

# Finansal Analizde Metrik Çatışması: FAVÖK ve EVA Karşılaştırması ve Bir Uygulama

## Metric Conflict in Financial Analysis: A Comparison and Application of EBITDA and EVA

Hasan Yalçın<sup>1</sup> 

<sup>1</sup>Dr., Crowe HSY, İstanbul, Türkiye

ORCID: H.Y. 0000-0002-9108-6246

### ÖZ

Bu çalışmanın amacı, finansal performans ölçümünde yaygın olarak kullanılan iki metrik olan Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kazanç (FAVÖK) arasındaki farklılıkları ve benzerlikleri incelemektir. EVA ve FAVÖK metrikleri, şirket performansını ve kârlılığını değerlendirmede kullanılan önemli araçlar olup; farklı finansal bileşenleri kullanmaları bakımından ayrılmaktadırlar. FAVÖK, finansal tablo temelli hesaplamaya uygun bir metrik iken; EVA metriği hesaplanması için işletmeye özgü ek bilgiler gerekliliği, EVA metriğinin piyasa uygulanması açısından geri planda kalmasına yol açmakla birlikte, çalışma iki metriğin işletmeler açısından farklı önemlerini vurgulamak açısından önem arz etmektedir. Araştırma, çalışma kapsamında ele alınan metriklerin Türk Hava Yolları A.Ş. örneği üzerinden uygulanmasını ve hesaplanmasını içermekte olup, araştırmanın bulguları incelendiğinde; THY'na ait hem FAVÖK hem de EVA metrik değerlerinin pozitif olması işletmenin katma değer yaratan bir işletme görünümüne sahip olduğunu göstermektedir.

**Anahtar kelimeler:** Finansal Tablolar Analiz, FAVÖK, EVA

**Jel sınıflandırması:** M40, M41

### ABSTRACT

The aim of this study is to examine the differences and similarities between economic value added (EVA) and earnings before interest, depreciation, and taxes (EBITDA), two metrics commonly used in financial performance measurement. EVA and EBITDA are important tools used in evaluating company performance and profitability and differ in terms of the financial components they use. While EBITDA is a metric suitable for calculation based on financial statements, the requirement of additional company-specific information for calculating the EVA metric causes it to be left behind in terms of market application. However, the study is important in terms of emphasizing the difference in importance the two metrics have for businesses. The research includes the application and calculation of the metrics covered in the study on the case of Turkish Airlines Inc. (THY). When examining the research findings, the fact that both the EBITDA and EVA metric values for THY are positive shows it to have the appearance of being a value-creating company.

**Keywords:** Financial Statements Analysis, EBITDA, EVA

**Jel classification:** M40, M41

**Başvuru/Submitted:** 19.07.2023 **Revizyon Talebi/Revision Requested:** 05.12.2023 **Son Revizyon/Last Revision Received:** 11.12.2023 **Kabul/Accepted:** 11.12.2023



**Sorumlu yazar/Corresponding author:** Hasan Yalçın / hasan.yalcin@crowe.com.tr

**Atıf/Citation:** Yalçın, H. (2023). Finansal analizde metrik çatışması: FAVÖK ve EVA karşılaştırması ve bir uygulama. *Muhasebe Enstitüsü Dergisi - Journal of Accounting Institute*, 70, 39-57. <https://doi.org/10.26650/MED.1329674>



## Extended Abstract

This study presents a comparative analysis of two financial performance measurement metrics: economic value added (EVA) and earnings before interest, depreciation, and taxes (EBITDA). Both metrics are used to evaluate companies' financial performance, and while the EBITDA metric focuses on companies' operational profitability, the EVA metric focuses on overall profitability by including the cost of capital in its calculations. In this respect, the EVA metric tries to determine whether a company is generating more value than it spends to finance its operations. Both of these metrics provide valuable insight into companies' financial performance and can be used to evaluate the effectiveness of management decisions.

The study also includes the historical developments, definitions, formulations, and comparisons of the EBITDA and EVA metrics by explaining the strong and weak aspects of both measures and emphasizing how both measures are widely used in the business world. When examining the two metrics in terms of sectoral application, the EBITDA metric can be seen to be used more frequently in capital-intensive sectors, while the EVA metric is found to be more useful in sectors where intellectual property and other intangible assets play a larger role in creating value. Within the scope of the research, the EBITDA metric is emphasized to have a broader area of application in short-term planning, while the EVA metric can be used for long-term strategic planning. The EBITDA metric can be calculated based on financial statements, while the EVA metric can be calculated by considering additional data beyond financial statement data. In this regard, the EVA metric is found to not have as much applicability as the EBITDA metric due to the need for additional information.

The literature review that has been conducted within the scope of the research shows an extremely low number of studies to have compared the EBITDA and EVA metrics together, and on this point, important studies are seen in the international literature. In this context, the current research is one of the rare studies in the literature to have compared EBITDA and EVA values. When examining the literature in Türkiye, different studies are found to have considered EBITDA and EVA values as financial performance criteria, with an extremely low number of studies having compared the EBITDA and EVA metrics and evaluated their advantages and disadvantages.

This study examines within its scope the application of these metrics on the case of Turkish Airlines Inc. (THY), which has been considered the most valuable brand in Türkiye consecutively between 2018-2022. Another reason for considering THY within the scope of the research is that ranks first in terms of BIST trading volume. The study uses data that were accessed from the Public Disclosure Platform (KAP) and THY's official website. The research findings show both the EBITDA and EVA metric values for THY to be positive, thus giving THY the appearance of a value-creating company.

In conclusion, this study provides a comprehensive overview of how the EVA and EBITDA metrics can be used to evaluate a company's financial performance. Each of these metrics has its advantages and disadvantages, and which metric to use depends on the company's goals and objectives.

When examining the study's obtained findings; future studies and researchers are recommended to conduct research and analyses aimed at a long-term comparison of the EBITDA and EVA metrics. The suggestion is also made to integrate the EBITDA metric, which is based on financial statements, into the generally accepted format of financial statements and to provide stakeholders with additional information on company websites and in the footnotes of financial statements about the EVA metric, especially for companies in the investor relations sector. Having investors and stakeholders include EVA metric values in addition to the EBITDA metric in price determination reports is undeniably important, particularly during public offering periods. In this context, the use of EVA metric data in all calculations for companies that have a negative EVA value but a positive EBITDA metric value underlines the importance of assessing both metrics together.

## 1. Giriş

Bir şirketin finansal performansı, yatırımcılar, paydaşlar ve yöneticiler için dikkate alınması gereken çok önemli bir husustur. Finansal performansı değerlendirmek söz konusu olduğunda, yatırımcıların ve analistlerin kullandığı çeşitli ölçütler vardır. Bu ölçütlerden veya diğer tanımlaması ile metriklerden yaygın olarak kullanılan iki ölçüm FAVÖK (EBITDA) ve EVA'dır. FAVÖK, Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kazanç anlamına gelirken EVA, Ekonomik Katma Değer anlamına gelir. Her iki ölçüm de bir şirketin kârlılığına ilişkin içgörü sağlamakta iken; bu noktada farklı yaklaşımlara sahip olup, işin farklı yönlerine odaklanmaktadırlar (Chelba, vd., 2023).

FAVÖK, bir şirketin işletme performansının bir ölçüsüdür ve genellikle nakit akışı yaratma yeteneğini değerlendirmek için kullanılır ve bir şirketin net gelirine geri faiz, vergiler, amortisman ve itfa payı eklenerek hesaplanır. Faaliyet dışı giderlerin ve muhasebe kârarlarının etkilerini ortadan kaldırarak bir şirketin kârlılığının daha net bir resmini sağladığı için popüler bir metriktir. Öte yandan EVA, bir şirketin finansal performansının daha kapsamlı bir ölçüsüdür. Sermaye maliyetini ve belirli bir işe yatırım yapmanın fırsat maliyetini hesaba katar ve bir şirketin vergi sonrası net faaliyet kârından sermaye maliyetinin çıkarılmasıyla hesaplanır. Bu noktada FAVÖK, operasyonel olmayan giderleri hariç tutarak bir şirketin operasyonel kârlılığına odaklanan, yaygın olarak kullanılan bir finansal ölçü iken; EVA ise, bir şirketin gerçek ekonomik kârını sermaye maliyetini dikkate alarak ölçmektedir.

Metrikler, yatırımcılar tarafından bir şirketin finansal sağlığını ve işletme değerini tespit etmek için, analistler tarafından bir sektördeki şirketleri karşılaştırmak amaçlı veya yönetim tarafından iyileştirme ve stratejik karar verme alanlarını belirlemek amaçlı kullanılabilir. EVA ve FAVÖK metrikleri arasındaki benzerlikleri ve farklılıkları anlamak, şirket performansını etkin bir şekilde değerlendirmek için çok önemlidir. Genel olarak, bu araştırma makalesi, finansal performans değerlendirmesinde kullanılan ölçümler olarak FAVÖK ve EVA'nın kapsamlı bir şekilde anlaşılmasını sağlamayı amaçlamaktadır. Metodolojilerini, avantajlarını, dezavantajlarını ve uygulamalarını inceleyerek finansal performans değerlendirmesi konusundaki literatüre katkıda bulunmayı ve uygulayıcıların bu ölçütlerin seçimi ve kullanımına ilişkin bilinçli kârarlar almalarına yardımcı olmayı amaçlamaktadır.

## 2. FAVÖK Kavramı Ve Tarihsel Gelişimi

FAVÖK, Faiz, Vergiler, Amortisman ve Amortisman Öncesi Kazançların kısaltmasıdır ve bir şirketin işletme performansını değerlendirmek için kullanılır (Iotti ve Bonazzi, 2012). FAVÖK, vergi, faiz gideri, faiz geliri ve amortisman karşılığı ayrılmadan önce sürdürülen faaliyetlerden elde edilen gelir olarak tanımlanır ve bir şirketin kazançlarına, amortisman ve itfa payları gibi belirli muhasebe uygulamalarından etkilenmeden bakma imkânı verir.

1980'ler öncesinde, bir şirketin borçlarını ödeme yeteneğinin ana belirleyicisi genellikle faiz ve vergi öncesi kazanç (FVÖK) veya işletme geliri olarak kabul edilirdi. Ancak, 1980'lerden sonra, FAVÖK (Faiz, Vergi, Amortisman ve İtfa Öncesi Kar) bu durumu değiştirdi ve özellikle defter değeri ile satın alma değeri arasında bir fark olan şirketlerin değerlemesinde kullanılmaya başlandı (Nissim, 2019). Kaldıraçlı alımların artmasıyla birlikte, FAVÖK'ün bir şirketin nakit akışını ve ödeme yeteneğini daha doğru bir şekilde ölçebileceği düşüncesi yaygınlaştı. Bu yeni kavram, ödenen şerefiyeleri haklı çıkarmak için kullanılan mantıksal argümanlara dayanmaktadır. Bu aşamadan sonra, FAVÖK'ün kullanımı genişletilmiş ve iflas tehlikesi olan şirketlerin gelecekteki nakit akışlarını belirlemek ve göstermek için kullanılmıştır (King, 2001). Bu bağlamda, gelişmekte olan ekonomilerdeki şirketlerin sermaye yapısını inceleyen bir çalışma, FAVÖK'ün şerefiye dalgalanmaları üzerinde önemli bir etkisi olduğunu göstermiştir (Chelba, vd. 2023). FAVÖK'ün basit mantıksal açıklaması ve kullanım kolaylığı, bu uygulamanın yaygınlaşmasını sağlamıştır ve sonraki dönemlerde, durum ne olursa olsun, tüm şirketler için kullanılmıştır. FAVÖK'ün farklı amortisman ve vergilendirme yöntemlerinin etkisini dışarıda bırakabilme yeteneği, bu gelişmenin önemli bir parçası olmuştur (Persson ve Stahlberg, 2007). Bu dönemde FAVÖK, birleşme ve satın almalarda (M&A) şirketlere değer biçmek için önemli bir metrik haline gelmiştir. Birçok yatırım bankacısı ve birleşme ve satın alma danışmanı, şirketin gelecekteki nakit akışı potansiyelinin net gelirden daha iyi bir göstergesi olarak kabul edildiğinden, bir şirketin gerçeğe uygun değerini değerlendirmek için FAVÖK çarpanlarını kullanmıştır (Cormier, vd.

2017). Bu gelişimler takiben FAVÖK; zaman içerisinde bir hisse senedinin, değerinin altında olup olmadığını değerlendirmek için kullanılan bir ölçü konumuna ulaşmıştır.

## 2.1. FAVÖK Metrik Değerinin Hesaplanması

FAVÖK değerinin hesaplama adımlarını sınırlayacak olursak; bir işletmenin faaliyet gelirlerine amortisman tutarının eklenmesi ile FAVÖK değerine ulaşılmaktadır (Nissim, 2019).

$$\text{FAVÖK} = (\text{Brüt Kar} - \text{Genel Yönetim Gideri} - \text{Pazarlama Gideri}) + \text{Amortisman Gideri}$$

FAVÖK Hesaplamasında kullanılan değişkenler incelendiğinde; bir şirketin brüt gelirini elde etmek için şirketin toplam geliri ve satışları analiz edilir. Ardından, faaliyet gelirini hesaplamak için şirketin işletme giderleri brüt gelirden çıkarılır. Bu giderler, yeni ürünlerin araştırılması ve geliştirilmesi, çalışan maaşları, pazarlama giderleri ve diğer birçok kalemlerle ilgili giderleri içerebilir. Dolayısıyla faaliyet geliri, bir şirketin gelirinden işletme giderlerinin çıkarılmasıyla bulunur. Bu gelir faaliyet kârı veya faiz ve vergi öncesi kâr (EBIT) olarak da bilinir (Chen ve Dodd, 2001). Amortisman bir şirketin sabit varlıklarının değerindeki zaman içindeki düşüşü temsil eden gayri nakdi bir gider olarak tariflenirken, itfa payı ise patentler ve ticari markalar gibi maddi olmayan duran varlıkların değerindeki zaman içindeki düşüşü temsil eden diğer bir gayri nakdi giderdir. Türkçe uygulamasında amortisman kavramı itfa payını da içerecek şekilde kullanılır.

## 2.2. FAVÖK Metrik Değerinin Avantajları

FAVÖK bir şirketin finansman yapısının, vergilerinin ve sabit varlık yatırımlarının etkisinden önceki kârlılığının bir ölçüsüdür ve bir şirketin nakit akışını değerlendirmek için yararlı bir araçtır. Bir şirketin işletme kârlılığını, nakit akışını ve büyüme ve genişleme potansiyelini değerlendirmek için yatırımcılar, analistler ve diğer finans uzmanları tarafından yaygın olarak kullanılır (Nissim, 2019). FAVÖK, bir şirketin nakit akışını etkileyebilecek işletme sermayesi veya sermaye harcamalarındaki değişiklikleri hesaba katmamakla birlikte, yatırımcılar, paydaşlar ve yöneticilere kullanım aşamasında bazı avantajlar sağlar (Ivashina ve Kovner 2011).

Her şeyden önce FAVÖK finansal analizde bir şirketin operasyonel kârlılığının daha doğru bir şekilde değerlendirilmesine izin verebilir. Faiz, vergi ve amortismanı hariç tutarak, raporlanan kazançları etkileyebilecek daha değişken ve subjektif faktörlerin bazılarını ortadan kaldırabilir (Iotti ve Bonazzi, 2012). Bu durum FAVÖK'ün bir şirketin ana faaliyetlerinden nakit akışı yaratma kabiliyetine ilişkin daha güvenilir bir tahmin sağlayabileceği anlamına gelir. İşletme performansına odaklanarak yatırımcılara ve analistlere bir şirketin ana faaliyetlerinden kâr elde etme yeteneğini değerlendirmesine olanak sağlayabilir (Grant ve Parker 2002).

FAVÖK, amortisman ve itfa giderlerinin rapor edilen kazançları önemli ölçüde etkileyebileceği sermaye yoğun sektörlerdeki şirketler için yararlıdır. Şirketin sermaye yapısından veya vergi durumundan bağımsız olarak kârlılığının bir ölçüsü olarak kullanılır ve farklı sermaye yapılarına sahip şirketlerin karşılaştırılmasına olanak sağlar. Bir şirketin borç veya özkaynak kullanımı gibi finansman kararlarından etkilenmeyen bir işletme performansı ölçüsü olarak FAVÖK, sermaye yapılarına bakılmaksızın şirketlerin görece kârlılıklarını karşılaştırmak için de kullanılabilir (Elliffe, 2017). Aynı endüstri veya sektördeki farklı şirketler arasında kârlılığın daha kolay karşılaştırılmasına olanak sağlar. Bunun yanı sıra bir şirketin zaman içindeki performansını değerlendirmek için de yararlıdır. Bir şirketin birkaç çeyrek veya yıl içindeki performansını izlemek için FAVÖK'ü kullanılabilir. Bu, gelecekteki performans tahmin etmek ve yatırım kararları almak için değerli bir araçtır ve bir şirketin işletme performansındaki eğilimleri ve kalıpları belirlemelerine olanak tanıyabilir.

FAVÖK bir şirketin işletme performansını ölçtüğü ve faaliyet dışı giderlerin etkisini hariç tuttuğu için, analistlerin ve yatırımcıların satışlardaki veya maliyet yapısındaki değişikliklerin bir şirketin kârlılığını nasıl etkilediğini daha iyi anlamalarına yardımcı olabilir. Bu husus özellikle sabit kıymetlere önemli yatırımların gerekli olduğu imalat veya nakliye gibi sektörlerdeki şirketler için özellikle önemli bir ölçüm faktörü olarak ortaya çıkar. FAVÖK bir şirketin kâr elde etme yeteneğinin etkili bir ölçüsü olarak kabul edilmektedir. Tipik olarak, yüksek FAVÖK marjına sahip şirketlerin, sağlıklı bir kazanç elde ettikleri kabul edilmektedir.

FAVÖK bir kuruluşun mali sağlığı hakkında bilgi sağlayan yaygın olarak kullanılan bir mali ölçüdür (Zaporozhtseva vd. 2020). Aynı zamanda FAVÖK bir şirketin borç ödeme kabiliyetini değerlendirmek için de yararlı bir araçtır. Genellikle borç sözleşmelerinde bir şirketin borç yükümlülüklerini yerine getirmek için nakit akışı yaratma yeteneğinin bir ölçüsü olarak algılanabilir ve bu bağlamda finans kuruluşları, kreditorler, bir şirketin borç kapasitesini değerlendirmek ve kredilerin şartlarını belirlemek için de FAVÖK metriğini kullanabilirler (Ivashina ve Kovner, 2011).

FAVÖK'ün bir diğer önemli kullanımı da şirketlerin değerlerinin tespit edilmesi noktasıdır. FAVÖK, bir şirketin temel kârlılığının daha net tespitini sağlayabildiği için, bir işletmenin değerini tespit ve tahmin etmek için kullanılabilir (Ivashina ve Kovner 2011). Bu genellikle bir şirketin FAVÖK'üne bir kat (çarpan) uygulanarak yapılır. Çarpan, sektöre ve şirketi etkileyen belirli faktörlere bağlı olarak değişir. Yatırımcılar ve finans uzmanları, bir şirketin FAVÖK'ünü hesaplayarak şirketin gerçek değerini tahmin edebilir. Dolayısıyla FAVÖK kullanımı bir şirketin değerinin düşük, adil veya aşırı değerli olup olmadığını belirlemelerine ve hisseleri ne zaman alıp satacakları konusunda daha bilinçli kârarlar vermelerine de yardımcı olabilir.

FAVÖK potansiyel satın alma hedeflerinin belirlenmesine de yardımcı olabilir. FAVÖK, sermaye yapısından veya vergi durumundan bağımsız olarak bir şirketin kârlılığının bir ölçüsünü sağladığından, genellikle birleşme ve satın almalarda bir değerlendirme ölçütü olarak kullanılır (Christian, ve Jones. 2004). Alıcılar, bir hedef şirket için ödemek istedikleri fiyatı belirlemeye yönelik FAVÖK'ü kullanabilirken, satıcılar ise şirketleri için istedikleri fiyatı haklı çıkarmak için FAVÖK'ü kullanabilirler. FAVÖK, faiz giderleri dikkate alınmadan önce işletme performansının bir ölçüsünü sağladığından kaldırıcı şirketlerin değerlendirilmesinde özellikle yararlıdır (Grigorieva ve Petrunina, 2015). Bu, kaldırıcı şirketleri değerlendirirken net gelirden daha güvenilir bir ölçüm yapma potansiyeline sahiptir (Ivashina, ve Kovner, 2011).

Ayrıca FAVÖK, muhasebe ve vergi değişikliklerinden daha az etkilenmekte ve net gelir gibi diğer ölçümlere kıyasla muhasebe manipülasyonlarına karşı daha az hassas bir yapıya sahiptir (Godwin ve Jones, 2002). Bunun nedeni, kolayca manipüle edilebilen faiz, vergiler, amortisman ve itfa gibi kalemleri içermemesidir. Bu yönü ile FAVÖK, bir şirketin zaman içindeki temel operasyonel performansının daha doğru bir ölçüsü olabilir.

### 2.3. FAVÖK Metrik Değerinin Sınırlamaları

FAVÖK bir şirketin mali performansını değerlendirmek için yaygın olarak kullanılan bir mali ölçü olmasına rağmen göz önünde tutulması gereken bazı sınırlamaları söz konusudur. FAVÖK, bir şirketin ödemesi gereken belirli harcamaları hariç tuttuğundan, bir şirketin kazançları hakkında aşırı iyimser bir görüş sunan çarpık bir metrik olarak algılanabilir. Bu husus analistlerin ve yatırımcıların bir şirketin tüm harcamalarını göz önünde bulundurarak gerçek kârlılığını belirlemesini zorlaştırabilir.

Her şeyden önce FAVÖK bir şirketin nakit akışını etkileyebilecek işletme sermayesi veya sermaye harcamalarındaki değişiklikleri dikkate almamaktadır (Eastman, 1996; Hong, vd. 2023). Dolayısıyla bu durum işletme sermayesinde negatif değişime sahip bir şirketin FAVÖK'ünün önerdiğinden daha düşük nakit akışına sahip olabilme ihtimalini gündeme getirir. Basit tanımlaması ile işletme sermayesi, bir şirketin faaliyetlerini finanse etmek için elinde bulundurduğu para miktarı olarak tanımlanır. İşletme sermayesindeki değişiklikleri göz ardı etmek, koşullara bağlı olarak bir şirketin değerinin düşük veya aşırı değerlendirilmesine yol açabilir (Hong, vd. 2023). Ayrıca, bazı şirketler finansal performanslarını gerçekte olduğundan daha iyi göstermek için FAVÖK'ü manipülasyon amaçlı kullanabilir.

FAVÖK bir şirketin büyümesi ve gelecekteki kârlılığı için gerekli olan maddi duran varlık yatırımları olan sermaye harcamalarını içermemektedir (Luciano, 2003). Sermaye harcamaları, işletme için fiziksel varlıkların veya ekipmanın satın alınmasını ifade etmekle birlikte; mülk, tesis ve teçhizata dönüştürülmekte ve zaman içerisinde ilgili varlıkların ekonomik ömürleri dikkate alınarak amortismanına tabi tutulmaktadır. FAVÖK, sermaye harcamalarını hariç tutarak, bir şirketin kazançlarının ve kârlılığının daha yüksek algılanması yolu ile yatırımcıları ve analistleri yanlış yatırım kararları almaya yönlendirebilir. Sermaye harcamaları, bir şirketin uzun vadeli büyüme potansiyelini etkileyebilir ve yalnızca FAVÖK'e güvenmek, bir şirketin geleceğine yatırım yapma yeteneği hakkında fikir vermeyebilir.

FAVÖK, amortisman ve itfa payları gibi bir şirketin kârlılığını artırabilecek gayri nakdi giderleri geri ekler. Giderlerin hesaplama dışında tutulması şirketin finansal performansının FAVÖK tarafından tam yansıtılmamasına neden olur (Lin, vd.2021). Amortisman ve itfa payları varlıkların zaman içindeki değer kaybını yansıtır. Bunları göz ardı etmek, şirketin varlıklarının yanlış bir şekilde değerlendirilmesine yol açabilir ve uzun vadede şirketin değerinin düşük olmasına neden olabilir.

FAVÖK, bir şirketin kârlılığı üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek faiz ve vergiler gibi faaliyet dışı giderleri göz ardı eder. Bu daha yüksek borç seviyelerine ve daha yüksek faiz ödemelerine sahip bir şirketin net geliri daha düşük olsa bile daha yüksek bir FAVÖK'e sahip olabilmesine imkân sağlar (A Peach, 2015). Yine vergiler, herhangi bir işletme için gerçek bir maliyettir ve bunları göz ardı etmek, bir şirketin performansının olduğundan fazla tahmin edilmesine yol açabilir. Yatırımcılar, yalnızca FAVÖK'e odaklanarak, net gelirle ilgili yapılacak vergi ödemelerini dikkate almayı ihmal edebilirler.

FAVÖK, şirketler tarafından finansal performanslarının gerçekte olduğundan daha iyi görünmesi için manipüle edilebilir (Hrytsenko ve Derkach, 2021). Örneklendirmek gerekirse; bir şirket kısa vadede FAVÖK'ünü artırmak için sermaye harcamalarını erteleyebilir, ancak bu, şirketin uzun vadeli büyüme beklentilerine zarar verebilir.

FAVÖK, tüm sektörler için uygun bir ölçü olmayabilir ve sektöre özgü faktörleri yansıtmayabilir. Bazı sektörler, kârlılığı etkileyen benzersiz faktörlere sahip olabilir ve yalnızca FAVÖK'e güvenmek, bu faktörler hakkında fikir vermeyebilir.

FAVÖK genel kabul gören muhasebe ilkelerine göre hesaplanan bir performans ölçüsü değildir (Moro-Visconti, 2022). Finansal tablolarda *Net Satışlar*, *Faaliyet Kârı* ve *Net Kâr* kalemleri yer almasına karşılık FAVÖK kalemi yer almamaktadır (Godwin ve Jones, 2002). FAVÖK mali tablolarda yer alan bilgiler üzerinden ayrıca hesaplanmalıdır. Bu da muhasebe standartlarına göre bir şirketin finansal performansını doğru bir şekilde yansıtmayabileceği anlamına gelmektedir. FAVÖK'ün standartlaştırılmış bir metrik olmaması, hesaplanmasında ve yorumlanmasında bazı karışıklıklar yaratmaktadır. Muhasebe yöntemlerindeki ve finansal varsayımlardaki farklılıklar, tutarsız hesaplamalara yol açabilmekte ve bu da bazen bir şirketin aşırı veya düşük değerlendirilmesine neden olabilmektedir.

Son olarak FAVÖK şirketin kazançlarını önemli ölçüde etkileyebilecek varlıkların veya yatırımların satışından elde edilen kazanç veya kayıplar gibi faaliyet dışı kalemleri de hariç tutmaktadır.

### 3. EVA Kavramı ve Tarihsel Gelişimi

EVA kavramının kökleri, 19. yüzyılın sonlarında geliştirilen Artık Gelir Modeli'ne (Residual Income Model-RIM) dayanmaktadır (Stewart, 1994). Artık Gelir Modeli; ekonomik kârı, bir şirketin vergi sonrası net faaliyet kârından, bu kârı elde etmek için kullandığı sermaye maliyetinin düşülmesiyle ölçer (Dodd, ve Chen, 1997). Stern Stewart, RIM modelini genişleterek EVA'yı daha rafine bir finansal ölçüt olarak sunmuştur. Daha sonra 1990'ların başında SS&C danışmanlık firması müşterileri için EVA'yı tescilli bir metrik olarak tanıtmış ve patentini almıştır (Jalbert ve Landry 2003).

EVA metriği, bir şirketin sermaye maliyetini göz önünde bulundurarak yarattığı değeri değerlendirmeyi amaçlayan bir finansal performans ölçüsüdür (Tortella ve Brusco 2003). EVA bir şirketin vergi sonrası net faaliyet kârı ile sermaye maliyeti arasındaki farkı hesaplayarak bir firmanın kârlılığını ve servet yaratma yeteneğini ölçmeyi hedeflemektedir (Brewer, vd.1999). EVA hem şirket tarafından elde edilen faaliyet gelirini hem de kullanılan sermayenin maliyetini dikkate alır (Gupta ve Sikarwar, 2016). Bir firmanın belirli bir süre boyunca yarattığı değeri ölçmek için etkili bir araçtır ve firmanın gerçek ekonomik kârını ölçerek sermayenin verimli kullanımını teşvik eder (O'Byrne, 2016).

EVA bir şirketin gerçek ekonomik performansını her zaman doğru bir şekilde yansıtmayan net gelir ve hisse başına kazanç gibi geleneksel muhasebe ölçütlerinin sınırlamalarına alternatif olarak geliştirilmiştir (Farsio, Degel ve Degner, 2000). Bir şirketin kârlılığının ve değer yaratmasının daha doğru ve kapsamlı bir ölçüsünü sağlamak için tasarlanmış bir metrik olarak kabul edilir (Brewer, vd.1999). Metriğin savunucularına göre EVA yöneticilerin kararlarının mali sonuçlarını anlamalarını sağlamak ve onları yalnızca değer yaratan stratejileri gerçekleştirmeye teşvik etmektedir (Bausch, vd. 2008). Bu yönü ile EVA'yı maksimize etmenin, belirli koşullar altında net bugünkü değeri maksimize etmeye eşdeğer olduğu ifade edilmektedir (Jalbert ve Landry 2003).

İlk kullanımlarında EVA, öncelikle yatırımları değerlendirmek ve stratejik kararlar almak için bir araç olarak kullanılırken; popülerlik kazandıkça, performans değerlendirme amaçlı olarak daha yaygın bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır (Worthington ve West 2001). Bugün EVA, bir şirketin finansal performansını ve değer yaratmasını değerlendirmek için önemli bir ölçüt olmaya devam etmektedir (Abate, Grant ve Stewart, 2004). Bununla birlikte, şirketler karar verme süreçlerine daha geniş bir faktör yelpazesini entegre etmeye çalıştıkça kullanımı ve uygulaması gelişmektedir. Zaman içinde EVA kullanımı önemli ölçüde artmış ve birçok şirket bu metriği temel performans göstergesi olarak benimsemiştir (Al Mamun, Entebang ve Mansor, 2012).

### 3.1. EVA Metrik Değerinin Hesaplanması

EVA, bir şirketin kullandığı sermaye maliyetinin üzerinde yarattığı değeri ölçen bir finansal performans ölçüsüdür (Lee ve Kim 2009) ve aşağıdaki formül ile hesaplanır:

$$\text{EVA} = \text{Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı (NOPAT)} - (\text{Toplam Sermaye} \times \text{Sermaye Maliyeti})$$

Formülde yer alan NOPAT, şirketin faaliyet gelirlerinden işletme giderleri ve vergilerin düşülmesi suretiyle bulunan vergi sonrası faaliyet kârını ifade ederken, toplam sermaye ise şirketin borç ve öz sermayesinin toplamını ifade eder (O'Byrne, 1999). Yine sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve öz sermaye maliyeti dikkate alınarak, bir şirketin borç ve öz sermayesinin ağırlıklı ortalama maliyetini ifade eder. Ortaya çıkan EVA rakamı, bir şirketin hissedarları için yarattığı değer miktarını, bu değeri oluşturmak için kullanılan sermaye maliyetini esas alarak ifade eder (Hatfield, 2002). Pozitif bir EVA metriği, bir şirketin ekonomik katma değer yarattığını, negatif bir EVA metriği ise, değeri yok ettiği anlamına gelmektedir.

### 3.2. EVA Metrik Değerinin Avantajları

EVA, kurumsal dünyada giderek daha fazla tanınmaya başlayan bir performans ölçüm aracıdır (Dodd ve Chen, 1997). EVA'nın en önemli avantajı değer yaratmaya odaklanmış olmasıdır (Stewart, 2013). EVA, bir firmanın gerçek ekonomik kârını ölçerek, yönetimi firmanın genel değerini artıracak kararlar almaya teşvik eder. Firmanın performans hedeflerini karşılamadığı alanları belirlemesine ve düzeltici önlem almasına ve yine genel performansını değerlendirmelerine yardımcı olur (Kyriazis ve Anastassis, 2007). EVA hem nicelik hem de kalite için kapsamlı ve güvenilir bir ölçüm sağlayarak bir firmanın finansal performansını değerlendirmek için değerli bir araç haline getirebilir (Dudin, vd. 2018). Metrik, firma tarafından alınan kararların finansal etkisini ölçmek için basit ve etkili bir araçtır.

EVA metriğinin diğer bir avantajı da sermaye maliyetini dikkate almasıdır (Tortella ve Brusco, 2003). İşletme kârından sermaye maliyetini düşerek, bir firmanın gerçek ekonomik kârının daha doğru ölçülmesine olanak sağlar (Biddle, Bowen ve Wallace, 1997). Şirketin performansını sermaye maliyetini dikkate alarak ölçtüğü ve sermaye maliyetini ve şirketin getirilerini hesaba kattığı için bir şirketin gerçek kârlılığını tasvir edebilmektedir (Kyriazis ve Anastassis, 2007). Bu yönü ile sermayenin etkin kullanımını ve sermaye maliyetinin değerlendirilmesini teşvik etmek için değerli bir araçtır ve bir şirketin yatırdığı sermayeden yeterli getiri elde edemediği yerleri belirleyerek performansını arttırabileceği alanları belirlemeye yardımcı olabilir (Moro-Visconti, 2022).

EVA ayrıca bir şirketin hissedarları için yarattığı değeri değerlendirmek için de yararlı bir ölçüttür (Farsio, Degel ve Degner, 2000). EVA, yatırım getirisini belirlemede ve farklı firmaların performanslarını karşılaştırmada da kullanılabilir (Van der Poll vd., 2011). Aynı zamanda bir şirketin emsallerine ve rakiplerine kıyasla ne kadar iyi yönetildiğini de gösterir (Tortella ve Brusco, 2003). Yine yatırımcılar tarafından farklı şirketleri karşılaştırmak ve yatırım kararları vermek için kullanılan popüler bir performans değerlendirme yöntemidir (Farsio, Degel ve Degner, 2000). Bir şirket, EVA değerini iyileştirmeye odaklanarak genel finansal performansını iyileştirebilir ve hissedar değerini artırabilir (Al Mamun, Entebang ve Mansor, 2012).

Geleneksel muhasebe, kârlar ve gelirler gibi kısa vadeli mali sonuçlara odaklanır ve bir işletmenin hissedarlarına uzun vadeli değer üretme konusundaki başarısı hakkında çok az fikir verir (Aramyan vd. 2006). Ekonomik Katma Değer (EVA),

genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine dayanan geleneksel performans ölçütlerine alternatif bir performans ölçüsüdür (Friedl ve Kettenring, 2009). Bir şirketin ekonomik performansının daha doğru bir resmini çizbildiği için EVA'nın geleneksel ölçümlerden daha iyi bir performans ölçüsü olduğu tartışılmaktadır (Al Mamun, Entebang ve Mansor, 2012).

Özetlemek gerekirse EVA, bir şirketin ekonomik kârını ve değer yaratma yeteneğini ölçen güçlü ve yaygın olarak kullanılan bir ölçüttür. Kökeni Artık Gelir Modeline kadar izlenebilir ve 1990'ların başında Stern Stewart & Co tarafından geliştirilmiştir (Rajan, 2000). EVA, şirketlerin gerçek ekonomik kârları ölçerek hissedar değerini en üst düzeye çıkarmaya odaklanmasını sağlar. EVA kavramı, bir şirketin gerçek değerinin, sermaye maliyetini aşan getirilerle belirlendiği fikrine dayanmaktadır ve metriğin mantıksal çıkarımına göre bir şirket ancak yarattığı kazançlarının işe yatırılan sermayenin maliyetini aşması durumunda değer yaratır.

### 3.3. EVA Metrik Değerinin Sınırlamaları

EVA, bir şirketin mali performansını değerlendirmek için yararlı bir araç olsa da dikkate alınması gereken belirli sınırlamaları vardır (Roztocki ve Needy 1999). EVA'nın önemli sınırlamalarından biri, doğru bir şekilde hesaplamak için ayrıntılı veri ve analiz gerektirmesidir (Kyriazis ve Anastassis, 2007). Bu özellikle bu tür analizleri yürütmek için gerekli kaynaklara sahip olmayan küçük şirketler için zaman alıcı ve pahalı bir süreç olabilir. Ayrıca hesaplamalar kolayca karşılaştırılamayacağından, yatırımcıların EVA kullanan farklı şirketlerin finansal performanslarını karşılaştırmasını zorlaştırabilir (Aramyan vd. 2006). Dolayısıyla EVA bir şirketin ekonomik kârının doğru bir ölçüsünü sağlayabilirken, tüm yatırımcılar için pratik bir seçenek olmayabilir. Yine EVA, paydaşlar için kazanç veya kaybın gerçek değerini ölçmede önemli bir faktör olan fırsat maliyetini hesaplamasına dahil etmez (Neto, 2015).

EVA'nın diğer bir dezavantajı, karmaşık ve maliyetli bir hesaplama olması ve sermaye maliyetinin derinlemesine anlaşılmasını gerektirmesidir (Kyriazis ve Anastassis 2007). Ayrıca, subjektif varsayımlara dayanmaktadır ve bu nedenle önyargı ve hatalara tabidir. Bu nedenle, şirketlerin hesaplamaların doğru ve güvenilir olmasını sağlamak için deneyimli bir danışman kullanması önemlidir.

EVA tüm şirketler için, özellikle sermaye yoğun olanlar için uygun olmayabilir. EVA, patentler veya ticari markalar gibi önemli maddi olmayan varlıklara sahip şirketlerin performansını doğru bir şekilde yansıtmayabilir. Bu nedenle, EVA bir şirketin finansal performansını değerlendirmek için yararlı bir araç olabilirken, farklı şirket ve sektör türleri için sınırlamalarını ve uygunluğunu dikkate almak önemlidir. Yine EVA bir şirketin maruz kalabileceği farklı maliyet ve fayda türlerini göz ardı eder ve dolayısıyla sermaye yatırımlarının kârlılığı belirlemede önemli bir faktör olmadığı sektörlerde kullanılması fayda sağlamayabilir (Dierks, 1997; Rugg, vd. 2002).

## 4. Literatür Taraması

Gerek yerel ve gerekse yabancı literatürde EBITDA ve EVA'nın ayrı ayrı finansal metrik olarak incelenmesine yönelik çok sayıda çalışma mevcut iken (Sharma ve Kumar, 2010); bu iki metriğin karşılaştırılmasına yönelik göreceli olarak daha sınırlı çalışmalar bulunmaktadır. Mevcut çalışmalardan bir kısmının içerik ve sonuçları aşağıda özetlenmiştir.

Mendez 2007 yılında yapmış olduğu çalışmada, 2000-2004 yılları için Şili şirketlerinden seçilen şirketlerle ilgili FAVÖK, FAVÖK Marjı ve EVA karşılaştırması yapmıştır. Çalışmada ulaşılan sonuçlar, FAVÖK'ün Marj FAVÖK olarak ele alınması durumunda yaratılan artı değer bir işareti olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Visaltanachoti, vd. 2008 yılında yapmış oldukları çalışmada, 2003 ile 2005 yılları arasında ABD'deki 90 sektörden elde edilen verilere dayalı olarak sırasıyla EVA ve geleneksel muhasebe performansı ölçümlerinin sektör getirileriyle ilişkisini incelemiştir. Bu incelemenin sonucunda EVA'nın geleneksel muhasebe tabanlı performans ölçütlerine göre, işletme değeri ile ilgili daha anlamlı bir performans ölçütü olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Wernke, vd tarafından 2015 yılında yapmış olduğu çalışmada, tek kullanımlık plastik ürünler üreten bir şirketin aylık EVA ve FAVÖK'ün aylık gelişimi incelenmiştir. Bu amprik çalışmada FAVÖK'ün sonuçları değerlendirilen tarihsel serinin tüm



aylarında “olumlu” olurken, bunun aksine EVA 12 aylık performans ölçümünde sadece bir ay olumlu sonuç sergilemiştir. Diğer ifadesi ile EVA’ya göre incelenen 12 performansın 11’inde, sermaye maliyeti net kârı aştığı için şirket değerini yok ettiği görülmüştür.

Stern Stewart & Co.’nun kurucu ortağı Stewart Bennet 2019 yılında yapmış olduğu çalışmada, EVA’nın FAVÖK’e göre daha iyi bir ölçüm sunduğunu savunmuştur. Bu savunmasını desteklemek için Russell 3000 halka açık şirketlerine ilişkin analizinin sonuçlarını öne sürmüştür. Buna göre EVA değer değişimlerinin açıklanmasında FAVÖK’e göre neredeyse %20 daha fazla başarılı olmuştur. Aynı zamanda yine EVA bu değerlerin nasıl iyileştirilebileceğine dair çok daha fazla içgörü sağlamıştır.

Stewart’ın 2019 yılındaki çalışmasının eleştirel yaklaşımı ve karşı görüş olarak Exequity danışmanlık firması yine 2019 yılında kapsamlı bir araştırma raporu yayınlanmıştır. Yayınlanan araştırma raporunda Stewart’ın tezi çürütülmüş ve tüm sektörlerde FAVÖK’ün daha başarılı sonuçlar sunduğu ortaya konmuştur. Exequity firması tarafından yayınlanan çalışma özellikle yakın tarihli FAVÖK ve EVA metriklerini birlikte inceleyen ender çalışmalardandır. Bu özelliği dikkate alınarak adı geçen araştırma raporunun görüşlerine esas dayanak olarak ileri sürülen sonuçlara Tablo 1’de yer verilmiştir.

<b>Tablo 1: EVA ve EBITDA’nın Sektöre Göre Hisse Senedi Fiyatı ile Korelasyonu</b>					
Sector (Industry Subset)	Sample Size	Correlation with Stock Price			
		Average		Median	
		EVA	EBITDA	EVA	EBITDA
<b>Energy</b>	23	0,17	0,31	0,19	0,42
Oil, Gas and Consumable Fuels	19	0,14	0,29	0,19	0,42
<b>Materials</b>	24	0,21	0,60	0,26	0,68
Chemicals	13	0,20	0,66	0,28	0,67
Containers and Packaging	6	0,05	0,36	0,08	0,58
<b>Industrials</b>	62	0,31	0	0,41	0,70
Capital Goods	40	0,24	0,5	0,31	0,58
Machinery	13	0,17	0,44	0,29	0,56
Commercial and Professional Services	9	0,60	0,90	0,73	0,95
Commercial Services and Supplies	5	0,78	0,97	0,9	0,97
Transportation	13	0,29	0,78	0,40	0,79
<b>Consumer Discretionary</b>	58	0,38	0,63	0,44	0,75
Consumer Durables and Apparel	17	0,28	0,62	0,35	0,75
Consumer Services	10	0,52	0,72	0,64	0,80
Retailing	27	0,45	0,66	0,52	0,77
Multiline Retail	6	0,32	0,42	0,39	0,66
Speciality Retail	15	0,61	0,79	0,68	0,77
<b>Consumer Staples</b>	30	0,20	0,33	0,32	0,67
Food and Staples Retailing	5	0,33	0,55	0,5	0,75
Food, Beverage and Tobacco	19	0,13	0,26	-0,07	0,59
Household and Personal Products	6	0,32	0,35	0,5	0,48
<b>Health Care</b>	58	0,20	0,58	0,15	0,73
Health Care Equipment and Services	35	0,25	0,71	0,16	0,87
Health Care Equipment and Supplies	19	0,10	0,73	0,00	0,93
Health Care Providers and Services	15	0,43	0,71	0,45	0,70
<b>Pharmaceuticals, Biotechnology and Life Sciences</b>	23	0,11	0,37	0,14	0,40
Biotechnology	8	0,27	0,42	0,31	0,46
Pharmaceuticals	9	-0,09	0,07	-0,14	0,14
Life Sciences Tools and Services	6	0,22	0,75	0,21	0,92

<b>Financials</b>	35	0.22	0.45	0.29	0.65
Diversified Financials	15	0.42	0.69	0.56	0.85
Insurance	20	0,07	0.26	0.16	0,29
<b>Information Technology</b>	64	0.30	0.66	0.43	0.86
Software and Services	33	0.37	0.67	0.57	0.89
IT Services	20	0.5	0.75	0.80	0.90
Software	13	0.15	0.55	0.19	0.77
Technology Hardware and Equipment	15	-0.03	0.50	-0,25	0.69
Semiconductors and Semiconductor Equipment	16	0.47	0.79	0.53	0.87
<b>Communication Services</b>	17	0.32	0.60	0.4	0.78
Media	7	0.20	0.48	0.34	0.78
Entertainment	6	0.48	0.76	0.71	0.6
<b>Utilities</b>	27	0.07	0.57	-0,01	0.72
Electric Utilities	14	-0.05	0.55	-0.12	0.69
Multi Utilities	9	0.12	0.66	0.20	0.80
<b>Real Estate</b>	30	0.46	0.73	0.58	0.82
Residential REITs	6	0.52	0.89	0.71	0.90
Retail REITs	6	0.9	0.58	0.55	0.54
Specialized REITs	9	0.59	0.85	0.76	0.87
<b>Kaynak:</b> EVA Versus EBITDA—Industry Analysis (2019) <a href="https://www.exqty.com/newsroom/eva-versus-ebitda-industry-analysis">https://www.exqty.com/newsroom/eva-versus-ebitda-industry-analysis</a> (E.T.24.06.2023)					

Özetleyecek olursak FAVÖK (Faiz, Vergi, Amortisman ve Amortisman Öncesi Kazanç) ve EVA (Ekonomik Katma Değer), yatırımcılar ve analistler tarafından uzun yıllardır bir işletmenin finansal performansını değerlendirmek için kullanılan finansal ölçütlerdir (Vimrová, 2015).

## 5. FAVÖK ve EVA Metriklerinin Karşılaştırılması

Her iki ölçümün de güçlü ve zayıf yönleri söz konusu olmakla birlikte; bu farklılıklarına rağmen her iki metrikte iş dünyasında yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu bağlamda takip eden bölümlerde EBITDA ve EVA metriklerinin farklı açılardan ele alınarak karşılaştırılması yapılmıştır.

### 5.1. Karlılık Ölçüsü Açısından FAVÖK ve EVA Metriklerin Karşılaştırılması

FAVÖK ve EVA'ya kârlılık penceresinden bakıldığında; FAVÖK operasyonel kârlılığa odaklanırken, EVA bunun ötesine geçmekte ve sermaye maliyetini hesaba katarak genel kârlılığa bakmaktadır (Vimrová, 2015). EVA, sermaye maliyetini ve şirketin yatırımlarını, finansmanını ve amortismanını dikkate alır ve bir şirketin faaliyetlerini finanse etmek için harcadığından daha fazla değer üretip üretmediğini belirlemeye çalışır. EVA metriği, bir şirketin kattığı ekonomik değeri yansıtır ve bir şirketin genel değerini değerlendirmek için kullanışlıdır. Faaliyet kârından sermaye maliyetinin çıkarılmasıyla hesaplanır ve negatifse, bir şirketin değeri yok ettiğini gösterir (Grishunin, Suloeva, ve Burova, 2022). Öte yandan, FAVÖK metriği değer yaratma veya yok etme hakkında herhangi bir bilgi sağlamaz, sadece faaliyet kârlılığını ölçer. Gelirden işletme giderlerinin çıkarılmasıyla hesaplanır. FAVÖK genellikle bir şirketin faaliyetlerinden nakit akışı yaratma yeteneğinin bir ölçüsü olarak kullanılır (Eastman, 1996). Bir şirket sağlıklı bir FAVÖK marjına sahip olsa da, EVA kapsamında yine de paydaşları için değeri yok ediliyor olabilir (bkz. Wernke, vd, 2015)

EVA ve FAVÖK metrikleri, şirketlerin performanslarını ölçmek için kullandıkları en popüler finansal metriklerden ikisidir. FAVÖK, yönetimin işletme kârlılığına odaklanmasına yardımcı olurken; EVA, yönetimin bir şirketin ekonomik değer yaratma becerisine odaklanmasına yardımcı olur. FAVÖK, kolayca hesaplanabilen basit bir ölçü olduğu için finansal raporlamada sıklıkla kullanılırken, EVA, daha ayrıntılı mali bilgiler gerektiren daha karmaşık bir ölçü olduğundan, genellikle mali raporlamada kullanılmaz. FAVÖK'ün, işletme sermayesindeki değişikliklerini, sermaye harcamalarını ve

vergi yükümlülüklerini hesaba katmaması zayıf yönü olarak ortaya atılırken, EVA'nın ise sermaye maliyeti ve NOPAT için tahminlere ve varsayımlara dayanması, metriğin eksikliği olarak öne çıkarılır.

## 5.2. İşletme Yöneticileri Açısından FAVÖK ve EVA Metriklerin Karşılaştırılması

FAVÖK, bir şirketin faaliyet kârlılığının bir ölçüsü olduğu için genellikle yöneticiler ve çalışanlar için bir performans ölçütü olarak kullanılır (Roztocki ve Needy, 1999). Öte yandan EVA, bir şirketin sermaye maliyetini hesaba katan daha karmaşık bir ölçü olduğu için tipik olarak bir performans ölçütü olarak kullanılmaz. FAVÖK, şirketin faaliyet kârlılığını ölçtüğü için genellikle bir şirketin finansal performansının bir göstergesi olarak kullanılır (Rozenbaum, 2019). EVA ise şirketin gerçek sermaye maliyetini hesaba katan ekonomik değer yaratma potansiyelini ölçmek için kullanılır (Friedl ve Kettenring, 2009).

EVA, şirketlerin ekonomik değer yaratmalarını iyileştirebilecekleri alanları belirlemelerine yardımcı olabileceği için stratejik planlamada sıklıkla kullanılırken (De Villiers, 1997); aynı olumlu cümle FAVÖK için risk yönetimi açısından tekrarlanabilir. FAVÖK bir şirketin faaliyet kârlılığını ölçtüğü ve şirketin mali sağlığına yönelik potansiyel riskleri belirlemeye yardımcı olabileceği için risk yönetiminde sıklıkla kullanılır.

FAVÖK, bir şirketin borcunu ödeme kabiliyetini değerlendirmek gibi kısa vadeli kararlar almak için daha kullanışlıdır ve bir şirketin işletme nakit akışını ölçtüğü için nakit akışı analizinde sıklıkla kullanılır (Cormier, Demaria ve Magnan, 2017). FAVÖK, genellikle bir şirketin borcunu ödeme yeteneğini ölçen Borç-EBITDA oranı gibi finansal oranlarda kullanılmaktadır. Bu yönü ile bir şirketin borcunu ödeme kabiliyetini değerlendirmek gibi kısa vadeli yönetim kararları için yararlı olabilir (Zaremba ve Szczygielski, 2019). Öte yandan EVA, bir şirketin uzun vadeli değer yaratma potansiyeline odaklanan daha karmaşık bir ölçü olduğundan, genellikle nakit akışı analizinde ve finansal oranlarda kullanılmamaktadır. Ancak bir şirketin ekonomik değer yaratmasını geliştirebileceği alanları belirlemek gibi uzun vadeli yönetim kararları için daha kullanışlıdır ve bir şirketin uzun vadeli finansal sağlığını ve değer yaratma potansiyelini değerlendirmede daha yararlıdır (Grishunin, Suloeva ve Burova, 2022).

## 5.3. Hissedar Değerinin Ölçümü Açısından FAVÖK ve EVA Metriklerin Karşılaştırılması

FAVÖK ve EVA metrikleri hissedar değerini ölçümlmek için farklı yollar sunmaktadır. FAVÖK, bir şirketin faaliyet kârını ölçmek için kullanılır ve hissedarlar için önemli bir gösterge olarak kabul edilir (Zaremba ve Szczygielski, 2019). Ancak FAVÖK, bir şirketin yatırımcıları için ne kadar değer yarattığı hakkında bilgi sağlamaz. EVA ise bir şirketin yaratıcı değere sahip olup olmadığını ölçmek için kullanılır ve hissedarlar için daha anlamlı bir gösterge olarak kabul edilir. EVA, sermaye maliyetini düşerek bir şirketin faaliyet kârını hesaplar. Bu da bize şirketin yatırımcılar için ne kadar değer yarattığı konusunda fikir verebilir. EVA bir şirketin gerçek değerinin bir ölçüsü olduğundan, hissedarlar için daha anlamlı bir ölçü olarak kabul edilir (Jordão, Almeida ve Novas, 2022). Diğer ifadesi ile EVA, bir şirketin gerçek sermaye maliyetini hesaba kattığı için, genellikle bir şirketin hissedar değeri yaratma yeteneğini ölçmek için kullanılırken, FAVÖK ise şirketin sermaye maliyetini hesaba katmaz ve şirketin hissedarlar için değer yaratma yeteneği açısından yanıltıcı olabilir.

## 5.4. Yatırımcı Bakış Açısından FAVÖK ve EVA Metriklerin Karşılaştırılması

FAVÖK, yatırımcılar tarafından kolayca anlaşılacak basit bir ölçü olduğu için yatırımcı iletişimde sıklıkla kullanılmaktadır (Nissim, 2019). EVA ise sermaye maliyeti, borç maliyeti ve genel sermaye yapısı dahil olmak üzere bir şirketin mali durumunun daha kapsamlı bir şekilde anlaşılmasını gerektirir. Bu yönü ile EVA, finans ve muhasebe ilkelerine daha az aşına olan kullanıcılar için daha az erişilebilir ve anlaşılabilir olabilir. Diğer ifadesi ile bu iki performans ölçütünün belirlenmesinde FAVÖK, bazı faktörler hariç tutularak sadece yayınlanan gelir tablosunda yer alan verilerle hesaplanabilmektedir (A Peach, 2015). EVA söz konusu olduğunda ise daha ayrıntılı hesaplamalara ve verilere ihtiyaç vardır ve bu da harici kullanıcıların bunu kullanmasını zorlaştırabilmektedir (Wernke, vd:2015:89).

EVA, yatırımcıların bir şirkete yatırım yapmak için ihtiyaç duyduğu getiriye temsil eden sermaye maliyetini hesaba katar (Stewart, 2019). FAVÖK ise, sermaye maliyetini hesaplamalarında dikkate almaz, dolayısıyla bir şirketin gerçek kârlılığını yansıtmada yetersizlikler barındırır. Bu yönü ile FAVÖK bir şirketin genel kârlılığı ve değer yaratımı açısından yanıltıcı

olabilir. Bu açıdan değerlendirildiğinde EVA, bir şirketin gerçek kârlılığının daha doğru bir resmini sağlar ve bu nedenle değerlendirme analizlerinde sıklıkla kullanılır.

FAVÖK genellikle yatırımcılar ve analistler tarafından aynı sektördeki şirketlerin işletme performanslarını karşılaştırmak için kullanılırken EVA farklı sektörlerdeki şirketlerin ekonomik performanslarını karşılaştırmak için daha kullanışlıdır. Bu bağlamda FAVÖK, birleşme ve satın alma işlemlerinde bir şirketin faaliyet kârlılığının bir ölçüsü ve şirkete değer vermenin bir yolu olarak sıklıkla kullanılır (A Peach, 2015). Bununla birlikte EVA da bir şirketin gerçek değer yaratma potansiyelinin ortaya koyduğu için birleşme ve satın alma işlemlerinde de kullanılabilir.

FAVÖK genellikle yatırımcılar için önemli bir performans göstergesi olarak kabul edilirken, EVA yatırımcıların bir şirketin uzun vadeli değer yaratma potansiyelini değerlendirmek için daha uygun bir ölçüt olduğu kabul edilir. Yine EVA, bir şirketin gerçek kârlılığının ve değer yaratma ortaya koyduğu için genellikle yatırım analizinde kullanılır (Stewart, 2019). FAVÖK ise bir şirketin kısa vadeli işletme kârlılığını değerlendirmek için daha kullanışlıdır (Cormier, Demaria ve Magnan, 2017).

Yine FAVÖK, bir şirketin sermaye maliyetini hesaba katmadığı için bazen yatırımcılar için yanıltıcı olabilir. FAVÖK bazen şirketler tarafından performanslarını olduğundan daha iyi göstermek için manipüle edilebilecek bir ölçü olarak görülebilir. Diğer taraftan EVA bir şirketin gerçek sermaye maliyetini hesaba katan daha objektif bir ölçü olarak görülür.

Ölçüm yöntemlerinin kullanımına sektörler açısından bakacak olursak; FAVÖK işletme giderlerinde ayarlamalar yapılmasına izin verdiği için sermaye yoğun sektörlerde daha yoğun kullanılmasına imkân tanır. EVA ise fikri mülkiyetin ve diğer maddi olmayan varlıkların değer yaratmada daha büyük bir rol oynadığı sektörlerde daha kullanışlıdır. Diğer ifadesi ile EVA, sermaye maliyetlerini net bir şekilde anlayan ve yatırım getirilerini doğru bir şekilde ölçebilen şirketler için daha uygundur.

## 6. Araştırma

### 6.1. Analizin Veri Seti

Çalışmanın analiz kısmında; 2018-2022 yılları arasında Branding Türkiye<sup>1</sup> tarafından Türkiye'nin en değerli markası olarak kabul edilen Türk Hava Yolları A.Ş.'nin 31.12.2022 yılı finansal verilerinden hareket edilmiştir. Araştırmaya THY A.Ş.'nin dahil edilmesinin bir diğer nedeni ise; 27.06.2023 tarihi itibarıyla BIST 100'deki ağırlığının % 8,8 ile ağırlık sıralamasında<sup>2</sup> ve BIST işlem hacmi sıralamasında ilk sırada yer almasıdır<sup>3</sup>. Analiz kapsamında yer alan finansal verilere Kamu Aydınlatma Platformundan (KAP) ve işletmenin resmi internet sitesinden<sup>4</sup> erişilmiştir.

### 6.2. Analizin Amacı

Bu çalışmanın amacı; THY A.Ş.'nin finansal performansının EBITDA ve EVA değerleri perspektifinden değerlendirilmesidir. THY AŞ'ye dair hesaplamalar, hesaplamalara konu olan mali tabloların; UMS 21 Kur Değişim Etkileri Standardı kapsamında geçerli para biriminin<sup>5</sup> \$ olması dolayısıyla, \$ cinsinden gerçekleştirilmiş olmakla birlikte, işletmeye ait sunum para birimi TL cinsinden mali tablolarına çalışmanın ekinde yer verilmektedir.

### 6.3. Analizin Metodolojisi ve Bulguları

Çalışma kapsamında, THY A.Ş.'nin finansal performans tespitinde, sırasıyla çalışmada detayları verilen EBITDA ve EVA değerlerinin hesaplanması üzerinden hareket edilmiştir.

1 <https://brandirectory.com/rankings/turkey/>

2 <https://www.borsaveyatirim.com/bist-100-hisselerinin-endeks-agirliklari>

3 <https://www.yf.com.tr/piyasa-analizi/en-cok-islem-goren-hisseler>

4 <https://investor.turkishairlines.com/tr>

5 Geçerli para birimi: İşletmenin faaliyet gösterdiği temel ekonomik çevrenin para birimidir (TMS-21, 2015:8)

EBİTDA değeri hesaplamalarına Tablo 2'de yer verilmiş olup; EBİTDA (FAVÖK) hesaplamasında, araştırmanın metin kısmında yer verilen formül üzerinden hareket ile ulaşılmıştır;

$$\text{FAVÖK} = (\text{Brüt Kar} - \text{Genel Yönetim Gideri} - \text{Pazarlama Gideri}) + \text{Amortisman Gideri}$$

<b>Tablo 2: THY A.Ş. EBİTDA Hesaplamaları (Mn USD)</b>	
<b>THY A.Ş. 01.01.2022-31.12.2022 Dönemine ait K/Z Tablosu</b>	
Satış Gelirleri	18.426
Satışların Maliyeti (-)	14.036
<b>BRÜT KÂR</b>	4.390
Genel Yönetim Giderleri (-)	284
PSDG (-)	1.390
<b>NET OPERASYONEL KÂR / ZARAR</b>	2.716
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	145
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	82
<b>ESAS FAALİYET KÂRI</b>	2.779
<b>Düzeltilmeler</b>	304
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kârlarından / Zararlarından Paylar	121
Devlet Teşvik Gelirleri	183
<b>EBIT</b>	3.083
Amortisman Giderleri	1.864
<b>EBITDA</b>	4.947

EVA hesaplamalarına Tablo -3-4-5 ve 6'de yer verilmiş olup; EVA hesaplamasında, araştırmanın metin kısmında yer verilen formül üzerinden hareket ile ulaşılmıştır;

$$\text{EVA} = \text{Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı (NOPAT)} - (\text{Toplam Sermaye} \times \text{Sermaye Maliyeti})$$

<b>Tablo 3: Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı (NOPAT) Hesaplamaları</b>	
<b>THY A.Ş. 01.01.2022-31.12.2022 Dönemine ait K/Z Tablosu (mn USD)</b>	
Satış Gelirleri	18.426
Satışların Maliyeti (-)	14.036
<b>BRÜT KÂR</b>	4.390
Genel Yönetim Giderleri (-)	284
PSDG (-)	1.390
<b>NET OPERASYONEL KÂR / ZARAR</b>	2.716
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	145
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	82
<b>ESAS FAALİYET KÂRI</b>	2.779
<b>Düzeltilmeler</b>	304
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kârlarından / Zararlarından Paylar	121
Devlet Teşvik Gelirleri	183
<b>DÜZELTME SONRASI FAALİYET KARI</b>	3.083
Vergi	617
<b>VERGİ SONRASI NET FAALİYET KARI (NOPAT)</b>	2.466

EVA formülasyonunda yer alan Toplam Sermaye değişkeni toplam kaynakları ifade etmekte kullanılıp THY A.Ş.'ye ait 31.12.2022 tarihli kaynak dağılımı Tablo 3.'de yer almaktadır.

<b>Tablo 4: THY A.Ş. Toplam Kaynak Dağılımı (Mn USD)(%)</b>		
<b>Pasif (Kaynaklar)</b>	<b>Tutar</b>	<b>%</b>
Kira Yükümlülükleri	10.766	
Banka Kredileri	3.273	
Yolcu Uçuş Yükümlülükleri	2.291	
Ticari Borçlar	1.200	
Diğer Yükümlülükler	3.672	
Toplam Yükümlülükler	21.202	%68,52
Toplam Özkaynaklar	9.742	%31,48
Ödenmiş Sermaye	1.597	
Geçmiş Yıl Karları	5.405	
Yabancı Para Çevrim Farkları	-294	
Net Dönem Karı/Zararı	2.725	
Toplam Kaynaklar	30.944	% 100

EVA formülasyonunda yer alan AOSM hesaplanması kapsamında kaynak dağılımı Tablo 4 incelendiğinde; THY A.Ş.'nin %68,52 oranında yabancı kaynak, % 31,48 oranında özkaynak ağırlıklı bir finansman yapısına sahip olduğu görülmektedir. AOSM hesaplamaları kapsamında kullanılması gereken bir diğer değişken borçlanma maliyeti ise, THY A.Ş.'ye ait yatırımcı ilişkileri açıklamalarında işletmeye ait ağırlıklı ortalama faiz oranı % 2,56 olarak ifade edilmektedir. THY A.Ş.'nin 31.12.2022 tarihli borç bilgisine ise Tablo 5'de yer verilmekte olup, AOSM hesaplamalarında kullanılması gereken THY A.Ş.'ye ait Beta Katsayısı 0,706 olarak tespit edilmiştir.<sup>6</sup> AOSM hesaplamaları için gereken risksiz TL faiz oranı olarak; Türkiye 2 yıllık gösterge tahvil faizi oranı % 13.26 kullanılırken<sup>7</sup>; risk primi oranı olarak ise; 27.06.2023 tarihli Türkiye CDS değeri<sup>8</sup> % 5,11 hesaplamalarına dahil edilmiştir.

<b>Tablo 5: THY A.Ş. 31.12.2022 Tarihli Borç Dağılımı (Mn USD)</b>			
	<b>31.12.2022 Toplam Borç</b>	<b>Borç Vadesi</b>	<b>Yıllık Ortalama Borç Ödemesi</b>
USD	1.179	10-12 Yıl	170
EUR	5.642	10-12 Yıl	775
JPY	2.143	10-12 Yıl	310
CHF	161	12 Yıl	31
Toplam	9.124		1.287

**Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti** = (Özsermaye oranı) x (Özsermaye maliyeti) + (Borçlanma oranı) x (Vergi sonrası borçlanma maliyeti)

<b>Tablo 6: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesaplamaları</b>	
<b>Kısa Vadeli Borçlanma Maliyeti</b>	
Borç Maliyeti	2,56%
Vergi Oranı	20%
<b>K<sub>d</sub></b>	<b>2,0%</b>
<b>Uzun Vadeli Borçlanma Maliyeti</b>	
Borç Maliyeti	2,56%
Vergi Oranı	20%
<b>K<sub>d</sub></b>	<b>2,0%</b>
<b>Özkaynak Maliyeti</b>	

6 tr.investing.com/equities/turk-hava-yollari

7 tradingeconomics.com/turkey/2-year-note-yield

8 worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/turkey/5-years/

Risksiz Getiri Oranı	13,26%
Beta	0,706
Piyasa Risk Primi	5,11%
$K_e$	16,87%
AOSM	6,71%

Sermaye maliyeti hesaplamasının ardından EVA formülünün uygulanması;

$$EVA = \text{Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı (NOPAT)} - (\text{Toplam Sermaye} \times \text{Sermaye Maliyeti})$$

$$EVA = 2.466 - (30.944 \times 0,671)$$

$$EVA = 389,66$$

Araştırmanın bulgularına Tablo 7'da yer verilmiştir. THY A.Ş. pozitif bir EBITDA değerine sahip ve Ekonomik Katma Değer yaratabilen bir işletme görünümüne sahiptir. Bu kapsamda literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde; EBITDA değeri pozitif olmakla birlikte, EVA değeri negatif işletmelerle karşılaşılabilmektedir.

Tablo 7: THY AŞ.'ye Ait 31.12.2022 Tarihli EBITDA ve EVA Değerleri (Mn USD)		
31.12.2022	EBİTDA	EVA
THY A.Ş.	4.947	389,66

Çalışmanın bulguları kapsamında önerilen bir sonraki adım, halka arz sürecini tamamlamış olan işletmelerin fiyat tespit raporlarında detaylı bir şekilde EVA değerlerinin incelenmesidir. Bu inceleme, EBITDA değeri pozitif ama EVA değeri negatif işletmelerin tespitinde halka arz süreçlerinin değerlendirilmesi noktasında gelecekteki araştırmalara önemli bir katkı sağlayabilecektir. Ayrıca, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamaları, borçlanma maliyetlerini içerdiği için, bu maliyetlerin AOSM üzerindeki etkisi genel şirket değerlemelerini önemli ölçüde etkilemektedir. Çalışmamızda belirtildiği gibi, Uluslararası Değerleme Standartları çerçevesinde iskonto oranı tespitinde sıklıkla AOSM kullanılmaktadır. Dolayısıyla, borçlanma maliyetlerinin AOSM üzerindeki etkisinin incelenmesi, gelecekteki araştırmalar ve şirket değerlendirme çalışmaları için hayati öneme sahiptir. Bu konunun dikkate alınması, değerlendirme ve maliyet hesaplamalarının daha doğru ve güvenilir hale getirilmesinde kritik bir rol oynayabilecektir.

## 7. Sonuç

FAVÖK ve EVA metrikleri bir şirketin kârlılığının ölçütleri olsa da çeşitli açılardan farklılık göstermektedirler. Hem FAVÖK hem de EVA'nın kendi özgü güçlü ve zayıf yönleri bulunmaktadır. FAVÖK yapısı itibarıyla daha çok kısa vadeli karar verme süreçlerinde ve bir şirketin işletme nakit akışını ölçmek için yararlı bir ölçü iken; EVA ise bir şirketin ekonomik değer yaratma potansiyelinin bir ölçüsü olarak, uzun vadeli stratejik planlama için daha faydalı olabilecektir.

FAVÖK ve EVA arasında seçim yapmak, bir şirketin amaç ve hedeflerine bağlıdır. Şirketler, kullanacakları bir finansal metrik seçmeden önce amaçlarını ve hedeflerini dikkatlice değerlendirmelidir. FAVÖK ve EVA arasındaki seçim, bir şirketin neyi ölçmeye ve başarmaya çalıştığına bağlıdır ve her iki ölçümün de kendine özgü avantajları söz konusudur. Her iki metrikte uygun koşullarda kullanıldıklarında etkili sonuçlar doğurabilmektedir. Yine şirketler kullanacakları bir finansal ölçütü seçerken, her ölçütün kendi güçlü ve zayıf yönleri olduğu gerçeğini bilerek kendi özel ihtiyaçlarını ve hedeflerini göz önünde bulundurmalıdır. Nihayetinde, finansal ölçüt seçimi, bir şirketin özel ihtiyaçlarına ve hedeflerine bağlı olmalıdır. Bununla birlikte bir şirketin finansal performansını değerlendirirken bütüncül bir yaklaşım gereklidir. FAVÖK ve EVA yararlı ölçümler olsa da bir şirketin performansını değerlendirirken dikkate alınanlar sadece bunlar olmamalı ve bunların dışında yer alan bir dizi finansal ölçütte göz önünde bulundurmalıdır.

Ayrıca bir şirketin finansal stratejisi ve karar verme süreci, sadece içsel finansal göstergelere dayanmamalı, aynı zamanda dışsal çevre ve piyasa dinamiklerini de göz önünde bulundurmalıdır. Bu, yöneticilere daha kapsamlı bir bakış açısı sağlar

ve daha sağlam kararlar alınmasına yardımcı olur. Sonuç olarak, FAVÖK ve EVA gibi finansal metrikler, şirketin performansını değerlendirirken önemli olsa da, bu metriklerin sınırlamalarını anlamak ve onları diğer finansal ve dışsal göstergelerle birlikte değerlendirmek esastır. Bu bütüncül yaklaşım, şirketlerin finansal sağlıklarını daha doğru bir şekilde değerlendirmelerine ve uzun vadeli başarı için stratejik kararlar almalarına olanak tanır.

Çalışmanın bulguları incelendiğinde; THY AŞ kapsamında gerçekleştirilen çalışmada elde edilen bulguların, Wernke, vd tarafından 2015 yılında yapmış olduğu çalışmada elde edilen bulgulardan farklılaştığı, FAVÖK ve EVA metriklerinin ilgili çalışmanın aksine aynı yönde pozitif olduğu sonucuna ulaşılmışken, araştırmanın daha uzun vadelerde devam ettirilmesi durumunda FAVÖK ve EVA metriklerinin farklı sonuçlar doğurabileceği hiç şüphesizdir. Bu noktada, bundan sonraki çalışmalarda FAVÖK ve EVA metriklerinin karşılaştırılmasına yönelik uzun vadeli çalışmaların yapılması tavsiye edilmekte iken; finansal tablo temelli FAVÖK metriğinin finansal tablolara entegre edilmesi, ek bilgi gerektiren EVA metriğinin ise, özellikle halka arz gibi stratejik noktalarda yatırımcılar ile paylaşılması önerilmektedir.

**Hakem Değerlendirmesi:** Dış bağımsız.

**Çıkar Çatışması:** Yazar çıkar çatışması beyan etmemişlerdir.

**Finansal Destek:** Yazar finansal destek beyan etmemişlerdir.

**Peer Review:** Externally peer-reviewed.

**Conflict of Interest:** Author declared no conflict of interest.

**Financial Disclosure:** Author declared no financial support.

## Kaynaklar

- Abate, J. A., Grant, J. L., ve Stewart, G. B. (2004). The EVA style of investing. *The Journal of Portfolio Management*, 30(4), 61-72.
- Alija, U. (2014). Advantages and disadvantages of application of EVA (Economic Value Added) in public companies: case of Post and Telecommunication of Kosova (PTK). [https://web.archive.org/web/20190427235256id\\_/https://knowledgecenter.ubt-uni.net/cgi/viewcontent.cgi?article=1127&context=conference](https://web.archive.org/web/20190427235256id_/https://knowledgecenter.ubt-uni.net/cgi/viewcontent.cgi?article=1127&context=conference) (E.T. 16.07.2023)
- Al Mamun, A., Entebang, H., ve Mansor, S. A. (2012). EVA as Superior Performance Measurement Tool. *Modern Economy*, 3, 310
- A Peach, T. (2015). Two Financial Metrics Commonly Encountered When Raising Capital. *Technology Transfer and Entrepreneurship*, 2(2), 112-115.
- Aramyan, L., Ondersteijn, C. J., Van Kooten, O., ve Lansink, A. O. (2006). Performance Indicators In Agri-Food Production Chains. *Frontis*, 47-64.
- Bausch, A., Hunoldt, M., ve Matysiak, L. (2008). Superior Performance Through Value-based Management. İçinde: Bausch, A., Schwenker, B. (Editörler) *Handbook Utility Management*. (15-36) Springer, Berlin.
- Biddle, G. C., 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
- Brewer, P. C., Chandra, G., ve Hock, C. A. (1999). Economic Value Added (EVA): Its Uses and Limitations. *SAM Advanced Management Journal*, 64(2), 4.
- Chen, S., ve Dodd, J. L. (2001). Operating Income, Residual Income And EVA™: Which Metric is More Value Relevant?. *Journal Of Managerial Issues*, 65-86.
- Chelba, A. A., Melega, A., ve Grosu, V. (2023). Determinants Of Goodwill: Empirical Study from Emerging Economies. *International Journal of Innovative Research and Scientific Studies*, 6(3), 525-537.
- Christian, C., ve Jones, J. P. (2004). The Value-Relevance of Earnings, Operating Cash Flows, and Ebitda During Mergers. *Journal of Accounting & Finance Research*, 12(3).
- Cormier, D., Demaria, S., ve Magnan, M. (2017). Beyond Earnings: Do EBITDA Reporting and Governance Matter for Market Participants? *Managerial Finance*, 43(2), 193-211.
- De Villiers, J. (1997). The Distortions in Economic Value Added (EVA) Caused By Inflation. *Journal Of Economics and Business*, 49(3), 285-300.



- Dodd, J., ve Chen, S. (1997). Economic Value Added (EVA). *Arkansas Business and Economic Review*, 30(4), 1-9.
- Dudin, M. N., Lyasnikov, N. V., Reshetov, K. Y., Smirnova, O. O., ve Vysotskaya, N. V. (2018). Economic Profit As Indicator Of Food Retailing Enterprises' Performance. *European Research Studies Journal*, 21(1), 468-479.
- Dierks, P. A. (1997). Using EVA at OutSource Inc. *Management Accounting (USA)*, 78(7), 56-59.
- Eastman, K. (1996). EBITDA: An Overrated Tool for Cash Flow Analysis. *Com. Lending Rev.*, 12, 64.
- Elliffe, C. (2017). Interest Deductibility: Evaluating the Advantage of Earnings Stripping Regimes in Preventing Thin Capitalizations. *New Zealand Law Review*, 2017(2), 257-284.
- Eastman, K. (1996). EBITDA: An Overrated Tool For Cash Flow Analysis. *Com. Lending Rev.*, 12, 64.
- Fabricant, S., ve Lipsey, R. E. (1952). Front matter, The Trend of Government Activity in the United States since 1900. İçinde *The Trend of Government Activity in the United States Since 1900* (22-0).
- Farsio, F., Degel, J., ve Degner, J. (2000). Economic Value Added (EVA) and stock returns. *The Financier*, 115-119.
- Friedl, G. and T. Kettenring (2009), 'A Note On The War Of Metrics', TUM Munich, <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=63eb2e2d570fd311084838aef2ee65619cfaa73f> (E.T. 16.07.2023)
- Godwin, N. H., & Jones, J. P. (2002). Does EBITDA Adequately Measure Operating Cash Flow?. *Journal of Accounting and Finance Research*, 10(1), 25.
- Grant, J., ve Parker, L. (2002). EBITDA! *Research In Accounting Regulation*, (15), 205-212.
- Grigorieva, S., ve Petrunina, T. (2015). The Performance Of Mergers And Acquisitions In Emerging Capital Markets: New Angle. *Journal Of Management Control*, 26(4), 377-403.
- Grishunin, S., Suloeva, S., ve Burova, E. (2022). Development of Risk Management Mechanism and the System of Risk Metrics to Evaluate and Enhance the Long-Term Orientation of the Strategies of Non-Financial Companies. *Risks*, 10(9), 182.
- Gupta, V. K., ve Sikarwar, E. (2016). Value Creation of EVA And Traditional Accounting Measures: Indian Evidence. *International Journal of Productivity And Performance Management*, 65(4), 436-459.
- Hatfield, G.R., (2002) R&D in an EVA World, *Research-Technology Management*, 45(1) 41-47
- Hrytsenko, L. L., ve Derkach, L. (2021). *The Possibility of EBIT And EBITDA Use In Ukrainian Practice Of Determining The Company Efficiency* (Doctoral Dissertation, Sumy State University).
- Hong, J. W., Meidell, J. E., ve Kim, H. J. (2023). M&A Valuation for Going Concern: A Case Study Using Samsung Electronics' Adjusted EBITDA Multiple. *Cogent Business & Management*, 10(2), 2209975.
- Iotti, M., ve Bonazzi, G. (2012). Ebitda/Ebit and Cash Flow Based Icrs: A Comparative Approach İn The Agro-Food System in Italy. *Financial Assets and Investing*, 3(2), 19-31.
- Ivashina, V., ve Kovner, A. (2011). The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms And Relationship Banking. *The Review of Financial Studies*, 24(7), 2462-2498.
- Jalbert, T., ve Landry, S. P. (2003). Which Performance Measurement Is Best for Your Company? *Management Accounting Quarterly*, 4(3), 32-32.
- Jordão, R. V. D., Almeida, V. R. D., ve Novas, J. (2022). Intellectual Capital, Sustainable Economic and Financial Performance And Value Creation In Emerging Markets: The Case Of Brazil. *The Bottom Line*, 35(1), 1-22.
- 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.
- Lin, C. S., Chiu, C. M., Huang, Y. C., Lang, H. C., & Chen, M. S. (2021). Evaluating The Operational Efficiency and Quality Of Tertiary Hospitals In Taiwan: The Application Of The EBITDA Indicator To The DEA Method And TOBIT Regression. *In Healthcare* 10(1) (58).
- Luciano, R. (2003). EBITDA [Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization] As an Indicator Of Earnings Quality. *JASSA*, (1), 29-34.
- Kyriazis, D., ve Anastassis, C. (2007). The Validity of The Economic Value-Added Approach: An Empirical Application. *European Financial Management*, 13(1), 71-100.

- Mendez, C. A. B. (2007). EBITDA, Es Un Indicador Financiero Contable De Agregación De Valor? *Capiv Review*. Santiago (Chile), (5) 41-54.
- Moro-Visconti, R. (2022). Profitability and Value Creation. In *Augmented Corporate Valuation: From Digital Networking to ESG Compliance* (179-215). Cham: Springer International Publishing.
- Nissim, D. (2019). EBITDA, EBITA, or EBIT?. *Columbia Business School Research Paper*, (17-71).
- Neto, J. V., Ibanez, F. C., De Oliveira Costa, C. L., ve Pimentel, L. B. (2015). Comparison Of Traditional Financial Accounting Indicators With Eva® Companies in The Building in Order To Assess Its Advantages And Disadvantages. *Brazilian Journal Of Operations & Production Management*, 12(1), 100-115.
- O'Byrne, S. F. (2016). A Better Way to Measure Operating Performance (Or Why The EVA Math Really Matters). *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(3). 68-86.
- O'Byrne, S. F., (1999). "Eva And Its Critics," *Journal of Applied Corporate Finance, Morgan Stanley*, 12(2), 92-96, June.
- Persson, E., ve Ståhlberg, C. (2007). PE And EV/EBITDA Investment Strategies vs. The Market: A Study of Market Efficiency. Master Thesis, International Business Program., Linköping University, Sweden [www.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2:23073](http://www.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2:23073) (E.T. 26.06.2023)
- Rajan, M. V. (2000). Discussion of EVA versus Earnings: Does It Matter Which Is More Highly Correlated with Stock Returns? *Journal of Accounting Research*, (38) 247.
- Rozenbaum, O. (2019). EBITDA And Managers' Investment And Leverage Choices. *Contemporary Accounting Research*, 36(1), 513-546.
- Roztockı, N., ve Needy, K. L. (1999). EVA For Small Manufacturing Companies. İçinde; *the 1999 SAM International Management Conference* (461-469).
- Rugg, G., Eva, M., Mahmood, A., Rehman, N., Andrews, S., ve Davies, S. (2002). Eliciting information about organizational culture via laddering. *Information Systems Journal*, 12(3), 215-229.
- Sharma, A. K., ve Kumar, S. (2010). Economic Value Added (EVA)-Literature Review and Relevant Issues. *International Journal of Economics and Finance*, 2(2), 200-220.
- Stewart, B. (2019). EVA, not EBITDA: A New Financial Paradigm for Private Equity Firms. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(3), 103-115.
- Stewart, B. (2013). *Best-Practice EVA: The Definitive Guide to Measuring and Maximizing Shareholder Value*. John Wiley & Sons.
- Stewart, B. G. (1994). EVA: Fact And Fantasy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7, 71-84.
- Sung, N. (2014). Declining First-Mover Advantage in Mobile Telecommunications Markets. *The Service Industries Journal*, 34(2), 89-102.
- Tortella, B. D., ve Brusco, S. (2003). The Economic Value Added (EVA): An Analysis of Market Reaction. *Advances in Accounting*, (20) 265-290.
- Wernke, R., Junges, I., ve Schlickmann, L. (2015). Aplicação Comparativa Entre EVA E EBITDA: Estudo De Caso Em Empresa Fabril. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(27), 87.
- Van der Poll, H. M., Booyse, N. J., Pienaar, A. J., ve Foot, J. (2011). An Overview of The Implementation Of Economic Value Added (EVA) Performance Measures In South Africa. *Southern African Business Review*, 15(3), 122-141.
- Vertakova, Y. vd. (2022). "Multiplicative Methodology for Assessing Investment Attractiveness and Risk for Industries," *JRFM, MDPI*, 15(10), 1-9.
- Vimrová, H. (2015). Financial Analysis Tools, From Traditional Indicators Through Contemporary Instruments to Complex Performance Measurement and Management Systems In The Czech Business Practice. *Procedia Economics and Finance*, 25, 166-175.
- Visaltanachoti, N., Luo, R., ve Yi, Y. (2008). Economic Value Added (Eva) And Sector Returns. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 4(2).
- Worthington, A. C., ve West, T. (2001). Economic Value-Added: A Review Of The Theoretical And Empirical Literature. *Asian Review of Accounting*, 9(1), 67-86.

Zaporozhtseva, L., Tkacheva, Y., Malitskaya, V., Shishkina, L., ve Popov, D. (2020). Formation Tools of Financial Strategy for the Development of Agricultural Organizations. İçinde *International Conference on Policies and Economics Measures for Agricultural Development (AgroDevEco 2020)* (456-461). Atlantis Press

Zaremba, A., & Szczygielski, J. J. (2019). And The Winner is... A Comparison of Valuation Measures for Equity Country Allocation. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 84-98.

