

YATIRIM VE YÖNETİM KARARLARI AÇISINDAN KÂR KAVRAMINDAKİ DEĞİŞİM

Güven SAYILGAN

(Yrd. Doç. Dr., Ankara Üniversitesi S.B.F., İşletme Bölümü, 06590, ANKARA)
sayilgan@politics.ankara.edu.tr

Kadir GÜRDAL

(Dr. Öğr. Gör., Ankara Üniversitesi S.B.F., İşletme Bölümü, 06590, ANKARA)
kgurdal@politics.ankara.edu.tr

Özet:

Kâr kavramı, farklı açılardan ve farklı amaçlar ile tanımlanabilmektedir. İşletmelerin üretim, finansman, rekabet vb. faaliyetlerindeki ve etkileşimde buldukları ekonomik ortamın koşullarındaki değişimler, farklı amaçlarla kâr tanımlamalarını gerektirmektedir. Bu çalışmada, konuya ilişkin literatür taraması yapılarak; kâr'ın hesaplanmasına, yönetim ve yatırım kararlarında kullanılmasına yönelik yaklaşımlardan oluşan ortaya çıkan değişimler ortaya konulmaya çalışılmıştır. Bu amaca bağlı olarak, literatür taramasında saptanan kâr kavramları ayrıntılı olarak açıklanmamış ancak, temel yaklaşım farklılıkları bulunan; muhasebe kârı, ekonomik kâr, riske göre düzeltilmiş getiri kavramları başta olmak üzere başlıca kâr kavramları ana hatları ifade edilmeye çalışılmıştır. Çalışmada, kâr denildiğinde ilk akla gelen kâr kavramı olan muhasebe kârı'nın, özkaynak maliyetlerini ve işletme riskini açıklama bakımından sınırlı olduğu, kârın hesaplanmasında özkaynak maliyetlerinin ve riskin de göz önünde bulundurulması gerektiğini ileri süren yaklaşımların gelişmekte olduğu ve giderek işletmeler tarafından kullanılmaya başlandığı sonuçlarına ulaşılmıştır.

Abstract:

Change in the Concept of Profit in terms of Investment and Management Decisions

Profit can be defined in different ways by considering different aims and aspects. The activities of a business and the changes about the economic conditions make profit to be defined differently. In this study, it

Anahtar Sözcükler: Muhasebe kârı, ekonomik kâr, finansal kararlar.

Keywords: Accounting profit, ekonomik profit, financial decisions.

is aimed by a literature study to determine the different opinions and trends about the calculation of the profit, the use of profit in management and investment decisions. The determined profit terms aren't explained but some of them like accounting profit, economic profit, risk adjusted return etc. needed to be explained. As a result of the study, it is obvious that the accounting profit can not explain (doesn't include) the cost of capital and the business risk. In recent years there is a trend to use the cost of capital and business risk in the process of calculating the profit and in decision making.

GİRİŞ

Bu çalışmanın temel amacı, kârın hesaplanmasına ilişkin yaklaşımlardaki “temel bakış açılarının zaman içinde gösterdiği değişim”i ortaya koymaktır. Bu bakımdan çalışmada ele alınan farklı kâr kavramlarına ilişkin hesaplamalara yer verilmemiştir. Çalışmanın amacına uygun olarak, farklı kâr kavramlarını değerlendirmek amacıyla; esas olarak, “muhasabe kârı” ve “ekonomik kâr” kavramlarının tartışılması, farklı kâr ve kârlılık oranlarını hesaplama yaklaşımlarına ilişkin literatür taramasının yapılması, bir başka ifade ile kârın veya finansal başarı ölçütü¹ olan “işletme kâr”ının zaman içindeki değişiminin izlediği seyirin de açıklanması hedeflenmektedir.

İşletme değeri üzerinde etkili olan kâr, işletmenin bir dönemde ürettiği katma değeri ortaya koyabildiği ölçüde, yatırım ve yönetimle ilgili finansal kararların doğru alınmasına yardımcı olur. İşletmelerin yöneticileri, ortakları veya kredi verenleri, işletmeye ilişkin analizlerinde büyük ölçüde kârı göz önünde bulundurmaktadırlar. Temel karar değişkenlerinden biri olan kârın ne şekilde hesaplandığının, neyi içerdiğinin veya neyi içermediğinin bilinmesi, işletme durumunun daha doğru bir şekilde anlaşılmasını sağlayacaktır.

İşletmeye yatırım yapanların temel beklentisinin, “tatminkar kâr” sağlamak olduğu şeklinde yaygın bir kabul vardır. Tatminkar kârın, yalnızca “tutar”a göre açıklanması doğru değildir. Kâr, finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesini engellemeyecek bir risk düzeyinde, zamanında ve beklentileri karşılayacak tutarda elde edilebiliyorsa “tatminkar” olabilir.

Bu açıdan değerlendirildiğinde kâr, “bir işletmenin belli bir dönemde elde ettiği gelirlerden, bir dönem içinde yaptığı giderlerin çıkarılmasından sonra kalan tutar” şeklinde tanımlanabilecek kadar basit bir bakış açısından ifade edilmemelidir. Kâr veya beklenen kâr, işletmenin sürekliliği veya sona ermesi şeklinde sonuçlar doğurma potansiyeline sahiptir ve zaman, risk, beklenti

değişkenlerini içerecek şekilde tanımlanabildiği ölçüde kararları olumlu olarak etkileyebilme gücüne sahip olacaktır.

Finans kuramına göre, işletme yöneticilerinin amacı; ortakların refahının en üst düzeyde gerçekleştirilmesidir.² Bu amacın, neden işletme kârını en yüksek düzeye çıkarma amacı ile eş anlama gelmediği ise açıklanmalıdır. Bu amaçla, genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre üretilen “muhasebe kârı”nın, finansal kararlar bakımından taşıdığı önemin tartışılması gerekmektedir. Bu tartışmanın dayandığı temel soru, “muhasebe kârı, işletme başarısını ölçmede yeterli midir?” sorusudur.

Kâr ne şekilde hesaplanırsa hesaplansın, bir tutar olarak ifade edildiği için başlı başına işletme başarısını ifade etmek bakımından yeterli olmayabilir. Bu bakımdan işletmenin kârlılık oranlarının, kâr tutarından daha önemli bir karar değişkeni olduğu söylenebilir. Kârlılık oranları, kâr tutarının değişik finansal göstergelere oranlanması yoluyla elde edilmektedir³ ve kâr tutarına göre daha anlamlı bir şekilde karşılaştırılabilir olduğundan daha kullanılabilir niteliktedir. Kârın hesaplanma biçimlerindeki farklılıklar, kârlılık oranları üzerinde etkili olmaktadır.

I. KÂRIN TANIMLANMASI VE ÖNEMİ

I.1. Kâr Kavramı

Kâr, ilk bakışta net bir kavram olarak algılanıyor olsa da, muhasebe ve finansman disiplinleri yanında; ideolojik, teolojik, sosyolojik ve ekonomik açılardan da büyük ölçüde tartışmalı bir kavramdır.

Kâr tartışılırken, uzlaşılan taraf; kârın gelirler ve giderler arasındaki olumlu fark olduğudur. Görünürde bir uzlaşma olsa da, neyin gelir neyin gider olarak kabul edilmesi gerektiği konusunda tartışmalar sürmektedir.

Öncelikle kârın çeşitli açılardan tanımlanmasının bir sorun değil, bir gereklilik olduğu belirtilmelidir. Konu ile ilgili temel kitaplarda kârın; finansman maliyetleri bakımından, muhasebe kârı - ekonomik kâr; vergi yasaları bakımından, ticari kâr-mali kâr; işletmenin faaliyet sonuçları bakımından, brüt satış kârı - faaliyet kârı - olağan kâr - dönem kârı - dönem net kârı; ekonomik analiz bakımından, normal kâr - aşırı kâr; özkaynak değişimleri bakımından, dönem net kârı - kapsamlı kâr⁴ gibi ayrımlara tabi tutulduğu görülmektedir.

I.2. Kârın Önemi

Kâr, işletmelerle ilgili kararlarda temel bir ölçüt olması bakımından özel bir öneme sahiptir. Kâr, işletmenin bir dönemine ilişkin faaliyet sonuçlarını ifade etmekle birlikte, geçmiş dönemlerdeki kâr tutarlarından hareketle gelecek dönemlerde sağlanabilecek kârın tahmin edilmesinde de kullanılmaktadır. Finansal kararların “değer”⁵ ile ilişkisi, değerinde “kar” ile ilişkisi göz önünde bulundurulduğunda kârın, neden “işletmelerle ilgili kararlarda temel bir ölçüt” olduğu daha iyi anlaşılabilir. (Barth vd., 1999: 205-229)

Kârın, yukarıda genel olarak belirtilen önemi, aşağıda maddeler şeklinde sıralanmaya çalışılmıştır. Kâr;

- İşletmenin gelecek dönemlerdeki başarılarına ilişkin olumlu veya olumsuz beklenti oluşturma gücü bakımından önemlidir.
- İşletme değerini etkileme bakımından önemlidir.
- İşletme başarı (performans) ölçütü olması bakımından önemlidir.
- İşletmenin büyüme potansiyelini göstermesi bakımından önemlidir.
- Kâr dağıtım politikalarının saptanması bakımından önemlidir.
- Kaynak dağılımının optimalleştirilmesi bakımından önemlidir.
- Ortakların getiri beklentilerini karşılayabilme potansiyelini gösterebilme bakımından önemlidir.
- Fiyatlandırma kararları bakımından önemlidir.
- Yöneticilerin ve çalışanların ödüllendirilmesi bakımından önemlidir.
- İşletmenin vergi planlaması bakımından önemlidir.
- Milli gelir⁶ ve diğer makro ekonomik hesaplamalar bakımından önemlidir.

II. İŞLETME BAŞARISININ DEĞERLENDİRİLMESİNDE KÂRIN YERİ

İşletme başarısının değerlendirilmesinde kullanılan ölçütlerden biri olan kâr; başlı başına bir başarı değerlendirme ölçütü olarak kullanıldığında yanlış anlaşılmalara neden olabilmektedir. Örneğin, aynı tutarda kâr sağlamış iki şirketin aynı başarı düzeyinde olduklarını söylemek yanlış olabilir. Elde edilen kârın hangi yatırım, finansman ve risk düzeyinde elde edilmiş olduğu önemlidir.

Bu bakımdan kârın hesaplanması yanında kârlılık oranlarının da hesaplanması gündeme gelmiştir. Net kârın farklı şekillerde hesaplanması

durumunda; kârın kullanılmasıyla hesaplanan kârlılık oranları farklılıklar göstermekte ve işletme başarısının ölçülmesi bakımından karşılaştırma sorunları yaşanmaktadır.

Net kârın, muhasebe kârı veya ekonomik kâr olarak hesaplanmış olmasından kaynaklanan karşılaştırma sorunları dışında, varlıkların (örneğin aktifler) veya kaynakların (örneğin sermaye) değerlendirilmesi sorunları da ortaya çıkmaktadır. Değerleme sorunlarının aşılması ve finansal kararlara uygun verilerin hesaplanması bakımından muhasebe uygulamalarında “gerçeğe uygun değer” (fair value) kavramı kabul görmekte ve yaygınlaşmaktadır.

Finansal kararlar açısından kârlılık oranlarının hesaplanmasında; payda yer alacak kârın ekonomik kâr, paydada yer alacak değer de gerçeğe uygun değer olarak göz önünde bulundurulması bile yeterli olamamaktadır. Bu bakımdan yaşanan sorunların giderilmesi amacıyla daha analitik ön çalışmaları gerektiren kârlılık oranlarının hesaplanmasına yönelik yeni yöntemler geliştirilmektedir. Bu yöntemlerden en bilinenlerinden biri “riske göre düzeltilmiş sermaye getirisi” (Risk Adjusted Return on Capital = RAROC)⁷ dir. Bu çalışmada, riske göre düzeltilmiş sermaye getirisi ile ilgili olarak genel bir açıklama yer alacaktır.

Tarihsel gelişim içinde, işletmelerin başarısı, öncelikle muhasebe kârının (ticari kârın) düzeyi ile açıklanmaya çalışılmıştır. Muhasebe kârının, finansal kararlar bakımından taşıdığı sınırlılıklar nedeniyle, zamanla işletmenin ürettiği katma değer veya kârın tanımlanmasına ilişkin yeni yaklaşımlar geliştirilmiştir. Bu tanımlamalardan hareketle geliştirilen ve aşağıda sıralanan değişik hesaplama yöntemlerinin, özleri itibarıyla muhasebe kârı ve ekonomik kâr farkından yola çıkılarak geliştirildiği anlaşılmaktadır.

Çalışmanın amacı göz önünde bulundurularak ilgili yöntemlerden sık kullanılanlar kısaca açıklanacak, diğer yöntemler için ise açıklamaların yer aldığı ilgili kaynaklara sadece atıfta bulunulacak, açıklama yapılmayacaktır. Yapılan literatür taramasında ulaşılan ve işletme başarısını (kâr veya katma değer) ölçmeye yönelik olarak kullanılan yöntemlerin başlıcaları aşağıdaki gibidir:

- Muhasebe kârı,
- Ekonomik kâr,
- Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added = EVA),
- Piyasa Katma Değeri (Market Value Added = MVA),
- Nakit Katma Değer (Cash Value Added = CVA)⁸,
- Toplam İşletme Getirisi (Total Business Return = TBR),
- Ortaklık Katma Değeri (Shareholder Value Added = SVA),

- Dengeli Ölçüm Kartı (Balanced Scorecard = BSC)⁹,
- Artık Nakit Akışları (Residual Cash Flows = RCF)¹⁰.

Son yıllarda konu ile ilgili literatürde geniş yer bulan ekonomik kâr, ekonomik katma değer ve nakit katma değer yaklaşımlarının sağladığı katkıların sınırlı olduğuna ilişkin ampirik çalışmaların olduğunu da belirtmek gerekir. (Fernández, 2001; Biddle vd., 1997)

İşletme başarısının ölçülmesi amacına yönelik kâr hesaplanmalarının gelişim sürecine bağlı olarak, kârlılık oranlarının hesaplanmasında da bir gelişme eğiliminin olduğu dikkati çekmektedir. Kârlılık oranlarına ilişkin literatür taramasında ulaşılan özellikli bazı kârlılık oranları aşağıda sıralanmıştır. Sayılan kârlılık oranlarının bazıları sıklıkla karşılaşılan oranlar olduğundan çalışmada bunlara ilişkin bir açıklama yapılmamış, özellikli oldukları kabul edilen oranların ele alındığı bazı kaynaklara atıfta bulunulmakla yetinilmiş, RAROC'a ilişkin kısa açıklamalarda bulunulmuştur.

- Aktif Kârlılığı (Return on Assets = ROA),
- Net Aktif Kârlılığı (Return on Net Assets = RONA),
- Sermaye Kârlılığı (Return on Equity = ROE veya Return on Common Equity = ROCE),
- Tahsis Edilen Nakit Getirisi (Return on Cash Employed = ROCE)¹¹,
- Yatırımların Nakit Getirisi (Cash Flow Return on Investments = CFROI)¹²,
- Riske Göre Düzeltilmiş Sermaye Getirisi (Risk Adjusted Return on Capital = RAROC).

III. MUHASEBE KÂRI VE EKONOMİK KÂR

III.1. Muhasebe Kârı

Finansal tablolar, farklı beklentilerle işletme ile ilgili olan kesimlerin finansal veya ekonomik kararlarını daha rasyonel olarak almalarına yardımcı olacak biçimde; işletmenin finansal performansı, finansal yapısı ve finansal yapısındaki değişikliklere ilişkin bilgileri içermelidir.

Muhasebe kuramı¹³ ve muhasebe uygulamalarındaki¹⁴ genel kabul, muhasebeden olan beklentilerin karşılanması için muhasebe bilgilerinin aşağıdaki özellikleri taşıması gerektiği yönündedir. (Yalkın, 2002: 2; Mirza, 2002: 3) Buna göre bilgiler;

- Anlaşılabilir olmalıdır.
- Kararları etkileme gücüne sahip / ihtiyaca uygun (Relevance) olmalıdır.
- Güvenilir ve doğru olmalıdır.
- Karşılaştırılabilir olmalıdır.
- Zamanında üretilmiş olmalıdır.
- Anlamlı olmalıdır.

Finansal tablolarda yer alan bilgilerin bu özelliklere uygun olarak hazırlanmış olması da, finansal tabloların karar vericilerin beklentilerini bütünüyle karşılamasına yetmemektedir.

Muhasebenin ürettiği bilgiler, “tahakkuk esası”, “maliyet kavramı”, “dönemsellik kavramı”, “ihtiyatlılık kavramı” gibi temel kavramlara göre üretildiğinden, finansal kararlar bakımından gerekli olan “nakit akışlarının gerçekleşme zamanı”¹⁵ ve “piyasa değeri”ne ilişkin doğrudan ve açık bilgileri sağlayamamaktadır.¹⁶ Bu ifadeden, tahakkuk esasına göre oluşturulan muhasebe bilgilerinin piyasa değeri üzerinde etkisinin olmadığı şeklinde bir sonuç çıkarılmamalıdır. Tahakkuk esasına göre üretilen bilgiler ile işletmelerin piyasa değerleri arasındaki ilişkileri inceleyen ampirik çalışmalarda anlamlı ilişkiler saptanmıştır (Barth vd., 1999: 205-229; Core vd., 2003: 43-67).

III.2. Muhasebe Kârı, Tahakkuk Esası ve Nakit Esası

Muhasebe kârının hesaplanmasında belirleyici olan tahakkuk esasında; gelir ve giderlerin, ortaya çıktıkları anda gerçekleştikleri varsayılır. Tahakkuk esasına göre bir gelirin oluşması için, işletmeye nakdin girmesi zorunlu olmadığı gibi; giderin gerçekleşmesi için de işletmeden nakdin çıkması zorunlu değildir. Tahakkuk esasına göre belirlenen dönem gelir ve giderlerinin yer aldığı gelir tablosu da tahakkuk esasına göre oluşturulmaktadır.

Tahakkuk esasına göre saptanan gelir ve giderler, gelir tablosunda, bir dönemin toplam tutarları olarak yer almaktadır. Örneğin, gelir tablosunda finansman giderlerinin 100 TL. olması, dönemin başından sonuna kadar geçen sürede katlanılan finansman giderleri toplamının 100 TL. olduğunu göstermektedir. Bu giderin ortaya çıktığı ay veya bu giderin ödenip ödenmediği bu tablodan anlaşılabilir. Benzer şekilde, gelir ve giderlerin, aynı döneme ilişkin olarak tahakkuk etmeleri koşuluyla, hangi tarihte gerçekleşmiş oldukları ve nakit olarak gerçekleşip gerçekleşmedikleri önemli değildir. Her gelir ve gider, işletmenin yaşamı içinde nakde dönüşmüştür veya dönüşecektir. Gelir ve giderlerin tahakkuk etme ve nakden gerçekleşme zamanları farklıdır. Nakden gerçekleşme, tahakkuk tarihinden önceki veya sonraki dönemlerde olabilir.

Buna karşılık pek çok finansal karar açısından, gelir ve giderlerin nakit olarak tahsil edildiği ve ödendiği tarihin önemi vardır. Bu önem, paranın zaman değerinden kaynaklanmaktadır. Bu olumsuzlukların, enflasyonun yüksek olduğu ekonomik koşullarda daha büyük etkilerinin olduğu açıktır.

Örneğin A İşletmesi'nin bütün gelir ve giderlerinin peşin olarak (nakden), B İşletmesi'nin ise bütün gelir ve giderlerinin 12 ay vadeli olarak gerçekleştirdiği, her iki işletmenin de aynı tarihte faaliyete başlamış olduğu varsayılırsa;

Gelir tablolarında her iki işletmenin de aynı kârı sağlamış olması, bu işletmelerin aynı derecede başarılı olduğunu göstermez. A İşletmesi'nin B İşletmesi'ne göre daha başarılı bir dönem geçirmiş olduğu şeklinde değerlendirme yapmak mümkündür.

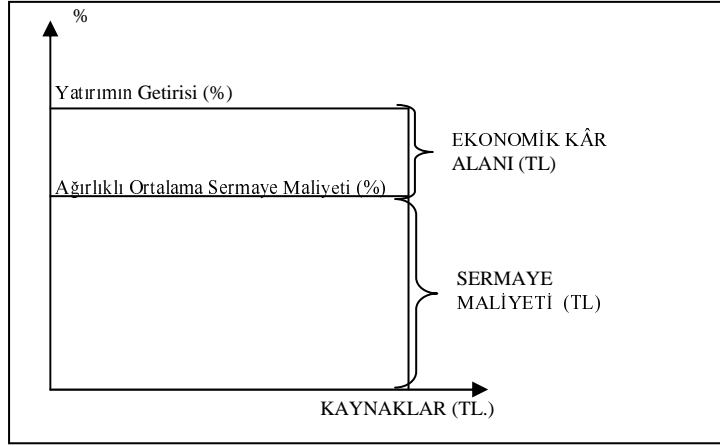
Başka bir örnek şu şekilde geliştirilebilir: A İşletmesi bütün gelir ve giderlerini peşin olarak (nakden) gerçekleştirmekte, ancak giderlerini ocak ayı içinde, gelirlerini de aralık ayı içinde elde etmektedir. C İşletmesi ise, aynı tutarlarda olmak üzere, bütün gelir ve giderlerini peşin olarak (nakden) yapmakta, ancak bu faaliyetlerinden gelir doğuranlar ocak ayı içinde ve gider doğuranlar aralık ayı içinde ortaya çıkmaktadır. Bu varsayımlar altında, C İşletmesi daha başarılı olduğu halde bu başarı gelir tablosu tarafından net olarak yansıtılmamaktadır.

III.3. Ekonomik Kâr

Muhasebe kârı, gelir ve giderler arasındaki fark olarak tanımlanırken; gelir ve giderin ne şekilde belirleneceği önem kazanmaktadır. Muhasebe kârı ile ekonomik kâr arasındaki temel fark, özellikle giderin belirlenmesine ilişkin olarak ortaya çıkmaktadır. Ekonomik kârın hesaplanmasında, işletme finansmanında kullanılan tüm kaynakların maliyeti göz önünde bulundurulmaktadır. Muhasebe kârının belirlenmesinde ise yalnızca borçlanma maliyetleri (faiz giderleri) dikkate alınmaktadır. Muhasebe kârının hesaplanmasında özkaynak maliyetlerinin bir gider olarak kabul edilmemesinden dolayı, diğer koşulların sabit kaldığı varsayımı altında, muhasebe kârı ekonomik kârdan daha yüksek bir tutarda hesaplanmaktadır.

Finans kuramında sermaye maliyetinin hesaplanmasında yalnızca borçlanma maliyetleri göz önünde bulundurulmamakta, özkaynak maliyetleri de bir maliyet unsuru olarak değerlendirilmektedir. Bu açıdan bakıldığında ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanması ve işletme kararlarında kullanılması, büyük ölçüde ekonomik kâr yaklaşımına uygun bir tercih olarak karşımıza çıkmaktadır.

Aşağıdaki şekilde, ekonomik kârın; yatırım getirisinden ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti çıkarıldıktan sonra kalan tutar olduğu görülmektedir.



Şekil 1. Ekonomik Kâr

III.4. Muhasebe Kârının Sınırlılıkları

Finansal kararlarda muhasebe kârının doğrudan kullanılması, bazı sınırlılıklar nedeniyle, uygun değildir. Belirtilen sınırlılıkların başlıcaları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

III.4.1. Sınırlılık: Yukarıda da belirtildiği gibi, muhasebe kârının hesaplanmasında tüm kaynakların maliyetleri göz önünde bulundurulmamaktadır. Muhasebe kârı hesaplanırken, işletmenin finansmanında kullanılan kaynaklardan yalnızca borçlanma maliyetlerinin (faizlerin) göz önünde bulundurulup, özkaynak maliyetlerinin veya alternatif maliyetlerin göz önünde bulundurul(a)maması temel sınırlılıklardan birisidir.

Örneğin, muhasebe kârı bir başarı ölçütü olarak kabul edilirse, işletme yönetimi, faiz giderlerinden kaçınmak ve böylece daha yüksek bir muhasebe kârı sağlamak amacıyla işletme finansmanında giderek daha yüksek oranlarda özkaynak kullanma eğilimine girecektir. Böyle bir durum, ortakların refahının maksimize edilmesi amacı ile çelişir. Çünkü, özkaynak maliyetleri borçların maliyetinden daha yüksektir. Kârın düzeyi kadar, özkaynakların (sermayenin) kârdan aldığı pay da önemlidir.

III.4.2. Sınırlılık: Muhasebe kârının hesaplanmasında belirleyici olan gelir ve giderlerin nakit olarak gerçekleşme zamanları (gelir ve giderlerin aynı döneme ait olması koşulu dışında) ve nakit akışlarının net bugünkü değerleri

belli değildir. İşletmelerin bir dönem içinde ürettikleri katma değer in parasal ifadesi olarak kabul edebileceğimiz kârın; paranın zaman değerini ihmal ederek hesaplanıyor olması bir diğer sınırlılık nedenidir.

III.4.3. Sınırlılık: Muhasebe kârının hangi risk düzeyinde elde edildiği belli değildir. İşletmenin bir dönem boyunca yürüttüğü faaliyetlerden elde edilen kârın hangi faaliyetlerden elde edildiği¹⁷, yürütülen üretim / satış ve finansal faaliyetlerinin hangi riskleri içerdiği bilinmemektedir.

Muhasebe kârına ilişkin olarak sayılan bu sınırlılıkların giderilmesine yönelik farklı uygulamalar geliştirilmiştir.

IV. BAZI YENİ FİNANSAL BAŞARI ÖLÇÜTLERİ

IV.1. Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added = EVA®)

Muhasebe kârına ilişkin olarak belirtilen 1. sınırlılık, sermaye (kaynak) maliyetinin hesaplanmasında özkaynak maliyetinin veya alternatif maliyetlerin göz önünde bulundurulduğu ekonomik kâr ve “ekonomik katma değer” uygulamalarıyla önemli ölçüde giderilmiştir.

Ekonomik kârın hesaplanması aşamasında özkaynak maliyetleri, ortalama beklenen getiri oranı veya özkaynakların alternatif maliyetleri olarak kabul edilebilir. Özkaynak maliyetinin ortalama beklenen getiri oranı olarak kabul edilmesi durumunda hesaplanacak kâr, ekonomik katma değere eşit bir tutar olacaktır. Özkaynak maliyetinin alternatif getiri oranı olarak kabul edilmesi durumunda hesaplanacak kâr (ekonomik kâr) ise; ortakların, alternatif yatırım seçeneklerinden elde edebilecekleri kârın üzerinde sağladıkları kârı göstermektedir.

Ekonomik kâr kavramı, ilk kez 1890 yılında bir mikro ekonomik analiz terimi olarak Alfred Marshall tarafından kullanılmıştır. (Pagano, 2003: 2) Marshall, ekonomik kârı, varlıkların marjinal getirisinin marjinal maliyetini aşan kısmı olarak tanımlamıştır. Bu saptamanın bir sonucu olarak, işletmenin yatırımlarının getirilerinin marjinal maliyetlerinden daha yüksek olması gerekmektedir. Ekonomik kârın günümüz koşullarına göre daha farklı bir biçimde ele alınması ile geliştirilen “ekonomik katma değer” kavramı da ilk kez 1991 yılında Stern Stewart tarafından kullanılmıştır. EVA, temel olarak muhasebe kârının iyi bir başarı ölçütü olmadığı varsayımından hareketle, işletmenin kâr düzeyine göre yapılacak başarı değerlendirilmesinde özkaynak maliyetlerinin de bir gider olarak göz önünde bulundurulması yoluyla hesaplanacak kârın kullanılmasının gerekli olduğunu belirtmektedir. (Salmi ve

Virtanen, 2001; Berk, Katırcıoğlu ve Erdoğan, 1999; Stern, Stewart III ve Chew, 1995).

Bir ekonomik katma değer analizinde;

Net faaliyet kârının saptanması = NFK

Vergilerin hesaplanması = V

Vergi sonrası net faaliyet kârının hesaplanması = NFK – V = VSNFK

Yatırım tutarının saptanması = YT

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (%) hesaplanması = % AOSM

Toplam sermaye maliyetinin hesaplanması = YT × % AOSM = SM

EVA'nın bulunması = VSNFK – SM

süreci yaşanmaktadır.

EVA'nın uygulanmasına ilişkin olarak Stern Stewart & Co. ve akademisyenler tarafından yürütülen çalışmalarda, EVA'ya yönelik eleştirileri ve EVA'nın zayıf yönlerini ortadan kaldırmaya yönelik düzenlemelerin yapılmakta olduğunu, bu nedenle farklı EVA uygulamalarının bulunduğunu da belirtmek gerekmektedir.¹⁸

IV.2. Nakit Katma Değer (Cash Value Added = Cva)

Nakit katma değer, temel olarak ekonomik kâr mantığına uygun bir başarı ölçütüdür. Bu ölçütün, aynı isimle anılmakla birlikte iki farklı şekilde uygulandığı görülmektedir. Bunlardan birincisi Ottosson ve Weissenrieder yaklaşımı¹⁹, diğeri ise Boston Consulting Group tarafından Yatırımın Nakit Getirisi [Cash Flow Return on Investment (CFROI)] uygulamalarına dayalı olarak²⁰ geliştirilmiş olan yaklaşımdır.

Ottosson ve Weissenrieder yaklaşımına göre CVA aşağıdaki formüller yardımı ile bir endeks şeklinde hesaplanmaktadır:

$$\text{CVA İndeks} = \frac{\text{Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akısları}}{\text{Faaliyetlerden Sağlanan Nakite Olan Gereksinim (FSNOG)}} \quad (1)$$

$$\text{CVA İndeks} = \frac{\text{Faaliyet Karlılığı (Marjisi) - NIS Değişimi Marjisi - Stratejik Olmayan Yatırım Marjisi}}{\text{Faaliyetlerden Sağlanan Nakite Olan Gereksinim (FSNOG)}} \quad (2)$$

$$\text{CVA İndeks} = \text{Satislar} \times \frac{\text{Faaliyet Kârı}}{\text{Satislar}} + \frac{\text{Net İşletme Sermayesindeki Değişim}}{\text{Satislar}} + \frac{\text{Stratejik Olmayan Yatırımlar}}{\text{Satislar}} + \frac{\text{FSNOG}}{\text{Satislar}} \quad (3)$$

Boston Consulting Group tarafından ²¹ geliştirilen yaklaşımda ise hesaplama, aşağıdaki formüller yardımı ile yapılmaktadır.

$$\text{CVA} = \text{Faiz Oncesi Kar} + \text{Itfa Payları} - \text{Ekonomik Amortismanlar} - \text{Yatırımın Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti} \quad (4)$$

$$\text{Ekonomik Amortismanlar} = \frac{\text{Gayri Safi Maddi Duran Varlıklar} \times \text{WACC}}{(1 + \text{WACC})^t - 1} \quad (5)$$

Formüldeki WACC, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini, t dönem sayısını göstermektedir.

Ekonomik amortismanlar, vergi yasalarının belirlediği oranlara göre değil, ilgili varlığın ekonomik değerinde meydana gelen gerçek kayıplara göre belirlenen amortismanları ifade etmektedir.

IV.3. Riske Göre Düzeltilmiş Sermaye Getirisi (Risk Adjusted Return on Capital = RAROC)

Kârın hangi risk düzeyinde gerçekleştiğini ortaya koyamayan muhasebe kârının bu sınırlılığı, işletmenin riskindeki artışla birlikte artan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine göre hesaplanan ekonomik kâr yaklaşımında bir ölçüde giderilmektedir. Ekonomik kâr da işletme risk düzeyi ile açık bir şekilde ilişkilendirilmediği için, işletmenin riski ile ilgili gereken bilgileri içermemektedir. Kârın risk ile ilişkilendirilerek değerlendirilmesi finansal karar vericiler bakımından önemlidir. Bu gereksinim, kâr - risk ilişkisini içeren yaklaşımların geliştirilmesine ilişkin arayışları artırmıştır. Bu arayışlar, hesaplama yöntemleri veya modelleri ile ilgili olduğu kadar, amaca uygun bir finansal raporlama sisteminin oluşturulması ile de ilgilidir.

Kâr - risk ilişkisini içeren yaklaşımların yalnızca finansman uygulamaları ile sınırlı kalmayacağı, muhasebe uygulamalarının giderek daha fazla oranda riski içerecek şekilde zenginleşeceği; genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri (Generally Accepted Accounting Principles = GAAP) gibi genel kabul görmüş risk ilkelerinin (Generally Accepted Risk Principles = GARP) büyük ölçüde göz önünde bulundurulduğu bir finansal raporlama anlayışının gelişeceği öngörüsünde de bulunmaktadır. (Crouhy vd., 2001: 30-31)

Kâr - risk ilişkisinin ortaya konulması ile ilgili olarak en bilinen ve yaygın olarak kullanılan yöntemlerden birisi olan riske göre düzeltilmiş sermaye getirisi (RAROC), esas itibarıyla riske göre düzeltilmiş ekonomik kârın ekonomik sermayeye bölünmesi ile elde edilen bir oran olarak

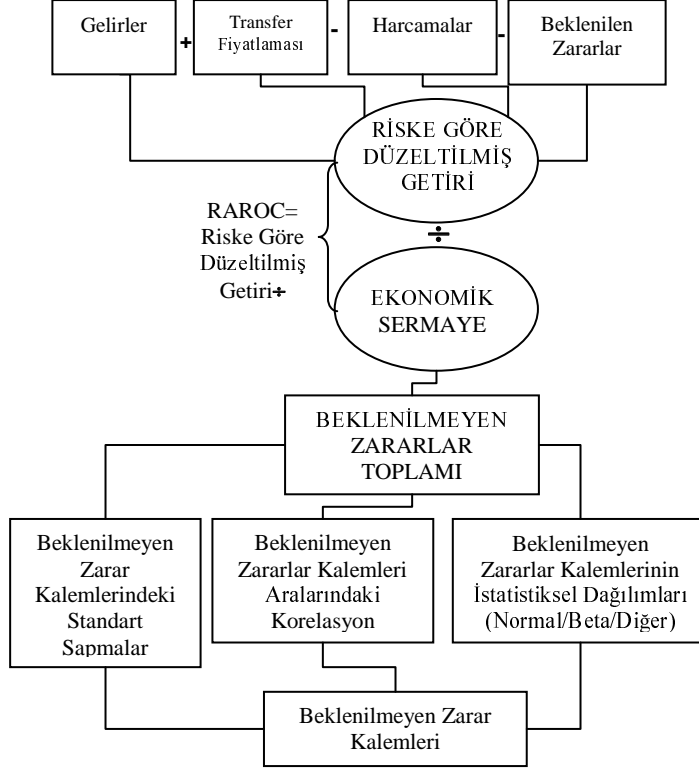
düşünülebilir. (ERisk, 2002) Ekonomik sermaye, bir işletmenin karşılaşılabileceği risklerin doğuracağı zararı karşılamaya yetecek bir oranda sermayeye sahip olmak gerektiğini ifade eder. Ekonomik sermaye, belli bir istatistiksel güven düzeyinde (%90, %95, %99 gibi) beklenilmeyen zararları karşılamaya yetecek düzeydeki sermaye olarak tanımlanmaktadır. (Crouhy vd., 2001: 531-533)

Bir başarı ölçütü olarak ele alındığında RAROC²² ile yine bir başarı ölçütü olan EVA arasındaki temel benzerlik veya farklılıkların vurgulanmasında yarar vardır: (Smithson ve Hayt, 2002: 70-72)

1. RAROC, sermaye getirisini risk ile ilişkilendiren, genellikle daha kısa vadeli bir kâr analizi öngörürken; EVA²³, satışlardan sağlanan getirinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile ilişkilendirildiği daha uzun vadeli bir kâr analizi yöntemi olarak değerlendirilebilir.
2. RAROC, daha çok banka işletmeleri için uygulanırken, EVA sanayi işletmeleri için daha uygundur.

RAROC'un hesaplanmasında hem kâr hem de sermaye, işletmenin risklilik durumuna göre düzeltilmektedir. Riske göre düzeltilmiş getirinin (kârın) riske göre düzeltilmiş sermayeye oranlanması yoluyla elde edilen RAROC için "risk esaslı sermaye kârlılığı" ifadesi de kullanılabilir. RAROC'un hesaplanması aşağıdaki gibi yapılmaktadır. Formülün pay ve paydasında yer alan değerlerin nasıl elde edildiklerini ana hatlarıyla açıklamaya yönelik bilgiler Şekil 2'de yer almaktadır.

$$\text{RAROC} = \frac{\text{Riske Göre Düzeltilmiş Getiri}}{\text{Ekonomik Sermaye}} \quad (6)$$



Şekil 2. RAROC'un Hesaplanması

RAROC, bir oran olarak hesaplandığı için temel bir karar ölçütü olarak kullanıma potansiyeli yüksektir. İşletme ortaklarına veya potansiyel ortaklara, risk ve getiri karşılaştırmalarını daha kolay yapabilme olanağı sağlamaktadır. Yatırımcılar, eşit risk düzeyinde daha fazla getiri sağlayan işletmeleri seçmek için RAROC'tan yararlanabilmektedirler.

RAROC hesaplamalarına ilişkin farklı yaklaşımlar da vardır. Bu yaklaşım farklılıkları, getirin ve sermayenin riske göre düzeltilmesi ile ilgili olabileceği gibi, pay ve paydada yer alan değişkenlere ilişkin de olabilmektedir. Bu yaklaşımlardan yaygın olarak kabul görenlerden birisi de düzeltilmiş RAROC (Adjusted RAROC = ARAROC)'tur. ARAROC, RAROC'un ikinci nesil uygulamalarından biri olarak kabul edilmektedir. RAROC'a ilişkin bazı zayıf yönlerin giderilmesi amacıyla geliştirilen ARAROC'un hesaplanması için aşağıdaki formül kullanılmaktadır:

$$ARAROC = \frac{RAROC - R_f}{\beta_E} \quad (7)$$

Formülde yer alan R_f , risksiz faiz oranını; β_E ise işletme hisse senetlerinin betasını göstermektedir.

ARAROC, aynı zamanda bir proje değerlendirme ölçütü olarak da kullanılabilir. İşletme için hesaplanan ARAROC, işletmenin özkaynak maliyetinden daha yüksek ise, işletme yatırım yapılabilir bir işletmedir. (Crouhy vd., 2001: 560)

SONUÇ

Geleneksel muhasebe uygulamalarına göre hesaplanan kârın, işletmelerin faaliyetlerindeki başarıyı ortaya koyma bakımından bazı sınırlılıklar taşıdığı, bu sınırlılıkların aşılması amacıyla farklı kâr veya kârlılık oranları hesaplama anlayışlarının geliştirilmekte olduğu görülmektedir.

Temel amacı, kârın hesaplanmasına ilişkin yaklaşımların zaman içinde gösterdiği değişimi incelemek olan bu çalışmada; değişik amaçlar için hesaplanan kârın, hesaplama farklılıklarının, işletmelerin içinde buldukları ortamın veya etkileşimde buldukları piyasaların koşullarına bağlı olarak yönetim veya yatırım gereksinimlerini karşılamaya yönelik gereksinimlerden kaynaklandığı görüşüne ulaşılmıştır.

Konuya ilişkin literatür taramasında muhasebe kârından ekonomik kâra, ekonomik katma değere, riske göre düzeltilmiş getiriye doğru bir gelişim veya değişim eğiliminin ortaya çıktığı görülmektedir. Bununla birlikte yönetim ve yatırım kararları açısından kâr tutarından çok, kârlılık oranlarının dikkate alındığı, kârlılık oranlarının da gelişen farklı anlayışların etkisiyle farklı şekillerde hesaplandığı ve hesaplamalarda; kar tanımına ilişkin gelişmelerin de göz önünde bulundurulduğu saptanmıştır.

Günümüzde kârın hesaplanmasına yönelik genel eğilimin; hesaplamalarda özkaynak maliyetlerinin veya alternatif maliyetlerin, kârın oluşumunda etkili olan gelir ve giderlerin nakden gerçekleşme zamanlarının ve kârın elde edilmesi sürecinde yürütülen faaliyetlerin risk düzeylerinin de göz önünde bulundurulması olduğu söylenebilir.

Kârın hesaplanmasına yönelik yaklaşım farklılıklarını işletmelerin içinde bulunduğu genel ekonomik koşullar kadar, yürüttükleri faaliyetlerin

niteliğinden de etkilenmektedir. İşletmelerin faaliyetlerini sürdürmek zorunda oldukları ortamın günümüz koşullarındaki en belirleyici özelliği “rekabet”tir. İşletmeler, borçlarını zamanında ve gereği gibi ödeyebildikleri, ortaklarına bekledikleri bir getiriyi sağlayabildikleri ölçüde gelişmelerini sürdürebilmektedirler. Ticari faaliyetlerden çekilme zorunda kalma riski, işletmeleri daha rasyonel kararlar almak veya bu amaca yönelik araçlar geliştirmek zorunda bırakmaktadır. İşletmenin sağladığı kâr; hem işletme yönetimleri bakımından, hem işletme ortakları, hem de işletmeye kredi verenler açısından önemli bir karar değişkenidir. Kârın veya kârlılık oranlarının işletmelerin faaliyet sonuçlarını daha gerçekçi bir şekilde ortaya koyması amacı ile farklı kâr hesaplama veya kârlılık oranları belirleme arayışlarının devam edeceği beklenebilir.

NOTLAR

¹ İşletme kârını finansal başarı ölçütü olarak nitelendirmekteki amacımız, kârın parasal bir gösterge olduğunu vurgulamaktır. İşletme kârı, gerçekte işletmenin genel başarısının parasal ifadesidir. Finansal olmayan başarı ölçütleri de vardır. Finansal olmayan başarı ölçütleri ile ilgili olarak bkz. Karapınar (2002: 59-74).

² Bu amaç, işletme değerinin veya işletmenin hisse senetlerinin piyasa değerinin en yüksek düzeye çıkarılması amacı ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Son yıllarda literatürde geniş yer bulan değer tabanlı yönetim (value based management), bu anlayışın belirleyici olduğu bir yönetim yaklaşımı olarak değerlendirilebilir.

³ Örneğin, “Net Kâr/Aktif Toplamı” şeklinde hesaplanan aktif kârlılığı veya “Net Kâr/Özkaynaklar Toplamı” şeklinde hesaplanan özkaynak kârlılığı.

⁴ Kâr, bir önceki döneme göre özkaynaklarda meydana gelen artış olarak da tanımlanmaktadır. Bu artışın yalnızca dönem net kârına bağlı bir artış mı olduğu veya dönem net kârı yanında özkaynaklarda meydana gelen bütün artışların toplamı mı olduğuna bağlı olarak da farklı kâr tanımları yapılabilir. Kârın, dönem net kârından daha kapsamlı bir biçimde özkaynaklardaki artışların toplamını içerecek şekilde tanımlandığı “kapsamlı kar” (comprehensive income) kavramı hakkında daha ayrıntılı bilgi için bkz. Şensoy (2002: 9-24).

⁵ Finans kuramında, değer belirlenmesine yönelik yaklaşımlardan en çok kabul görenlerden biri, iskonto edilmiş nakit akışlarıdır (Sayılğan, 2002: 84). İskonto edilmiş nakit akışlarına göre belirlenen net bugünkü değer, temel olarak, gelecek dönemlerdeki kâr beklentilerine göre saptanan net nakit akışlarına veya serbest nakit akışlarına (free cash flows) göre belirlenmektedir.

⁶ Bir ekonomide (genellikle) bir yılda üretilen nihai mal ve hizmetlerin (gayrisafi milli üretim) her birinin piyasa fiyatları ile çarpılması sonucu elde edilecek değerler toplamı olarak hesaplanan “gayrisafi milli hasıla (gelir)”, üretim yönünden, harcama yönünden ve paylaşım yönünden olmak üzere başlıca üç şekilde hesaplanır. Paylaşım yönünden hesaplamada, bir yıllık dönem içinde ülkedeki işçilerin aldıkları “ücret”, üretim araçlarına sahip olanların elde ettikleri “rant”, sermayesi olanların elde ettikleri “faiz”

ve girişimcilerin elde ettikleri “KAR” toplanarak milli gelire ulaşılır. Kârın nasıl hesaplandığına bağlı olarak; milli gelirin toplamı büyük bir olasılıkla; bileşimi ise kesinlikle değişir.

⁷ RAROC ifadesinin yerine (Risk Adjusted Return on Risk Adjusted Capital = RARORAC) ifadesinin kullanılması, durumu açıklamak bakımından daha doğru olmakla birlikte; ifade kolaylığı sağlamak bakımından, Risk Adjusted Return on Capital (RAROC) tercih edilmektedir (Smithson ve Hayt, 2001: 70).

⁸ Weissenrieder, (1997).

⁹ “Dengeli ölçüm kartı” şeklinde Türkçe karşılığının önerildiği (Ergun, 2002: 1-19) balanced scorecard (BSC), bir başarı (performans) ölçüm yöntemi olmak yanında bir yönetim biçimi olarak da kabul edilmektedir. İşletmenin finansal başarısı yanında; müşterileri ile ilişkilerinin, öğrenme ve gelişme düzeyinin, işletme içi süreçlerin de değerlendirildiği kapsamlı bir karşılaştırmayı içermektedir. <http://www.balancedscorecard.org/basics/bsc1.html> (26.04.2003, 11: 30).

Dengeli ölçüm kartı, kârın hesaplanmasına ilişkin özel bir düzenleme içermemesine karşın işletme başarı (performans) ölçütü olması ve işletme ile ilgili süreçlerin değerlendirilmesinde finansal (parasal) ifadeler kullanılmasından dolayı kâr hesaplamasına benzer yönlerinin bulunduğu düşüncesiyle burada ele alınmıştır.

¹⁰ Evans (1999).

¹¹ Kısaltmalar aynı olsa da burada belirtilen ROCE, Return on Common Equity (ROCE)’den farklı anlamdadır.

¹² Weissenrieder, (1997) ve Evans (1999).

¹³ Muhasebe kuramı; muhasebenin temel kavramlarını, finansal tablolar ilkelerini ve muhasebe standartlarını içerecek bir anlamda kullanılmıştır.

¹⁴ Muhasebe uygulamaları; hesap planını ve rapor (finansal tablolar) sistemini içerecek bir anlamda kullanılmıştır.

¹⁵ Bu değerlendirmelere katkısı bakımından bkz: Şensoy (2002: 9-24).

¹⁶ Çalışmada, muhasebenin temel kavramlarının ve genel kabul görmüş muhasebe ilkelerinin bir eleştirisinin yapılması amaçlanmamıştır. Söz konusu ilke ve kavramların içerdiği sınırlayıcı varsayımların; zorunluluktan kaynaklandığı görüşü, tarafımızdan da kabul edilmektedir.

¹⁷ Ülkemizde uygulanan Tekdüzen Muhasebe Sistemi’nin öngörmüş olduğu çok kademeli rapor tipi gelir tablosu; işletmelerin bir dönem içerisinde gerçekleştirdikleri faaliyetlerin hangilerinden ne şekilde kâr sağlandığını göstermektedir.

¹⁸ Bu farklı uygulama biçimleri arasında “Geliştirilmiş Ekonomik Katma Değer” [Refined Economic Value Added (REVA)] ve “Birleştirilmiş Ekonomik Katma Değer Dengeli Ölçüm Kartı” [Integrated EVA Scorecard (IEVAS)] sayılabilir.

¹⁹ Weissenrieder (1997: 6).

²⁰ Fernández, (2002: 2) veya

http://www.bcg.com/media_center/media_press_release_archive9.asp .

²¹ Fernández (2002: 2).

²² RAROC’un hesaplanmasına ilişkin açıklamalar için bkz: Smithson ve Hayt (2001: 70-72) ile Crouhy vd. (2001: 529-578).

RAROC’a benzer bir kavram olarak Riske Göre Düzeltilmiş Sermayenin Getirisi (Return on Risk Adjusted Capital = RORAC) kavramı da karşımıza çıkmaktadır. Riske

göre düzeltilmiş sermaye getirisi, riske maruz getiri'nin (earnings at risk) piyasa faiz oranına (k) bölünmesi yoluyla (RORAC = riske maruz getiri / k) hesaplanmaktadır. Bu çalışmada RORAC ile ilgili başka bir değerlendirmede bulunulmayacaktır.

²³ EVA'nın hesaplanmasına ilişkin açıklamalar için bkz: Çelik, (2002) Berk, Katırcıoğlu ve Erdoğan (1999).

KAYNAKÇA

- Barth, M.E., W.H. Beaver, J.R. M. Hand ve W. R. Landsman (1999), "Accruals, Cash Flows, and Equity Values" *Review of Accounting Studies*, 4(3-4), 205-229.
- Berk, M.N., E. Katırcıoğlu ve O. Erdoğan (1999), "Firmaların Piyasa Performansının Ölçülmesinde "Ekonomik Kâr" Yaklaşımının Eleştirisi ve Türkiye Uygulaması", *Uluslararası Ekonomi Kongresi III*, 8-11 Eylül 1999, Ankara.
- Biddle, G.C., R.M. Bowen ve J.S. Wallace (1997), "Does EVA® Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values", *Journal of Accounting and Economics*, 24(3), 301-336.
- Burgstahler, D. ve M. Eames (March 2002), "Earnings Management to Avoid Losses and Earnings Decreases: Are Analysts Fooled?" *Working Paper*, School of Business, University of Washington-Leavey School of Business, Santa Clara University.
- Carroll, T.J., T.J. Linsmeier ve K.R. Petroni (January 2002), "The Reliability of Fair Value vs. Historical Cost Information: Evidence from Closed-End Mutual Funds", *Working Paper*, Michigan State University.
- Chan, K., L.K.C. Chan, Narasimhan Jegadeesh ve Josef Lakonishok (2001), "Earnings Quality and Stock Returns: The Evidence from Accruals", *Working Paper*, National Taiwan University and University of Illinois at Urbana-Champaign.
- Core, J.E., W.R. Guay ve A.V. Buskirk (2003), "Market Valuations in the New Economy: An Investigation of What Has Changed", *Journal of Accounting and Economics*, 34, 43-67.
- Crouhy, M., D. G. ve R. Mark (2001), *Risk Management*, McGraw-Hill: New York.
- Culp, C.L. (Winter 2002), "The Revolution in Corporate Risk Management: A Decade of Innovations in Process and Products", *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(4), 8-26.

- Çelik, O. (Mart 2002), “İşletmelerde Bir Performans Ölçütü Olarak Ekonomik Katma Değer [EKD] ve Türk Telekom A.Ş.’de Uygulanması”, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 4(1), 21-55.
- Dutta, S. ve S. Reichelstein (November 2001), “Controlling Investment Decisions: Depreciation and Capital Charges”, *Research Paper*, No: 1756, Graduate School of Business Stanford University.
- Ergun, Ü. (Mart 2002), “Yönetmelik Performansın Geliştirilmesinde Yeni Yaklaşımlar: Mükemmellik Modeli ve Balanced Scorecard”, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 4(1), 1-19.
- ERisk (2002), Applied RAROC Vignettes of Annual Reports as of 1 March 2002.
- Evans, M.H. (December 1999), “Creating Value Through Financial Management”, *Excellence in Financial Management*.
- Fernández, P. (May 22, 2001), “EVA, Economic Profit and Cash Value Added Do Not Measure Shareholder Value Creation”, *Working Paper*, IESE Business School.
- Fernández, P. (January 15, 2002), “Three Residual Income Valuation Methods and Discounted Cash Flow Valuation”, *Working Paper*, IESE Business School.
- Foster, J.M. ve W.S. Upton (June 2001), “Measuring Fair Value”, *Understanding the Issues*, Financial Accounting Standards Board, 3(1).
- Frankel, R. ve C.M.C. Lee (1998), “Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Sectional Stock Returns”, *Journal of Accounting and Economics*, 25, 283–319.
- Gibson, R. (20 June 1999), “Rethinking the Quality of Risk Management Disclosure Practices”, *Working Paper*, Ecole des HEC.
- Goetzmann, W.N. ve S.J. Garstka (July 12, 1999), “The Development Of Corporate Performance Measures: Benchmarks Before EVA”, *Working Paper*, Yale ICF.
- Greenfield, K. ve P. Kostant (March 3, 2003), “An Experimental Test of Fairness Under Agency and Profit Constraints (With Notes on Implications for Corporate Governance)”, *Research Paper*, No:5, Boston College Law School Public Law and Legal Theory Research Paper Series.
- Gunther, J.W. ve R.R. Moore (2000), “Financial Statements and Reality: Do Troubled Banks Tell All?”, *Federal Reserve Bank of Dallas Economic And Financial Review*, Third Quarter, 30-35.

- James, C. (1996), "RAROC Based Capital Budgeting and Performance Evaluation: A Case Study of Bank Capital Allocation", *Working Paper*, No: 96-40, The Wharton School Financial Institutions Center.
- Karapınar, A. (Haziran 2002), "İşletme Performansının Ölçülmesinde Katma Değer ve Bir Örnek Uygulama", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 4(2), 59-74.
- Kimball, R.C. (July / August 1998), "Economic Profit and Performance Measurement in Banking", *New England Economic Review*, 35-53.
- Lundholm, R.J. (December 2001), "Historical Accounting and the Endogenous Credibility of Current Disclosures", *Working Paper*, University of Michigan.
- Lundholm, R. J. (December 1999), "Reporting on The Past: A New Approach to Improving Accounting Today", *Accounting Horizons*, 13, 315-322.
- Mirza, A.A. (2002), "Corporate Governance Financial Disclosures", *19th Session of ISAR*, UNCTAD, Geneva, September 25-27.
- Pagano, M. S. (January 2003), "The Relation Between the Cost of Capital and Economic Profit", *Working Paper*, Villanova University College of Commerce and Finance.
- Penman, S.H. (July 2002), "The Quality of Financial Statements: Perspectives from the Recent Stock Market Bubble", *Working Paper*, Columbia University, Graduate School of Business.
- Richardson, S.A., R.G.Sloan, M.T. Soliman ve İ. Tuna (May 2002), "Information in Accruals About Earnings Persistence and Future Stock Returns", *Working Paper*, 2nd version, University of Michigan Business School.
- Salmi, T. ve I. Virtanen (2001), "Economic Value Added A Simulation Analysis of the Trendy, Owner-Oriented Management Tool", *Working Paper*, No: 90, Universitas Wasaensis Business Administration Accounting and Finance.
- Sayılgan, G. (Haziran 2002), "Marka Değerinin Hesaplanması", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 4(2), 75-95.
- Scott, J. ve J. Pujadas, *The Case for Economic Capital*, <http://www.pwcglobal.com/extweb/newcolth.nsf/docid/E2E814B51AFAA6C685256C7D005A5557?OpenDocument> (09.04.2003, 11:05).
- Smithson, C. ve G. Hayt (July / August 2001) "Optimizing the Allocation of Capital", *The RMA Journal*, 67-72.

- Stern, J.M., G.B. Stewart III ve D.H. Chew, Jr. (Summer, 1995), "The EVA Financial System." *Journal of Applied Corporate Finance*, 38-55.
- Stewart, B., <http://www.sternstewart.com/evaabout/whatis.php>, (26.04.2003, 17: 08:31).
- Stewart, G.B.III (September 2002), "Accounting is Broken Here's How to Fix It: A Radical Manifesto", *EVAuation*, 5(1).
<http://www.sternstewart.com/content/evaluation/info/092002.pdf> .
- Stoughton, N.M. ve J. Zechner (January 1999), "Optimal Capital Allocation Using RAROC™ and EVA®", *Working Paper*, Social Sciences Research Network.
- Şensoy, N. (Haziran 2002), "Muhasebede Gerçekleşme Kavramı ve Yansımaları "Kapsamlı Kâr" (Comprehensive Income)", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 4(2), 9-24.
- The Boston Consulting Group, "How Companies Create Value" *BCG Press Releases*, http://www.bcg.com/media_center/media_press_release_archive9.asp (27.04.2003, 23:29).
- Türko, R.M. (1999), *Finansal Yönetim*, İstanbul: Alfa Yayınları.
- Weissenrieder, F. ve A. Ab (1997), "Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?", *Working Paper*, Study No:1997-3, Gothenburg Studies in Financial Economics.
- Wong, E., "A Survey Study on EVA Effectiveness in Canadian Organizations" <http://www.arts.uwaterloo.ca/ACCT/projects/1999/etswong/>, (27.04.2003, 21: 55).
- Yalkın, Y.K. (Haziran 2002), "Muhasebe Standartları ve Türkiye Uygulaması", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 4(2), 1-8.
- Yalkın, Y.K. (2001), *Genel Muhasebe, İlkeler ve Uygulamalar - Tekdüzen Muhasebe Sistemi*, (12. Baskı), Ankara: Turhan Kitabevi.