

# FİNANSAL PERFORMANSIN ÖLÇÜLMESİNDE NAKİT AKIMINA DAYALI BİR YÖNTEM “NAKİT KATMA DEĞER”

M.Başaran ÖZTÜRK<sup>1</sup>

Eyyüp Ensari ŞAHİN<sup>2</sup>

## ÖZET

*Firmaların geleneksel finansal performans ölçütlerinin hesaplamalarında sermaye maliyetini dikkate almamaları, hatalı finansal kararların alınmasına sebep olabilmektedir. Bu sakıncayı ortadan kaldırmak için sermaye maliyetini dikkate alarak finansal performansı, faaliyet nakit akımı ile duran varlık yatırımları ve bu varlıklara yapılan yatırım maliyeti (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) unsurlarına bağlı olarak ölçen Nakit Katma Değer (CVA) ortaya konulmuştur. CVA, faaliyet ve finansal performansın periyodik olarak ölçülmesine yönelik bir yöntem olmakla birlikte CVA hesaplamalarında muhasebe verilerinin yanı sıra muhasebe raporlarında yer almayan değişkenlerden de yararlanılmaktadır. CVA, firma hedeflerinin belirlenmesinden, işgören ücretlerinin tespit edilmesine kadar birçok firma kararına da kılavuzluk etmektedir.*

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Performans, Nakit Katma Değer.

## A METHOD FOR MEASUREMENT OF FINANCIAL PERFORMANCE BASED ON CASH FLOW: ‘CASH VALUE ADDED’

### ABSTRACT

*As the traditional measures of financial performance do not take capital cost into account, mistaken financial decisions could be made. In order to prevent this, Cash Value Added (CVA), which measures financial performance by taking capital cost, operating cash flow, the fixed asset investments and investment costs for that asset investment into account, has been developed. Although CVA is a technique periodically used in measuring operational and financial performance, not only accounting data, but also variables which are not available in accounting reports are used in measurement. CVA is also used as a guide by companies in many areas such as defining goals of the company and determining wages of employees.*

**Keywords:** Financial Performance, Cash Value Added (CVA).

## 1.GİRİŞ

Ulaşım iletişim ve bilişim sektöründeki gelişmelere bağlı olarak ortaya çıkan globalleşme ve bilgi ekonomisi süreci değer yaratmanın stratejik bir faktör olarak ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Söz konusu süreçte birçok firma, firmanın felsefesinin merkezine değer yaratmayı koyan, firmanın stratejilerini, yapısını ve yöntemlerini buna göre belirleyen değere dayalı yönetim anlayışını benimsemiştir. Bu sebeple finansal performans ölçülmesinde de değer yaratma amacını aramaya başlamıştır.

<sup>1</sup> M. Başaran ÖZTÜRK, Doç. Dr., Niğde Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü.

<sup>2</sup> Eyyüp Ensari ŞAHİN, Hitit Üniversitesi, MYO, İktisadi İdari Programlar Bölümü Öğretim Görevlisi.

Firmanın finansal performansı; hissedarlar, kredi verenler, firma yöneticileri ve potansiyel yatırımcılar için oldukça önemli olup, finansal performansın en önemli dışsal ölçütünü de firmanın piyasa değeri oluşturmaktadır. Finansal performansın ölçülmesinde dışsal ölçütler kadar içsel ölçütlere de ihtiyaç duyulmaktadır. Ekonomideki ve sermaye piyasalarındaki hızlı gelişim ve değişimin bir sonucu olarak geleneksel finansal performans ölçütleri, firmaların finansal performansını ölçmede çoğu zaman yetersiz kalmakta, bu sebeple değere dayalı yönetim anlayışını benimseyen firmalar, finansal performanslarını sağlıklı bir biçimde ölçmek ve firma değerini maksimum kılmak için değere dayalı performans ölçüm yöntemlerini kullanmaktadır.

Nakit Katma Değer (Cash Value Added - CVA) değere dayalı yönetim anlayışı ile uyumlu, finansal performansı nakit akışına dayalı olarak ölçen, Boston Consulting Group ve Halt Value Associates tarafından ortaya konulan, “artık kâr” bakış açısı orjinli değere dayalı performans ölçütlerinden biridir. CVA, yöneticiler açısından etkin bir kontrol ölçütü olmasının yanında, stratejik kararlar ve bunların ekonomik sonuçları arasında mantıklı ilişkiler kurmada ve firma birimleri arasındaki finansal iletişimi kolaylaştırmada önemli rol oynamaktadır.

Çalışmada; finansal performans ölçütleri CVA, tarihsel gelişimi ile farklı CVA hesaplama biçimlerine yer verilmiştir. Çalışma incelenen konuların genel bir değerlendirmesini içeren sonuç bölümü ile tamamlanmıştır.

## **2. FİNANSAL PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ**

Genel anlamıyla performans; amaçlı ve planlı olarak yapılan bir etkinliğin sonucunda oluşan çıktıyı nicel ya da nitel olarak belirleyen bir kavramdır. Performans ölçüm sürecinin temel adımları; stratejik amaçların ve hedeflerin oluşturulmasıyla başlamakta, performans ölçütlerinin belirlenmesi, somut hedeflerin tespit edilmesi, ölçüm bilgilerinin elde edilmesi, elde edilen bu bilgilerin raporlanması ve iyileştirmeye yönelik önlemlerin alınmasıyla tamamlanmaktadır.

Finansal performans ise; finansal amaçlar için gerçekleştirilen tüm çabaların değerlendirilmesidir. Finansal performansın ölçülmesi; firmanın faaliyetlerini kesintisiz devam ettirebilmesinin ve bulunduğu ekonomide değer yaratma açısından önemli olmasının yanında yöneticiler, hissedarlar ve potansiyel yatırımcılar açısından da büyük önem taşımaktadır. 1999 yılında ABD’de Finans Yöneticiler Enstitüsü (Financial Executives Institute) tarafından, 1000 firma üzerinde yapılan kapsamlı bir araştırmada yöneticileri ilgilendiren en önemli konunun performans ölçümü ve değerlendirilmesi olduğu tespit edilmiştir. 2005 yılında Türkiye’de 500 büyük sanayi şirketi üzerine yapılan bir çalışmada firmaların hangi nedenlerle finansal performans ölçümü yaptığı araştırılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre; performans ölçümü yapmalarının en önemli nedeninin firmadaki sorunlu alanların (departmanların) ortaya çıkarılması ve geliştirilebilecek alanların belirlenmesi olduğu görülmektedir. Aynı çalışmaya göre, en önemli ikinci ve üçüncü nedenler ise, işlem ve işlem süreçlerinde planlanan gelişmelerin gerçekleşip gerçekleşmediğinin anlaşılması ve şirketin genel olarak başarılı olup olmadığının belirlenmesi olmuştur.

Hissedarlar ve diğer tüm paydaşlar firmanın finansal performansını ölçebilecek birtakım ölçütlere ihtiyaç duymaktadır. Finansal performansın ölçülmesinde; geleneksel ölçütler olarak adlandırılan sermayenin kârlılık oranı, aktif kârlılığı, nakit dönüşü, net kâr, hisse başına kâr, toplam varlıklar, borçlar ve borç oranı, kârın toplam varlıklara oranı, kârın

öz kaynaklara oranı gibi ölçütler kullanılmaktadır.

Firma amacının hissedar değerini maksimum kılmak olarak tanımlanması, finansal performansın ölçülmesinde değer kavramını ön plana çıkarmıştır. Bu süreçte geleneksel ölçütlere eleştiriler hız kazanmış olup, işletmeler sağlıklı bir biçimde gelişmek ve firma değerini maksimum kılabilmek amacıyla performans ölçüm yöntemlerinde de değer yaratma amacını aramaya başlamışlardır.

Söz konusu süreçte değere dayalı performans ölçüm yöntemleri ortaya çıkmıştır. Geleneksel ölçütler özellikli amaçlarla kullanıldığında doğru sonuçlar verirken, tüm firmanın ve departmanların performansını ölçmede yetersiz kalmaktadır. Finansal performansın doğru bir şekilde ölçülmesi, kullanılan ölçütlerin firmanın yarattığı gerçek nakit akımlarını, bu nakit akımlarının büyüme potansiyelini ve riskliliğini yansıtmasına bağlı olmaktadır. Değere dayalı performans ölçütlerinin yapmaya çalıştığı; geleneksel performans ölçütlerini firmanın gerçek finansal performansını gösterebilmeleri için düzenlemek ve onlara gerekli yeni bilgileri ilave etmektir.

Ekonomik Katma Değer (EVA), Pazar Katma Değeri (MVA), Nakit Katma Değer (CVA), Hissedar Katma Değeri (SVA) ve Yatırımlardan Sağlanan Nakit Akımı (CFROI) gibi değere dayalı finansal performans ölçütleri ABD ve diğer gelişmiş ekonomilerde yoğun uygulama alanı bulmaktadır. Ancak Türkiye’de bu ölçütlerden bazıları kullanılmakta olup, söz konusu ölçütlerin kullanımı da birkaç büyük ölçekli firma ile sınırlı kalmaktadır. EVA’ya alternatif olarak geliştirilen henüz gelişmiş ekonomilerde de fazla uygulama olanağı bulamayan Gerçek Aktif Değeri Arttırıcı (Real Asset Value Enhancer-RAVE) ve Saflaştırılmış Ekonomik Katma Değer (Refined Economic Value Added-REVA) gibi farklı değere dayalı ölçütler bulunmaktadır.

### **3. NAKİT KATMA DEĞER**

“Artık kâr” kavramına dayalı olarak ortaya çıkan CVA, ilk olarak Boston Consulting Group (BCG) ile Holt Value Association tarafından ortaya konulmuştur. CVA hesaplaması 1990’lı yılların ortasında İsveçli ekonomistler Fredrik Weisenrieder ve Erik Ottoson tarafından yapılan bazı yeni düzenlemelerle farklılaştırılarak AB Anelda danışmanlık firmasının uygulaması olarak finans çevrelerinin kullanımına sunulmuştur. CVA, ABD’de ve Avrupa’da Coca-Cola, Telia, Bayer Group, SCA, StoraEnso, Vattenfall, Billerud, Rottneros, JM, Capio, SJ, Bank Of America ve Monsanto gibi birçok firma tarafından kullanılmaktadır ([www.bcg.com](http://www.bcg.com), Fernandez,2003,).

CVA, finansal performansın ölçülmesinde nakit akımlarından hareket etmekte olup, firmanın alt birimlerinin yarattığı değeri ölçebildiği gibi firma tarafından yaratılan toplam değeri de ölçebilmektedir. CVA, kontrol ve karar alma süreçlerinde temel faktör olarak nakit akımlarını ön plana çıkarmakta olup, söz konusu durum yöneticiler açısından güvenilir, kesin ve etkili bir kontrol ölçütü olmaktadır (Erasmus, 2008). Ayrıca stratejik kararlar ile bu kararların ekonomik sonuçları arasında anlamlı ilişkiler kurmaktadır. Bunun yanında ortaya çıkan ekonomik sonuçlar ile firmanın birimleri arasındaki finansal açıdan karşılaştırılabilirliği kolaylaştırmaktadır (Ercan, vd. 2003).

CVA, nakit akışlarına dayalı olarak firmada kullanılan sermayenin maliyetinin üstünde getiri sağlayacak nakit akışları yaratmayı hedefler ve bu durumun ekonomik değer yaratıldığını savunur. Bunu yaparken standart bir sermaye maliyeti oranı kullanmaktadır. Bir firma,

sermaye maliyetinden daha yüksek bir getiri sağlamadıkça değer yaratmıyor demektir (Hajiabbasi, vd., 2012). Ancak birçok yönetici bu temel prensibi unutarak borcun maliyetini dikkate alırken öz sermayeye herhangi bir karşılık ayırmamakta ve geleneksel muhasebe kârı üzerine yoğunlaşmaktadır (Ottoson ve Weissenrieder, 1996).

CVA, Net Bugünkü Değer hesaplamalarını dönemselleştiren bir net bugünkü değer modeli olup, yatırımları diğer modellerden farklı olarak stratejik ve stratejik olmayan yatırımlar olarak iki grupta sınıflandırmaktadır. Stratejik yatırımlar; değer yaratmak için yapılmakta olup, paydaşlar açısından yeni değer yaratma amacı güden genişleme vb. yatırımlardır. Bu yatırımlardan yatırımı yapanlar (yatırımcılar) tarafından bir getiri beklenmektedir. Böylece firmalar yatırımın ekonomik ömrü boyunca nakit akışını hesaplayabilmeleri için net bugünkü değeri hesaplamak zorundadır. Stratejik olmayan yatırımlar ise, stratejik yatırımların yarattığı değer korunması amacı ile yapılan çeşitli yatırımlardır (Ercan, vd., 2006:86).

CVA, yatırımlar konusunda yönetime yönlendirici nitelikte bilgiler sağlayabilme özelliğine sahip olup, stratejik yatırımların kârlı olup olmadığı hususunda önemli bilgileri bünyesinde barındırmaktadır. CVA, hangi yatırımlara ağırlık verilmesi gerektiğiyle ilgili bilgi vermesinin yanında, yapılmış yatırımlardan hangisinin desteklenmesi gerektiği konusunda da bilgi vermektedir (Dınca, 2001).

CVA, söz konusu bilgileri yönetime sağlarken, şirketin varlık yapısı ile ilgili birçok bilgiye de gereksinim duymaktadır (Weissenrieder, 1997). CVA, hissedar değeri yaratma sürecinde şirketlerin yatırımlarından elde ettiği getirilere yoğunlaşmaktadır. Söz konusu özellik yöneticilerin dikkatini, yatırımın ayrıntıları üzerinde toplamakta ve uzun dönemde hangi yatırımların daha önemli olduğu konusunda yönetime yardımcı olmaktadır (Ottoson ve Weissenrieder, 1996).

Modern performans ölçütleri arasında en çok kullanılan ölçüt olan EVA, getiriye dayalı bir yöntem iken, CVA kontrol ve karar sürecinde baştan sona nakit akımlarını dikkate almaktadır. CVA, farklı şekillerde hesaplanabilmektedir. Ancak, hesaplanma biçimleri bazı farklılıklar gösterse de söz konusu her iki hesaplama da “artık kâr” konseptine uygun ölçütlerdir. Boston Consulting Group tarafından geliştirilen CVA hesaplaması yatırımın kârlılığı (Cash Flow Return on Investment-CFROI) kavramı üzerine kurulmuş bir yöntemken, Weissenrieder ve Erik Ottoson ’un geliştirdiği hesaplama stratejik ve stratejik olmayan yatırımlar üzerine kuruludur (Ercan, vd., 2006:88).

Dolayısıyla ölçüt fazla emek isteyen ve pahalı bir yöntem olarak karşımıza çıkar ve uygulanabilirliği oldukça zordur (Fernandez, 2002, [www.bayer.com](http://www.bayer.com).)

### 3.1. CVA'nın Hesaplanması

Ottoson ve göre hesaplama yapılmaktadır:

+Satışlar
-Maliyetler
<b><u>Faaliyet Kârı</u></b>
+ / - İşletme Sermayesi İhtiyacı
- Stratejik Olmayan Yatırımlar
<b><u>Faaliyet Nakit Akımı</u></b>
- Faaliyet Nakit Akım Talebi
<b><u>Nakit Katma Değer (CVA)</u></b>

Wiessender'e aşağıdaki şekilde

**Kaynak:** Fredrik Weissenrieder, *Economic Value Added or Cash Value Added*, 1997:3

CVA'nın hesaplanması için FNA ve FNAT gibi iki temel değişken kullanılmaktadır. Her bir stratejik yatırım için ayrı hesaplanan FNAT; yatırımın tutarı, süresi ve Ağırlık Ortalama Sermaye Maliyeti gibi parametreler dikkate alınarak elde edilmektedir. Yani FNAT, stratejik yatırımın NBD değerini, ekonomik ömrü boyunca sıfır yapacak eşit tutardaki yatırımların toplamı olup, gelecekte oluşacak FNA'ların bir tahmini değeridir.

$$FNAT = \frac{\text{Yatırım Tutarı}}{\frac{1}{AOSM - Enflasyon} \cdot \frac{(1 + Enflasyon)^n}{AOSM - Enflasyon} \cdot (1 + AOSM)^n}$$

Formülde de görülebileceği gibi firmalar CVA hesaplarırken FNAT değerini aşacak FNA değeri elde etmelidir. Daha açık bir ifade ile firmalar, faaliyet maliyetlerini karşılayacak düzeyde nakit akışı elde etmelidir (Hezaji, vd.2007:21-36).

CVA, Boston Consulting Group ve Halt Value Associates tarafından aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanmaktadır (Fernandez,2003, [www.bcg.com](http://www.bcg.com) ).

$$\text{Nakit Katma Değeri} = \text{Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı} + \text{Amortismanlar} - \text{Batık Fonların Amorti}$$

Formülde batık fonların amortismanı ile anlatılmak istenen, firmanın kaynaklarının fırsat maliyetini dikkate alarak, her yıl yapması gereken yatırım tutarı (yerine koyma maliyeti)dir. Bu yapılan yatırımlar toplamının, varlığın ekonomik ömrünün sonunda orijinal maliyetine eşit olması gerekmektedir.

Ayrıca bir diğer hesaplama da Pablo Fernandez tarafından yapılmıştır. Pablo Fernandez CVA'yı aşağıdaki gibi hesaplar (Fernandez, 2002):

$$CVA_t = NOPAT_t + DEP_t - ED - (D_0 + Ebv_0) WAACC$$

Burada Faiz ve Vergi Öncesi Kâr'a (NOPAT) defter amortismanı (DEP) eklenerek ekonomik amortisman (Economic Depreciation) ve Sermaye Maliyeti (WACC) çıkartılmaktadır.

Ekonomik Amortisman (Economic Depreciation) aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanmaktadır (Petraçivicius ve Tamosiüniene, 2008):

$$\text{Economic Depreciation} = \frac{RC \times k_e}{(1 + k_e)^n - 1}$$

$RC$  = Sabit (Duran) Varlıklar

$k_e$  = Sermaye Maliyeti'dir.

### 3.2. Nakit Katma Değer İndeksi Hesaplanması

Nakit katma değeri (CVA),  $FNA$  ve  $FNAT$  arasında bir oran olarak hesaplırsak, nakit katma değeri bir endeks (CVA İndex) olarak ifade edilebilmektedir. CVA indeksi ile firmaların finansal ölçüm yöntemlerine uygun bir hesaplama yöntemi ile farklı birimlerin karlılıklarının karşılaştırılması yapılabilmektedir. Aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır ([www.springer.com](http://www.springer.com)).

$$= \text{SATIŞLAR} \times \left[ \frac{\text{Faaliyet Fazlası}}{\text{Satışlar}} - \frac{\text{Çalışma Sermayesi}}{\text{Satışlar}} - \frac{\text{Stratejik Olmayan Yatırımlar}}{\text{Satışlar}} - \frac{\text{Faaliyet}}{\text{Satışlar}} \right]$$

↳  $\text{SATIŞLAR} \times (\text{Faaliyet Fazlası Marjı} - \text{Çalışma Sermayesi Marjı} - \text{Stratejik Olmayan Yatırım Marjı} - \text{Faaliyet Marjı})$

CVA indeksi finansal teori ile tutarlı bir şekilde farklı ünitelerin karlılığını karşılaştırmayı mümkün kılar. Yukarıdaki bir numaralı CVA indeksi stratejik yatırımın yeterli miktarda **OCF** ürettiğinin göstergesidir. CVA indeksi kendi içerisinde dört değer sürücüsüne bölünebilir (Satışlarla ilişkili) (Ottoson ve Wiessenrieder, 1996).

- Operasyon fazlalığı sınırı,
- Çalışma sermayesi hareketleri marjı (Working Capital Movement) sınırı,
- Stratejik olmayan yatırım sınırı,
- OCFD sınırı.

$$\text{CVA İndeks} = \frac{\text{Faaliyet Fazlası Marjı} + \text{Çalışma Sermayesi Marjı} + \text{Stratejik Olmayan Yatırımlar}}{\text{Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akımı Talebi}}$$

Firmalar, bu dört değer sürücüsünü ve bu sürücülerini çeşitlendirerek her birinin değişken olarak gelecek analizini yapar, böylece geçmişteki değer yaratan unsurları hakkında

daha fazla bilgi edinebilirler. Tarihi değişkenler ve bununla beraber değer sürücüleri bir stratejinin gelecekte öngördüğü durum ile kolayca uyumlaştırılabilir. Yönetim için benzer yapıların yeni stratejileri ve spesifik strateji kârlılığı ve değer analizi için güçlü araç olacaktır (Fernandez,2002). Eğer yönetim tarihi marjlarının yeterli olup olmadığını değerlendirebilirse gelecek planlarının yatırımcı için değer yaratıp yaratmayacağını daha kolay anlayabilir. Eğer planlanan yatırımın CVA İndeksi 1'den büyükse gerçekleşmesi muhtemeldir (Erasmus,2008). Bu bilgi yönetimin karar alma sürecini büyük oranda geliştirecektir.

### 3.3. CVA Modeline Eleştiriler

CVA yaklaşımı gerçek sürede sabit finansal kaynaklara olan talebi (OCFD) ortaya çıkarır. CVA modeline zaman içerisinde birçok eleştiri gelmiştir (Fernandez,2002, [www.lufthansa.com](http://www.lufthansa.com), [www.bcg.com](http://www.bcg.com), Jacobs,2007, Bayrakdaroğlu,2009:117).

1. CVA modeli herhangi bir kıymet biçmez ama ekonomik yaşamı hesaplayabilir,
2. Fernandez (2002) CVA modeli hissedar değerini tam olarak ölçemediğini ifade etmektedir. Firmanın tamamının veya alt birimlerinin ya da yöneticilerin performanslarının ölçümünde kullanılabileceği ancak hissedar değerinin her zaman beklentilere dayalı olduğunu savunmaktadır.
3. CVA artan değeri yok saymaktadır. Yani her yatırımın değişen bir değerinin olmayacağını varsayar.
4. Jacobs (2007) CVA'nın Ottoson ve Weissenrieder yaklaşımına göre FNA ve FNAT değişkenlerinin birbiriyle kıyaslanmasına eleştiride bulunmuştur. Jacobs'a göre FNA gerçek değerleri gösterirken, FNAT değişkenlerinin suni olan değerleri göstermekte olduğunu iddia etmektedir. Bunun yerine kıyaslama ölçütü olarak FNA değişkeni ile gerçek hissedar taleplerinin kıyaslanabileceğini öne sürmektedir.
5. CVA modelinde bilanço hesaplamalarına bakılmaz ve bunlara denk değerler oluşturulur. Zaman içerisinde bilançoya bakılarak doğrular değerlendirilir.
6. CVA modeli nakit akım temellidir ancak nakit akımları tam olarak belirlenemez.

## 4. SONUÇ

Firmaların faaliyetlerini sürdürebilmeleri için değer yaratmaları büyük önem taşımaktadır. Firmalarda faaliyet sonucunda yaratılan değerin ölçülmesinde ve yönetim etkinliğinin sağlanmasında kullanılan finansal bir araç olan CVA, bir yandan finansal performansı ölçerken bir yandan da değere dayalı yönetim anlayışının en önemli araçlarından biri olmaktadır. CVA, firmanın faaliyetlerinde kullandığı kaynakların maliyetleri ile firmanın ya da firmanın birimlerinin yarattığı değeri hissedarlar ve diğer menfaat grupları için görünebilir bir biçime getirmektedir. Bu özelliği ile CVA, yöneticilerine ve çalışanlarına ödeyecekleri teşvik primlerini yarattıkları katma değere bağlı olarak belirleyen firmalarda büyük önem taşımaktadır. CVA, batılı ülkelerde ve ABD' deki firmalar tarafından yoğun olarak kullanılmakla birlikte, ülkemizde henüz yeterince tanınmamakta ve firmalarımızca kullanılmamaktadır. Avrupa Birliği'ne tam üyelik sürecindeki ülkemizde, firmaların yaratmış oldukları değerin tam ve doğru olarak ölçülmesinde, özellikle büyük ölçekli firmalarımız tarafından CVA yöntemi daha yoğun olarak kullanılmalıdır.

## KAYNAKÇA

- BAYRAKDAROĞLU, A., (2009), “*Hissedar Değeri İle Geleneksel ve Çağdaş Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişki: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama*”, Erciyes Üniversitesi SBE, Yayınlanmamış Doktora Tezi, ss:117-120.
- DINCA, M. DINCA, G., (2001), “*Integrating the ABC Method of Costs Calculation and Cash Value Added*”, Scrisul Romanesc, Craviova.
- ERASMUS, P., (2008), “*The Relative and Incremental Information Content of the Value – Based financial Performance Measure Cash Value Added (CVA)*”, Manegement Dynamics Volume 17 No:1.
- ERCAN, M.K., M.B. ÖZTÜRK, K. DEMİRGÜNEŞ, (2003), “*Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye*, Gazi Kitapevi Yayınları, Ankara.
- ERCAN, M.K., M.B. ÖZTÜRK, İ. KÜÇÜKKAPLAN, S. BAŞÇI, K. DEMİRGÜNEŞ, (2006), “*Firma Değerlemesi Banka Uygulaması*”, literatür yayınları, İstanbul, ss. 86-89.
- FERNANDEZ, P., (2002), “*Economic Profit and Cash Value Added Do Not Measure Shareholder Value Creation*”, SSRN Working Paper No 270799.
- FERNANDEZ, P., (2003), “*Three Residual Income Valuation Methods and Discounted Cash Flow Valuation*”, IESE Business School-Universidad de Navarra, No:487.
- JOCOBS, F., (2007), “*Like EVA, The CVA Concept can not Stand Test Either*”, SSRN, 378501.
- PETRAVICIUS, T., TAMOSIUNIENE, R., (2008), “*Corporate Performance and The Measures of Value Added*”, Vilnius Technical University, No: 10223.
- HEJAZI, R. , OSKOUEI, M., (2007), “*The Information Content of Cash Value Added (Cva) and P/E Ratio: Evidence on Association With Stock Returns for Industrial Companies in The Tehran Stock Exchange*”, Iranian Accounting and Auditing Review, Vol. 14, pp.21-36.
- HAJIABBASI, M. KAVIANI, M. LERGANI, S.N. MONTAZARI, H., (2012), “*Comparison of Information Content Value Creation Measures (EVA, REVA, MVA, SVA, CSV and CVA) and Accounting Measures (ROA, ROE, EPS, CFO) in Predicting the Shareolder Return (SR) Evidence from Iran Stock Exchange*”, APRN , VOL:2.
- OTTOSSON, E., WEÏSSENRIEDER, F., (1996), “*Cash Value Added - A New Method For Measuring Financial Performance*”, Gothenburg Studies in Financial Economics, Sweden, no. 1/1996.



- WEISSENRIEDER, F., (1997), “**Value Based Manegement: Economic Value Added or Cash Value Added**”, Gothenburg Studies In Financial Economics, No:971214-3.
- [www.Springer.com](http://www.Springer.com)
- [www.lufthansa.com](http://www.lufthansa.com)
- [www.bcg.com](http://www.bcg.com)