu noktada MVA'yı; öz sermaye sahipleri ve borç verenlerden sağlanan sermayeye bir prim ilavesinin gerçekleştirilip gerçekleştirilmediğini ölçen ve yatırılan sermayenin etkin bir şekilde kullanılıp kullanılmadığını belirlemeye yarayan bir performans ölçütü olarak ifade etmek mümkündür (Bayrakdaroğlu ve Ünlü, 2009: 295).

MVA'yı firmanın piyasa değeri ile toplam yatırılan sermaye arasındaki fark olarak ifade etmek mümkündür:

$MVA = [\text{Firmanın Piyasa Değeri} (\text{Borcun Piyasa Değeri} + \text{Öz sermayenin Piyasa Değeri}) - \text{Yatırılan Sermaye}]$

Böylelikle firmanın öz sermayesinin piyasa değeri ile yatırımcılar tarafından sağlanan sermaye arasındaki farkın maksimize edilmesi suretiyle, firma değerini arttırmak mümkün hale gelmektedir (Alp vd., 2009: 60).

3.3. Geleneksel Finansal Performans Ölçütlerinin Tanımlanması

Geleneksel performans ölçütlerinin muhasebe verilerini esas alması nedeniyle, söz konusu ölçütler muhasebeye dayalı finansal performans ölçütleri olarak da ifade edilmektedir (Kuğu ve Kırılı, 2013: 172). Bu çalışmada ele alınan performans ölçütlerinden bazılarına ilişkin bilgileri şu şekilde ifade etmek mümkündür:

Aktif Karlılığı (Return on Assets-ROA): Aktif karlılığı ölçütü, firmaların sahip oldukları varlıkları ne düzeyde etkin veya kar getirci şekilde kullandığını gösteren bir orandır ve net gelirin toplam aktife oranlanması suretiyle hesaplanmaktadır (Brigham ve Houston, 2009: 96):

$$ROA = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

Öz sermaye Karlılığı (Return on Equity-ROE): Öz sermaye karlılığı ölçütü, hissedarların koydukları sermayeden ne düzeyde getiri sağladıklarını gösteren bir orandır ve net karın öz sermayeye oranlanması suretiyle hesaplanmaktadır (Brigham ve Houston, 2009: 97):

$$ROE = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Öz sermaye}}$$

Satışların Getirisi/Net Kar Marjı (Return on Sales-ROS): Oran, bir birim satışlardan ne düzeyde net kar elde edildiğini göstermektedir ve net karın net satışlara oranlanması suretiyle hesaplanmaktadır (Aydın vd., 2010: 123).

$$ROS = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Net Satışlar}}$$

Hisse Başına Kazanç (Earnings Per Share-EPS): Bu oran; yatırımcıların her bir liralık hisse başı kazanç karşılık hisse senedine kaç lira ödemeye razı olduğunu göstermekte ve hisse başına piyasa fiyatının hisse başına kazanç oranlanması suretiyle hesaplanmaktadır (Aydın vd., 2010: 126):

$$EPS = \frac{\text{Hisse Başına Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kazanç}}$$

Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes-NOPLAT): Bu oran; satış gelirlerinden satılan malın maliyeti, faaliyet giderleri, amortisman giderleri ve verginin düşülmesi suretiyle hesaplanmaktadır. NOPLAT, yatırılan sermayeden sağlanan getirin belirlenmesinde kullanılan bir ölçüttür (Hill ve Jones, 2013: 40).

Yatırılan Sermayenin Karlılığı (Return on Invested Capital-ROIC): Bu oran, yapılan yatırımdan sağlanan getiri düzeyini belirlemede kullanılmakta ve vergi sonrası net faaliyet karının yatırılan sermayeye oranlanması suretiyle hesaplanmaktadır (Hill ve Jones, 2013: 40):

$$ROIC = \frac{\text{Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı}}{\text{Yatırılan Sermaye}}$$

4. VERİ SETİ, YÖNTEM VE BULGULAR

4.1. Veri Seti

Araştırmada BIST'e kayıtlı olan ve taşıt araçları sanayi sektöründe faaliyet gösteren 10 firmanın piyasa katma değerleri (MVA) ile finansal performans ölçütleri arasındaki ilişkinin 2003-2013 yılları aralığında incelenmesi amaçlanmaktadır. Analize dâhil edilen

firmalar; Türkiye’de faaliyet gösteren ve BIST’de taşıt araçları sanayi sektöründe işlem gören *Anadolu Isuzu, Bosch Fren Sistemleri, Ditaş Doğan, Ege Endüstri, F-M İzmit Piston, Ford Otosan, Karsan Otomotiv, Otokar, Parsan ve Tofaş Oto Fabrikaları* olmak üzere toplamda 10 firmadır. Sektörde işlem gören diğer üç firmanın ise belli yıllar bazında verilerine ulaşılamaması nedeniyle bu firmalar analiz kapsamına alınmamıştır. Veri setinin oluşturulması noktasında analize dâhil edilen firmaların yıllık finansal tabloları ve ele alınan yıllar bazında hisse senedi kapanış fiyatlarından yararlanılmıştır (www.bist.gov.tr; www.isyatirim.com.tr). 11 yıllık bir dönem ve 10 adet firma olmak üzere toplamda 110 gözlem modele dâhil edilmiştir.

4.2. Panel Veri Analizi

Panel veri analizi yöntemi; bireylere, firmalara veya ülkelere ait zaman serisi ve yatay kesit verilerinin bir arada incelenmesine imkân tanıyan bir yöntemdir. Bu bağlamda söz konusu yöntem; araştırmacıya değişkenler hakkında daha aydınlatıcı verilere ulaşma ve değişkenler arasında daha az bağımlılığı sağlama noktasında büyük önem taşımaktadır. Ayrıca panel veri analizi, sadece zaman serisi veya sadece yatay kesit verisi şeklinde incelenmesi yeterli olmayan durumlarda etkili ve tutarlı bir analiz yapabilme noktasında etkili sonuçlar vermektedir (Gujarati, 2003: 638).

4.3. EVA’nın MVA’yı Açıklama Gücünün Geleneksel Performans Ölçütleri ile Karşılaştırılması

Analiz gerçekleştirilmeden önce her bir değişken için birim kök testleri gerçekleştirilerek serinin durağan olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Analize dâhil edilen veriler Shin W-Stat, Lewin-Lin ve Chu, Im-Pesaran ve Shin, PP ve ADF birim kök sınaması ile incelenmeye alınmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 1’de gösterilmektedir:

Tablo 1: Birim Kök Sınaması

	Levin, Lin & Chu t*	Im, Pesaran and Shin W-stat	ADF	PP
EVA	-9,11468*	-4,06517*	56,33170*	74,47270*
EPS	-12,71710*	-2,51667*	38,29960*	32,39990*
ROA	-18,09400*	-5,89460**	64,47430*	59,88740*
ROE	-197,10700*	-46,93780*	74,07250*	71,92370*
ROS	-126,57900*	-36,57980**	58,63130*	74,19400*
ROIC	-12,68720*	-3,19062*	64,11520*	128,29500*
NOPLAT	-9,44555*	-2,54610*	5,93325*	101,40100*
MVA	-7,17377*	-2,03819**	46,28180*	69,14820*

*%1 düzeyinde ve **%5 düzeyinde anlamlıdır.

Serilerin durağan olup olmadığını gösteren test istatistiklerini gösteren Tablo 1 incelendiğinde; modeldeki tüm değişkenlerin düzeyde durağan oldukları sonucuna varılmaktadır.

Regresyon modelinin analizine geçilmeden önce yapılması gereken analizlerden bir diğeri ise; modelin sabit etkiler (fixed effect) modeli ve rastsal etkiler (random effect) modellerinden hangisine göre yapılacağını belirlemesidir. Bu noktada, söz konusu durumu tespit etmek amacıyla Hausman testi gerçekleştirilmiş olup, hipotezler şu şekildedir:

- H_0 : Rastsal Etkiler Modeli Sabit Etkiler Modelinden Daha Etkindir.

- H_1 : Sabit Etkiler Modeli Rastsal Etkiler Modelinden Daha Etkindir.

Tablo 2: Modelin İstatistikî Olarak Sınanması

	Ki-kare İstatistiği	Ki-kare Serbestlik Derecesi	p değeri
Model	21.102169	7	0.0036*

*%1 düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 2’de ifade edilen Hausman testi sonuçlarına göre; modelin %1 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezini reddettiği ve ele alınan model için gerçekleştirilecek olan panel veri tahmininde sabit etkiler yönteminin kullanılmasının daha etkin ve tutarlı sonuçlar vereceği anlaşılmaktadır.

Değere dayalı performans ölçütlerinden EVA’nın, firmaların piyasa değerini gösteren MVA’yı açıklamada diğer ölçütlere göre ne düzeyde etkin olduğunu belirlemek amacıyla çalışmada ele alınan taşıt araçları sanayi firmalarının 2003-2013 yıllarına ait MVA değerleri bağımlı değişken; EVA, ROA, ROE, EPS, ROS, ROIC ve NOPLAT değerleri ise bağımsız değişken olarak regresyon analizine tabi tutulmuş ve elde edilen sonuçlar Tablo 3’de gösterilmiştir:

Tablo 3: Sabit Etkili Model Tahmin Sonuçları Bağımlı Değişken: MVA

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t istatistiği	Olasılık
c	16.72993	2.168199	7.716049	0.0000
EVA	0.199738	0.082543	2.419792	0.0177**
NOPLAT	-0.07224	0.061287	-1.178715	0.2419
EPS	0.024671	0.008975	2.748915	0.0073*
ROA	0.055137	0.505043	0.109173	0.9133
ROE	0.014397	0.017389	0.82793	0.4101
ROIC	-0.312923	0.417124	-0.750191	0.4553
ROS	-0.027585	0.015896	-1.735303	0.0864***
R^2	0.940358			
Düzeltilmiş R^2	0.921674			
F istatistiği	50.33178			
Olasılık (F istatistiği)	0.000000			
Durbin Watson Değeri	1.541148			

*%1 düzeyinde anlamlıdır, **%5 düzeyinde anlamlıdır, ***%10 düzeyinde anlamlıdır.

2003-2013 döneminde gözlemlenen veri sayısı (n), 14 yatay kesit (i) ve 11 dönem (t) çarpımı kadar (110) olmaktadır. Tablo 3’de görüldüğü üzere panel regresyon denkleminde F testi tahmin edilen denklemin istatistikî açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir. Analize dâhil edilen değişkenlerden MVA üzerinde istatistikî açıdan anlamlı etkiye sahip olan değişkenlerin ise EVA (%5 anlamlılık düzeyinde), EPS (%1 anlamlılık düzeyinde) ve ROS (%10 anlamlılık düzeyinde) olduğu anlaşılmaktadır.

EVA ile MVA arasında %5 anlamlılık düzeyinde pozitif bir ilişki gözlenmekte olup katsayısı 0.199738’dir. Bu noktada, EVA’daki %1’lik artışın, MVA üzerinde yaklaşık % 0.19’luk bir artış yarattığını ifade etmek mümkündür. Benzer pozitif yönlü ilişki EPS ile

arasında da söz konusu olmakla birlikte, MVA ile ROS arasında %10 anlamlılık düzeyinde negatif yönlü bir ilişkinin olduğu gözlenmektedir.

Otokorelasyon hakkında bilgi veren Durbin Watson istatistik değerinin (1.54) ise kritik değer olan 2 sayısına yakın bir değer alması, modelde oto korelasyon sorununun olmadığını göstermektedir.

Çalışmanın modelini oluşturan değişkenlerin MVA'yı açıklama güçlerinin ayrı bir şekilde değerlendirilebilmesi amacıyla; MVA'nın bağımlı, EVA, ROA, ROE, EPS, ROS, ROIC ve NOPLAT'ın ise bağımsız değişken olarak belirlendiği yedi basit regresyon modeli oluşturulmuştur. Söz konusu regresyon modellerinden elde edilen sonuçlar Tablo 4'de gösterilmektedir:

Tablo 4: MVA ile Bağımsız Değişkenler Arasındaki İlişki

	EVA	ROA	ROE	NOPLAT	EPS	ROS	ROIC
p değeri	0.0000**	0.3536	0.2441	0.9118	0.0008*	0.0262**	0.5042
R²	0.9418	0.9166	0.9171	0.9158	0.9259	0.9204	0.9162

*%1 düzeyinde anlamlıdır, **%5 düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 4 incelendiğinde; MVA ile EVA (p: 0.0000, R²: 0.9418), EPS (p: 0.0008, R²: 0.9259).ve ROS (p: 0.0262, R²: 0.9204)arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki olduğu gözlenirken, diğer bağımsız değişkenler ile MVA arasında herhangi bir anlamlı ilişki tespit edilememiştir. Modelde yer alan değişkenlerin R² düzeylerine bakıldığında; anlamlı ilişki elde edilen bağımlı değişkenlerin R² düzeylerinin birbirine yakın seyrettiği, ancak en yüksek açıklama gücüne sahip bağımsız değişkeninin EVA olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Firmaların temel ve öncelikli amacı; firmanın piyasa değerini maksimize etmektir. Dolayısıyla performans değerlendirme konusu, gerek hissedarlar gerek yatırımcılar gerekse diğer ilgili kesimlerce son derece önem verilen konulardan biri haline gelmiştir. Firmanın sahip olduğu kaynakların etkin kullanılıp kullanılmadığı veya yapılan yatırımlardan ne ölçüde katma değer yaratıldığı belirlenmesi noktasında sermaye maliyetleri ve getiri oranları büyük önem arz etmektedir. Değere dayalı performans ölçütlerinin, tüm finansal maliyetleri göz önünde bulundurması yönüyle diğer ölçütlere göre daha etkili sonuçlar verebileceğine dair düşüncelerin ortaya çıkmasıyla birlikte, bu ölçütlerle geleneksel ölçütler arasındaki ilişkinin belirlenmesi noktasında pek çok çalışma gerçekleştirilmiştir.

Bu çalışmada; BİST'e kayıtlı ve taşıt araçları sanayi sektöründe faaliyet gösteren 10 firmanın 2003-2013 yılları aralığındaki MVA değerlerinin, değere dayalı ölçütlerden biri olan EVA ve geleneksel performans ölçütleri arasındaki ilişkisinin belirlenmesi amaçlanmaktadır. Söz konusu amacı gerçekleştirme noktasında gerçekleştirilen panel veri analizinde; 2003-2013 döneminde gözlemlenen veri sayısı (n), 10 yatay kesit (i) ve 11 yıl (t) olmak üzere toplamda 110 gözlem şeklindedir.

Çalışmada ilk olarak; ele alınan konuya ilişkin olarak literatürde gerçekleştirilmiş olan çalışmalar değerlendirmeye alınmıştır. Çalışmaya dâhil edilen değişkenlerin belirlenip modelin oluşturulmasının ardından, değişkenlerin durağan olup olmadıklarını tespit etmek amacıyla birim kök testleri yapılmıştır. Daha sonra, sabit etkiler modeli ve rastsal etkiler

modellerinden hangisinin kullanılması gerektiğini belirlemek amacıyla Hausman testi gerçekleştirilmiş ve sabit etkiler modelinin daha uygun olacağı sonucuna varılmıştır. Son olarak ise; oluşturulan modelin analiz aşamasına geçilerek, elde edilen bulgular değerlendirmeye alınmıştır. Yapılan analiz neticesinde; MVA üzerinde istatistikî açıdan anlamlı etkiye sahip olan değişkenlerin EVA, EPS ve ROS olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer bağımsız değişkenlerin ise MVA değerlerini istatistikî anlamda açıklamada önemli bir rol oynamadığı görülmüştür. Ele alınan değişkenlerden bazıları dikkate alındığında çalışmadan elde edilen bulgular, literatürdeki bazı çalışmalarla paralellik göstermekle birlikte (Lehn ve Makhija; 1997, Biddle vd.; 1997, Chen ve Dod; 1998, Worthington ve West; 2004 ve Yılgör; 2005), bazı çalışmalardan farklı sonuçlar elde edildiğini göstermiştir (Acheampong ve Wetzstein; 2001, Peixoto; 2002, Ismail; 2006, Visaltanachoti vd.; 2008). Bu duruma; farklı yöntemlerin uygulanması, farklı değişkenlerin ele alınması veya sektörlerdeki farklılıklar gerekçe olarak gösterilebilir. Bu noktada değere dayalı performans ölçütleri ile geleneksel performans ölçütlerinin, firma değerini ne düzeyde açıkladığını belirlemek ve gerekli karşılaştırmaları yapabilmek adına çeşitli sektörler, farklı değişkenler ve yöntemlerin de ele alınması ileriki çalışmalar için yön gösterici olabilir.

KAYNAKÇA

- ABDEEN, M.A. ve HAIGHT, T.G. (2002). A Fresh Look At Economic Value Added: Empirical Study Of The Fortune Five-Hundred Companies, *The Journal of Applied Business Research*, 18(2): 27-35.
- ACHEAMPONG, J.Y. ve WETZSTEIN, M.E. (2001). Comparative Analysis of Value-Added and Traditional Measures of Performance: An Efficiency Score Approach, Working Paper, Available at <http://www.econbiz.de/Record/comparative-analysis-of-value-added-and-traditional-measures-of-performance-an-efficiency-score-approach-acheampong-yvonne/10005493749>.
- AKBAŞ, H.E. (2011). Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı ve Hissedar Değeri, *Mali Çözüm Dergisi*, Temmuz-Ağustos, 115-132.
- ALP, A., DEMİRGÜNEŞ, K., BAN, Ü. ve ÖZTÜRK, B. (2009). Ekonomik Katma Değer (Eva™) Bakış Açısıyla Finanslama Kararları, *Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(2): 59-82.
- AYDIN, N., BAŞAR, M. ve COŞKUN, M. (2010). *Finansal Yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- BAYBORDI, A., BARVARI, F., BAHRAMIHAJIABAD, T. ve SHEYKHLOU, M. (2013). Evaluating the Relationship between Economic Values Added and Stock Return in Companies Listed at Tehran Stock Exchange, *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 3(2): 1307-1311.
- BAYRAKDAROĞLU, A. ve ÜNLÜ, U. (2009). Performans Değerlemede EVA ve MVA Ölçütleri: Bu Ölçütler Açısından İMKB ve NYSE' nin Karşılaştırmalı Analizi, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(1): 287-312.
- BIDDLE, C.G., BOWEN, R.M. ve WALLACE, J.S. (1997). Does EVA® Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values, *Journal of Accounting and Economics*, 24: 301-336.
- BIDDLE, C. G. ve Wallace, James S. (1998). Economic Value Added: Some Empirical Evidence, *Managerial Finance*, 24 (11), 60-71.

- BRIGHAM, E.F. ve HOUSTON, J.F. (2009). *Fundamentals of Financial Management*. Twelfth Edition, USA: South-Western Cengage Learning.
- CHEN, S. ve DODD, J.L. (1998). Usefulness of Operating Income, Residual Income and EVA[®]: A Value-Relevance Perspective, *MBAA Conference*, Illinois, March 28, Chicago.
- FARSIO, F., DEGEL, J. ve DEGNER, J. (2000). Economic Value Added (EVA) and Stock Returns, *The Financier*, 7(1-4): 115-118.
- GUJARATI, N.D. (2003). *Basic Econometrics*, New York, McGraw Hill, Fourth Edition.
- HAJIABBASI, M., KAVIANI, M., LARGANI, N.S., LARGANI, M.S ve MONTAZERI, H. (2012). Comparison of Information Content Value Creation Measures (EVA, REVA, MVA, SVA, CSV and CVA) and Accounting Measures (ROA, ROE, EPS, CFO) in Predicting the Shareholder Return (SR) Evidence from Iran Stock Exchange, *ARNP Journal of Science and Technology*, 2(5): 517-521.
- HASANI, S.M. ve FATHI, Z. (2012). Relationship the Economic Value Added (EVA) with Stock Market Value (MV) and Profitability Ratios, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4(3): 406-415.
- HILL, C. ve JONES, G. (2013). *Strategic Management: An Integrated Approach*, 10th Edition, USA: South-Western Cengage Learning.
- ISMAIL, A. (2006). Is Economic Value Added More Associated with Stock Return than Accounting Earnings? The UK Evidence, *International Journal of Managerial Finance*, 2(4): 343-353.
- KHOSRAVI, S., FATHI, Z. ve VALINIA, S.N. (2014). Investigating the Relationship between Financial Evaluation (Economic and Market Value-Added) and Dividend Yield of the Companies Listed on Tehran Stock Exchange, *Journal of Current Research in Science*, 2(1): 104-109.
- KUĞU, T.D. ve KIRLI, M. (2013). Ekonomik Katma Değer (EVA[®]) Ölçütünün Sermaye Yapısı ile İlişkilendirilmesi: İMKB’ de Bir Uygulama, *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İİBF Dergisi*, 1: 171-180.
- KUMAR, S. ve SHARMA, A.K. (2011). Further Evidence on Relative and Incremental Information Content of EVA and Traditional Performance Measures from Select Indian Companies, *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 9(2): 104-118.
- LEE, S. ve KIM, W.G.(2009). EVA, Refined EVA, MVA, or Traditional Performance Measures for the Hospitality Industry?, *International Journal of Hospitality Management*, 28(3): 439-445.
- LEHN, K. ve MAKHIJA, A. (1997). EVA, Accounting Profits and CEO Turnover: An Empirical Examination: 1985–1994, *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(2): 90-97.
- MADITINOS, I.D., ŠEVIĆ, Ž. ve THERIOU, N.G. (2005). Performance measures: Traditional accounting measures versus modern value-based measures: The case of earnings and EVA[®] in the Athens Stock Exchange (ASE), 3rd International Conference on Accounting and Finance in Transition (ICAFT), Greenwich, July, London.
- NAKHAEI, H. ve HAMID, N.I.N.B. (2013). Analyzing the Relationship between Economic Value Added (EVA) and Accounting Variables with Share Market

Value in Tehran Stock Exchange (TSE), *Middle-East Journal of Scientific Research*, 16(11): 1589-1598.

ÖNAL, Y.B., KANDIR, S.Y. ve KARADENİZ, E. (2006). Piyasa Katma Değeri (MVA) İle Finansal performans Ölçütleri Arasındaki İlişkinin Ölçülmesi: İMKB'ye Kote 5 Turizm İşletmesi Üzerine Bir Uygulama, *Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi*, 10: 13-30.

ÖZTÜRK, M.B.(2004). Finansal Performansın Ölçülmesinde Alternatif Bir Yöntem 'Ekonomik Katma Değer', *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 18(3-4):, 351-368.

PEIXOTO, S. (2002). Economic Value Added® Application to Portuguese Public Companies, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=302687> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.302687>.

POURALI, M.R. ve ROZE, Z. (2013). The Relationship between Market Value Added with Refined Economic Value Added and Performance Accounting Criteria in the Firms listed in the Tehran Stock Exchange, *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*, 4(6): 1636-1645.

ŞAMİLOĞLU, F. (2005). Piyasa Katma Değeri ve Hisse Getirileri: İMKB'deki İmalat Sanayi Şirketlerinde Ampirik Bir Uygulama, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 25: 79-88.

ŞAMİLOĞLU, F. ve AKGÜN, A.İ. (2010). Finansal Raporlama Standartlarına Uygun Finansal Tablolar Analizi. Bursa: Ekin Yayınevi.

TOPAL, Y. (2008). Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Pazar Katma Değer (MVA) Arasındaki İlişki İMKB İmalat İşletmelerinden Örnek, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(2): 249-261.

TURVEY, G.C., LAKE, L., DUREN, E. ve SPARLING, D. (2000).The relationship between economic value added and the stock market performance of agribusiness firms, *Agribusiness*, 16(4): 399-416.

VISALTANACHOTI, N., LUO, R. ve YI, Y. (2008). Economic Value Added (EVA®) and Sector Returns, *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 4(2): 21-41.

WORTHINGTON, C.A. ve WEST, T. (2004). Australian Evidence Concerning the Information Content of Economic Value-Added, *Australian Journal of Management*, 29(2): 201-224.

YILGÖR, A.G. (2005). İşletme Performansının Değerlendirilmesinde Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Piyasa Katma Değeri (PVA) Yöntemleri ve Bu Yöntemlerin Hisse Senedi Getirilerini Açıklama Gücünün İncelenmesi: İMKB 100 Örneği, *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 60(1): 225-248.

YILMAZ, T. ve Bastı, Eyüp. (2013). İmalat Sanayi Şirketlerinin Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Piyasa Katma Değerine (MVA) Dayalı Performans Analizi: İMKB Örneği, *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 21: 82-105.

<http://www.kap.gov.tr> /30.03.2014

<http://www.isyatirim.com.tr> / 18.03.2014

<http://www.tcmb.gov.tr> / 18.03.2014